



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høst 2017



Restrukturering av oljeserviceselskaper

Fellestrekk i restruktureringer og faktorer som påvirker utfallet

Erik Isak Hauen Christensen og Thomas Glenne Ellingsen

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Masterutredning

Masterstudiet i økonomi og administrasjon

Finansiell økonomi og Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne utredningen har tatt for seg et utvalg av børsnoterte oljeserviceselskaper og deres restruktureringer som ble gjennomført i 2016. Problemstillingen var todelt: Først ble et utvalg av økonomiske og juridiske faktorer analysert. Deretter har vi kartlagt utfallene av restruktureringene med hensyn på tapsfordelingen på de ulike aktørene involvert, og vurdert fellestrekk ved disse utfallene og faktorenes påvirkning.

Ved å foreta en regnskapsanalyse av selskapene har risikoen i bransjen blitt kartlagt, og på bakgrunn av analysen har vi funnet at selskapenes kredittrisiko i forkant av restruktureringene var høy. Likevel stilles det spørsmålsteget ved nøkkeltallenes evne til å fange opp hele den underliggende risikoen i selskapene. Videre viser undersøkelsen av utfallene at de gjennomsnittlige tapene rettet mot kreditorene samsvarer med tidligere studier av amerikanske selskaper, hvorav obligasjonslånene i utvalget har en gjenvinningsprosent på 78 %, mens de sikrede banklånene gjenvinner hele det utestående beløp. Aksjonærene opplevde på sin side en gjennomsnittlig utvanning på 40 %. Overordnet er det også klare fellestrekk vedrørende løsningene som benyttes i restruktureringene.

Basert på kartleggingen av utfallene finner vi også at norsk konkurslov tilsynelatende mangler en fleksibilitet til å utforme restrukturingsplaner som passer selskapenes behov. Begrensninger ved gjeldende lovverk kan også ha påvirket selskapene til å gjennomføre private gjeldsforhandlinger.

Analysen av de økonomiske faktorenes påvirkning på utfallet av restruktureringen har blitt vurdert ved å se på sammenhenger, men grunnet lite utvalg ville det trolig ikke vært mulig å påvise en kausalitet. Hensikten var derimot å se etter indikasjoner på sammenhenger. Funnene tilsier at dette foreligger, dog til dels i strid med våre forventninger. Det skal likevel sies at det ikke kan trekkes konklusjoner rundt dette da den oppnådde korrelasjonen ikke var statistisk signifikant.

Forord

Denne masterutredning er skrevet som et ledd av det toårige masterstudiet ved Norges Handelshøyskole. Med våre ulike bakgrunner i både finansiell økonomi og økonomisk styring anser vi temaet for oppgaven som et naturlig valg for oss begge, da den strekker seg utover begge hovedprofilene.

En stor del av utredningen er basert på rammeverkene fra strategisk regnskapsanalyse og regnskapsanalyse og verdivurdering. Likevel har kunnskapene fra en rekke andre kurs som blant annet corporate finance og finansregnskap kommet til stor nytte.

Gjennom utredningen har vi fått en langt bedre forståelse av restruktureringsprosessen, både hva gjelder kompleksiteten og omfanget. Samtidig har et dypdykk inn i den juridiske siden av prosessen gjort at vi har tilegnet oss en bedre forståelse for økonomiske avgjørelser i praksis. Arbeidet har vært utfordrende, men det har vært forfriskende å gripe fatt i en omfattende oppgave med praktisk implementering av den teoretiske forståelsen masterstudiet har gitt oss.

Prosessen har vært utfordrende og tidkrevende, da spesielt med tanke på strukturering og analyse av den enkelte restrukturering i detalj. Vi har derfor sett det som nødvendig å foreta visse avgrensninger av oppgaven. Temaet er høyaktuelt og har gitt grobunn for nye problemstillinger og erfaringer underveis. Etter å ha jobbet med dette i fem måneder sitter vi igjen med en bedre forståelse av restruktureringer og oljeservicenæringen generelt sett.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, for verdifulle innspill og konstruktive tilbakemeldinger underveis i prosessen.

Bergen 20.12.2017

Erik Isak Hauen Christensen

Thomas Glenne Ellingsen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	8
1.1 BAKGRUNN	8
1.2 PROBLEMSTILLING.....	9
1.3 AVGRENSNINGER	9
1.4 STRUKTUR.....	10
2. ANALYSEMODELL	11
3. ØKONOMISK TEORI OG METODE	13
3.1 FINANSIELL KRISE I SELSKAPER	13
3.2 RISIKO FOR FINANSIELL KRISE	13
3.2.1 <i>Kreditrisiko</i>	14
3.2.2 <i>Analyse av kreditrisiko</i>	15
3.3 REGNSKAPSANALYSE	16
3.3.1 <i>Metode</i>	17
3.3.2 <i>Omgruppering for analyse</i>	18
3.3.3 <i>Analyse av målefeil og justering</i>	27
3.3.4 <i>Nøkkeltallsanalyse</i>	28
3.4 RESTRUKTURERING ELLER KONKURS	36
3.4.1 <i>Konkurs</i>	36
3.4.2 <i>Restrukturering</i>	37
3.4.3 <i>Kapitalstruktur</i>	37
3.4.4 <i>Aktørenes bidrag i restrukturering</i>	39

4.	JURIDISK TEORI OG LOVGRUNNLAG	41
4.1	KONKURS - LIKVIDERING	41
4.1.1	<i>Norsk lov</i>	42
4.1.2	<i>Amerikansk lov - Chapter 7</i>	42
4.2	AKTØRENE I GJELDSFORHANDLINGER	42
4.2.1	<i>Banker</i>	43
4.2.2	<i>Obligasjonseiere</i>	44
4.2.3	<i>Aksjonærene</i>	45
4.3	PRIVATE GJELDSFORHANDLINGER	46
4.4	GJELDSFORHANDLING ETTER LOVEN	47
4.4.1	<i>Gjeldsforhandling etter norsk lov</i>	48
4.4.2	<i>Gjeldsforhandling etter amerikansk lov - Chapter 11</i>	51
4.5	OPPSUMMERING GJELDSFORHANDLINGER	53
5.	UTFALL AV RESTRUKTURERING	55
5.1	PRESENTASJON AV UTFALL	56
5.1.1	<i>Aksjonær</i>	56
5.1.2	<i>Kreditor</i>	57
5.1.3	<i>Selskapet</i>	57
5.2	HYPOTESER	57
5.2.1	<i>Økonomiske faktorer</i>	57
5.2.2	<i>Juridiske faktorer</i>	60
6.	GENERELT OM NÆRINGEN OG UTVALGET	62
6.1	OLJESERVICENÆRINGEN I NORGE.....	62
6.2	OLJEPRISEN	66
6.3	UTVALG.....	67

6.3.1	<i>BW Offshore Limited</i>	67
6.3.2	<i>DOF ASA</i>	68
6.3.3	<i>Petroleum Geo-Services ASA</i>	68
6.3.4	<i>Polarcus</i>	69
6.3.5	<i>Prosafe SE</i>	69
6.3.6	<i>Songa Offshore SE</i>	70
7.	ØKONOMISKE FAKTORER	71
7.1	NØKKELTALLSANALYSE.....	71
7.1.1	<i>Likviditetsanalyse</i>	71
7.1.2	<i>Soliditetsanalyse</i>	73
7.2	ANALYSE AV KREDITTRISIKO.....	75
7.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	75
7.2.2	<i>Relativ kredittrisiko</i>	76
7.2.3	<i>Valg av metode</i>	78
8.	JURIDISKE FAKTORER	79
8.1	GJELDSFORHANDLINGENE.....	79
8.2	ANDRE JURIDISKE FAKTORER.....	82
9.	UTFALL AV RESTRUKTURERING	83
9.1	RESTRUKTURERING ENKELTVIS.....	83
9.1.1	<i>BW Offshore</i>	84
9.1.2	<i>DOF ASA</i>	87
9.1.3	<i>Petroleum Geo-Services</i>	92
9.1.4	<i>Polarcus</i>	96
9.1.5	<i>Prosafe</i>	104
9.1.6	<i>Songa Offshore</i>	110

9.2	FELLESTREKK	116
9.2.1	<i>Aksjonær</i>	117
9.2.2	<i>Kreditor</i>	120
9.2.3	<i>Selskapet</i>	125
9.2.4	<i>Juridiske fellestrekk</i>	126
9.3	RANGERING AV UTFALL	128
10.	RESULTAT	131
10.1	ØKONOMISKE RESULTAT.....	131
10.2	JURIDISK RESULTAT	133
10.3	ANALYSE AV PÅ VIRKNING	134
11.	KONKLUSJON	138
	LITTERATURLISTE	141
	TABELLOVERSIKT	152
	FIGURLISTE	156
	APPENDIKS	157

1. Innledning

I dette kapitlet presenteres først bakgrunn for masterutredningen. Deretter vil vi redegjøre for problemstilling og avgrensninger, samt oppgavens struktur.

1.1 Bakgrunn

Vi har valgt å skrive om restruktureringer innen oljeservicenæringen i vår masterutredning ved Norges Handelshøyskole. Motivasjonen for nettopp dette temaet kommer av aktualiteten og vår interesse for aksjer. Helt siden oljeprisfallet i siste halvdel av 2014 har det vært en rekke medieoppslag om temaet. Til tross for all dekningen og de sykliske problemene rundt endrede forutsetninger i oljerelatert virksomhet virker det likevel å være relativt få studier på området. Med hovedprofil innen finansiell økonomi og økonomisk styring, samt vår interesse for aksjehandel er temaet derfor svært interessant.

Siden fallet i oljeprisen i siste halvdel av 2014 har en mengde børsnoterte oljeserviceselskaper sett seg nødt til å restrukturere, trolig grunnet fall i lønnsomhet og uheldige kapitalstrukturer. Hva dette medfører i form av tap for den enkelte aktør involvert i restruktureringen vil naturligvis variere, men den overordnede prioriteringsregelen tilsier at aksjonærene skal ta et tap først. Videre virker det blant annet å være allmenn kjent at aksjonærer i de fleste tilfeller vil bli utvannet i en restrukturering, men ikke i hvilken grad dette skjer.

Gjennom mediene har norsk konkurslov blitt kritisert for å være for lite fokusert på å sikre videre drift i selskaper. Eksempelvis kritiserte professor Karin Thorburn ved Norges Handelshøyskole dette i Dagens Næringsliv senest i september 2017 (Bjerknes & Trumpny, 2017).

I denne utredningen undersøker vi nevnte temaer ved å analysere seks oljeserviceselskaper og deres restruktureringer i dybden for å finne fellestrekk og vurdere ulike faktorerens påvirkning. Forhåpentligvis bidrar utredningen til å belyse området ytterligere, og på denne måten inspirere til videre forskning.

1.2 Problemstilling

Basert på underliggende økonomiske og juridiske forhold er det overordnede målet med oppgaven å vurdere utvalgte faktorerers påvirkning på utfallet av restruktureringer i oljeservicenæringen. Gjennom dette casestudiet av seks selskaper vil vi også vurdere eventuelle fellestrekk ved restruktureringene. Oppgaven sikter på å besvare følgende problemstilling:

“I hvilken grad påvirker økonomiske og juridiske faktorer utfallet av restruktureringer, og hvilke fellestrekk finnes blant utfallene?”

1.3 Avgrensninger

Denne masterutredningen har visse begrensninger ettersom den er utarbeidet på bakgrunn av offentlig informasjon og innenfor en gitt tidsramme.

Oppgaven avgrenset til kun å studere restruktureringer som har forekommet i oljeservicenæringen i løpet av 2016. Dette er blant annet gjort for å begrense påvirkningsfaktorer det kan være vanskelig å justere for, som for eksempel endringer i selskapenes forutsetninger på de ulike tidspunkter. Selskapene i utvalget vil naturligvis bli påvirket av endringer i oljepris og forventninger om utviklingen som sådan, og følgelig kunne utfallene av restruktureringene variert betydelig om vi hadde sett på restruktureringer over flere år.

Utvalget i oppgaven er begrenset til seks selskaper og følgelig er dette ikke en statistisk analyse. Oppgaven er derimot en casestudie hvor vi ønsker å studere eventuell påvirkning fra ulike faktorer og trekke frem fellestrekk. Det begrensede utvalget vil bidra til å vurdere hver enkelt restrukturering i detalj.

Videre vil de ulike selskapene og deres respektive restrukturering bli satt opp mot hverandre og dermed bli målt relativt. Selve restruktureringen er avgrenset til kun å fokusere på den finansielle delen. Det er heller ikke foretatt noen framskrivning av selskapenes verdier, da vi kun ønsker å vurdere om de historiske prestasjonene kan ha påvirket utfallet av restruktureringene, og i hvilken grad. For å vurdere dette har vi funnet det mest hensiktsmessig å analysere selskapene på konsernnivå, hvilket innebærer at vi kun har vurdert selskapenes konsernregnskap.

Vi identifiserte målefeil knyttet til operasjonell leie, men dette ble ikke justert for etter en vurdering av omfanget av oppgaven i sin helhet og den begrensede påvirkningen en kapitalisering ville hatt for de selskapene i utvalget dette gjaldt.

Deler av vårt utvalg har etter dagens regler forklart i kapittel 4 ikke mulighet til å velge å restrukturere etter norsk konkurslov, likevel vil den juridiske drøftelsen bli foretatt opp mot denne og amerikansk konkurslov som et alternativ. Dette skyldes manglende innsikt om gjeldende lovverk i Kypros, Bermuda og De forente arabiske emirater, samt disponibel tid til å sette seg inn i dette.

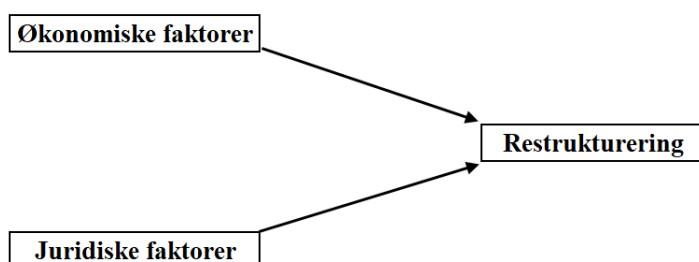
1.4 Struktur

Utredningens overordnede struktur kan deles inn i to hoveddeler; faktorer og utfall. Faktorene omhandler de økonomiske og juridiske faktorene, mens utfallet omhandler presentasjon, analyse og vurdering av restruktureringene. Dette vil bli forklart i dybden i kapittel 2 hvor oppgavens analysemodell legges frem.

2. Analysemodell

Oppgaven sikter på å analysere restruktureringer i oljeservicesektoren for å vurdere hvilke faktorer som kan ha påvirket utfallet av disse. Vi tar utgangspunkt i offentlig informasjon ved å se på selskapenes årsrapporter, pressemeldinger og annen tilgjengelig informasjon fra deres nettsider. Analysen skal undersøke om ulike økonomiske og juridiske faktorer kan forklare et gitt utfall ved å se på historisk regnskapsinformasjon og egenskaper ved gjeldende lovverk/praksis. I tillegg vil utfallene, i form av restruktureringer av selskapene, bli satt opp mot hverandre for å trekke frem eventuelle fellestrekk.

For å besvare problemstillingen foretas det med andre ord tre separate analyser som senere vil bli vurdert opp mot hverandre. Problemstillingen kan visualiseres ved hjelp av følgende analysemodell:



Figur 1 - Analysemodell

Det teoretiske grunnlaget og rammeverk og metode for analyse av de økonomiske faktorene vil bli presentert i kapittel 3. De økonomiske faktorene vil bestå av et utvalg av nøkkeltall som skal gi et mål på selskapenes prestasjoner over tid, da dette antas å påvirke ulike interessenters vilje til å satse videre på et selskap i en finansiell krise. Nøkkeltallene blir beregnet på bakgrunn av historisk regnskapsinformasjon, som vil bli omgruppert og analysert etter rammeverket for regnskapsanalyse presentert i delkapittel 3.3. Omgrupperingen gjøres for å få standardiserte og mer sammenlignbare regnskap på tvers av selskapene, som vil styrke nøkkeltallsanalysen. Selskapenes prestasjoner i nøkkeltallene vil bli analysert enkeltvis før resultatene benyttes for å gi en samlet rangering av den underliggende risikoen til selskapene. Dette foretas i kapittel 7. Resultatene fra denne analysen settes opp mot utfallene av restruktureringene. Det forventes at de økonomiske prestasjonene reflekteres i utfallene, slik at dårlige prestasjoner gir dårlig utfall, og motsatt. Forventningene og valgene rundt presentasjon av utfallene vil bli redegjort for i kapittel 5.

Juridiske faktorer vil i utgangspunktet være vanskelig å måle effekten av, men vi vil drøfte eventuelle begrensninger eller muligheter ved gjeldende lovverk/praksis som kan ha hatt en påvirkning. Den juridiske teorien og lovgrunnlagene presenteres i kapittel 4, og drøftes i kapittel 8. Ettersom alle restruktureringer er avtaler som enten blir gjort under gjeldende konkurslov i selskapets hjemland eller privat med utgangspunkt i avtalerettslige bestemmelser, vil reguleringer kunne påvirke gjennomføringen og dermed utfallet av restruktureringene. Vi vil undersøke hvilke løsninger selskapene har valgt, og drøfte dette opp mot lovgrunnlag og juridisk teori.

Enhver restrukturering er i utgangspunktet unik og vil variere basert på selskapenes behov, historiske prestasjoner og fremtidsutsikter. Løsningene som benyttes for å komme frem til selve utfallet kan utformes på utallige måter, men helt overordnet handler det om en fordeling av tap mellom aksjonærer og de ulike kreditorene involvert i selskapet. Hva som er et tap og hvordan dette måles kan diskuteres og avhenger av hvilket perspektiv det vurderes ut fra. Det som er bra for aksjonærer er for eksempel ikke nødvendigvis bra for kreditorer, og motsatt, samt at det som er dårlig for begge disse aktørene kan være bra for selskapet i sin helhet. Dette vil vi gå ytterligere inn på i kapittel 5. Ved å analysere restruktureringene med hensyn på de ulike perspektivene vil vi få et mål på utfallene som vi deretter kan vurdere de økonomiske og juridiske faktorene opp mot. Dette gjøres for å se etter eventuelle sammenhenger og for å se om faktorene har hatt noen betydning. Med utgangspunkt i dette forventes det at aksjonærer og kreditorer må ta et større tap i selskaper som historisk har prestert dårligere enn andre, alt annet likt. Selve utfallene av restruktureringene vil bli presentert og analysert i kapittel 9, samt at vi vil trekke frem økonomiske og juridiske fellestrekk.

3. Økonomisk teori og metode

Oppgaven er som påpekt i strukturen delt inn i en økonomisk og juridisk del med bakgrunn i faktorene som skal analyseres for å vurdere den eventuelle påvirkningen på utfallene av restruktureringene. Dette kapitlet vil ha en generell økonomisk begrepsavklaring og presentere grunnlaget for den økonomiske analysen og metoden for gjennomføring av den.

3.1 Finansiell krise i selskaper

I denne oppgaven defineres finansiell krise som tilstanden et selskap befinner seg i når selskapet ikke lenger kan møte sine forpliktelser (Berk & DeMarzo, 2014, s. 539). Denne tilstanden kan oppstå som følge av endrede forutsetninger i det operasjonelle eller finansielle, som omhandler henholdsvis driften og finansieringen av den. Det er flere faktorer som kan påvirke selskapets evne til å imøtekomme sine forpliktelser og således føre til en finansiell krise, som for eksempel reduksjon i lønnsomhet eller økte renter.

3.2 Risiko for finansiell krise

Et selskap står overfor flere ulike risikofaktorer, som samlet utgjør totalrisiko. Totalrisikoen har en oppside og en nedside, hvorav oppsiden er risiko for gevinst og nedsidene er risikoen for tap (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, s. 135-136). Videre er totalrisiko en kvantifiserbar størrelse og deles inn i to grupper, henholdsvis systematisk og usystematisk risiko (Bøhren & Michalsen, 2012, s. 67-68).

Systematisk risiko, også kjent som markedsrisiko, er den ikke-diversifiserbare delen av totalrisikoen. Det er kun den systematiske risikoen egenkapitalinvestoren blir premiert for i aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 155-156). Beta-koeffisienten blir anvendt som et mål på systematisk risiko i en aksje eller et prosjekt i forhold til en gitt indeks, som for eksempel Oslo Børs. En beta høyere (lavere) enn 1 vil si at aksjen eller prosjektet har en høyere (lavere) markedseksponering enn indeksen (Bodie et al., 2014, s. 206). Av systematiske faktorer finnes blant annet:

- Energipriser
- Konjunkturbevegelser
- Endring i inflasjonsforventninger og rentenivå
- Arbeidsledighet

-
- Omfattende lovendringer
 - Større politiske hendelser

Usystematisk/idiosynkratisk risiko er målet på den selskapsspesifikke risikoen. Denne utgjør den diversifiserbare risikoen av totalrisikoen til et selskap. Den usystematiske risikoen gir ingen aksjepremie for en egenkapitalinvestor og er dermed mindre gunstig å holde (Bodie et al., 2014, s. 206). Eksempler på usystematiske faktorer:

- Strategiske feilvalg
- Endringer i etterspørsel etter bedriftens varer og tjenester
- teknologiske skift
- Endringer i det regulatoriske rammeverket

Risikoen for en finansiell krise er knyttet til nedsiderisiko, og kredittrisiko er et mål på dette. Kredittrisiko defineres av Berk & DeMarzo (2014, s. 185) og Picker et al. (2016, s. 189) som risikoen for mislighold på et finansielt instrument, og er selskapsspesifikk. Denne risikoen representerer et forventet tap i prosent (EL), og kan beregnes ved sannsynligheten for konkurs (PD) multiplisert med ventet tapsprosent ved konkurs (LGD): $EL = PD * LGD$ (Saita, 2007, s. 68-70).

3.2.1 Kredittrisiko

Kredittrisikoen til et selskap er en funksjon av to variabler, henholdsvis evnen til å generere kontantstrømmer fra det operasjonelle og omfanget av de finansielle forpliktelsene. Følgelig skal selskaper som genererer høye kontantstrømmer i forhold til deres finansielle forpliktelser da i teorien ha en lavere kredittrisiko enn firmaer som genererer lave kontantstrømmer i forhold til forpliktelsene. Utover dette spiller også svingningene, kjent som volatiliteten, i kontantstrømmene inn. Selskaper som opererer i sykliske og ustabile bransjer vil dermed ha en høyere kredittrisiko enn selskaper i en mer stabil bransje (Damodaran, 2012, s. 78).

Kredittrisikoen påvirkes av kapitalstrukturen, som utgjør selskapets finansiering, da en høy gjeldsgrad vil bety høyere finansiell gearing som fører til større usikkerhet og høyere risiko for tap. Dette fordi mindre endringer i kontantstrømmene får store konsekvenser for selskapets betalingsevne (Penman, 2010, s. 364-371). Kreditorer vil kreve kompensasjon for økt risiko i forbindelse med utlån, og dette gjenspeiles i renter og andre gjeldsbetingelser. I en situasjon hvor et selskap går gjennom en finansiell krise eller en konkurs vil det medføre en rekke

kostnader av både direkte og indirekte art som blir hensyntatt i form av en kredittrisikopremie. De direkte kostnadene knytter seg opp mot selve overtakelsen av selskapet, hvor kreditor tar over driften fra debitor, eller ved en likvidering. I et slikt tilfelle vil det foreligge store advokatkostnader og andre administrative kostnader. Utover dette finnes også de indirekte kostnadene ved finansiell krise, hvor eksempler på konsekvenser kan være billig salg av eiendeler for å øke likviditeten og tap av ansatte (Berk & DeMarzo, 2014, s. 542-549).

Et selskap som er i finansiell krise, og dermed innehar en høy kredittrisiko, vil derfor ha problemer med å tilføre nødvendig kapital for å komme seg gjennom krisen. Selskapet vil forsøke å forhandle med sine kreditorer om en restrukturering av gjelden, hvor selskapets kredittrisiko og fremtidsutsikter vil påvirke selve utfallet av restruktureringen.

3.2.2 Analyse av kredittrisiko

Fra et selskapsperspektiv er kredittrisiko relatert til den kredittratingen som blir gitt av kredittratingbyråer, hvor de tre største aktørene er Standard & Poor's (S&P), Moody's og Fitch. Ved vurdering av kredittratingen vil disse byråene gjerne se på den generelle forretningsrisikoen og finansiell risiko. I analysen av forretningsrisiko vil faktorer som kan påvirke det operasjonelle bli hensyntatt, som for eksempel handelsforhold, fremtidsutsikter for bransjen og kvaliteten til ledelsen. Den finansielle risikoen analyseres ved bruk av regnskapet hvor selskapets nøkkeltall som lønnsomhet, gjeldsgrad, finansiell styrke og fleksibilitet blir vurdert (Anderson, 2013, s. 293-294). Kredittratingsskalaene til de ulike selskapene er forskjellige, men inndelingen i såkalte "investment grade" og "speculative grade", kjent som "high yield", går på tvers av kredittratingbyråene. Et eksempel på en slik kredittratingsskala er S&Ps skala som går fra AAA til D, hvor AAA utgjør den laveste sjansen for ikke å møte forpliktelsene sine, mens karakteren D betyr at selskapet kommer til å bryte eller allerede er i brudd med forpliktelsene sine. For S&P går nedre grense for "investment grade" på karakteren BBB- (Standard & Poor's, 2017).

Kredittrisiko kan dog analyseres på flere måter, og en annen metode er å foreta en likviditets- og soliditetsanalyse hvor en ser på ulike finansielle nøkkeltall. Resultatene fra denne analysen kan oppsummeres av en syntetisk rating hvor selskapet får en karakter i forhold til underliggende selskapsspesifikk risiko (Damodaran, 2012, s. 211-212). Denne karakteren kan sees i sammenheng med den av kredittratingbyråer, men den er hovedsakelig basert på en kvantitativ analyse hvor skjønnsmessige vurderinger knyttet opp mot fremtidsutsikter kun vurderes ut ifra utviklingen i regnskapet. For å kvantifisere kredittrisikoen må kredittratingen

sees opp mot statistikk presentert av ratingbyråene, hvor kredittratingens tilhørende kredittrisiko kommer frem. Alternativt så kan kredittratingen sees opp mot selskaper med markedsnoterte obligasjoner med tilsvarende rating. Ved å trekke ut den risikofrie renten fra obligasjonens “*yield to maturity*” vil en da sitte igjen med kredittrisikoen til obligasjonen og derav selskapet (Damodaran, 2012, s. 154-159). “*Yield to maturity*” er den forventede renten på obligasjonen dersom investoren holder obligasjonen til forfall, gitt at alle kuponger og hovedstol eller eventuelle avdrag betales til riktig tid (Saunders & Cornett, 2012, s. 79-80).

3.3 Regnskapsanalyse

For å finne økonomiske faktorer som kan ha påvirket utfallet av restruktureringene er det nødvendig å foreta en regnskapsanalyse. Hensikten med regnskapsanalysen er ifølge Penman (2010, s. 231) å finne aspektene i regnskapet som kan si noe om egenskapene som bestemmer virksomhetens verdi. Disse aspektene knyttes til selskapets historiske prestasjoner, samt den nåværende og fremtidige finansielle situasjon.

Når det kommer til fremtidsutsikter vil dette trolig ha stor påvirkning på utfallet av restruktureringen, blant annet fordi framskrivning av verdier er med på å fastsette verdien av fortsatt drift (Ratner, Stein, & Weitnauer, 2009, s. 24). Den enkelte aktørens fremtidstro og verdsettelse av selskapet vil med andre ord ha betydning for villigheten til å yte det nødvendige for å sikre en bærekraftig fremtidig drift. Kreditor vil for eksempel trolig være mindre villig til å ta tap i de selskapene hvor fremtidsutsiktene sees på som gode sammenlignet med andre. Men ettersom oppgaven er avgrenset til kun å studere historisk informasjon opp mot utfallene vil vi ikke foreta en framskrivning og verdsettelse av selskapene. Vår regnskapsanalyse blir derfor gjennomført med den hensikt å finne et mål på kredittrisikoen til selskapene ved å se på de økonomiske nøkkeltallene.

Rammeverket for regnskapsanalysen er basert på et rammeverk presentert av professor Kjell Henry Knivsflå i kurset “verdivurdering og regnskapsanalyse” ved Norges Handelshøyskole og består av 3 deler. Henholdsvis omgruppering for analyse, analyse og justering av målefeil, og nøkkeltallsanalyse (Knivsflå, 2017). Dette rammeverket bygger igjen på lignende rammeverk i ledende lærebøker i regnskapsanalyse som Penman (2010) og Palepu, Healy og Peek (2013). Etter en gjennomgang av oppgavens metodiske valg vil vi gjennomgå de respektive delene i detalj.

3.3.1 Metode

Gjennom å foreta en analyse av restruktureringen i seks oljeserviceselskaper sikter oppgaven på å finne fellestrekk og vurdere eventuelle årsakssammenhenger rundt faktorenes påvirkning på utfallene av dem. Utfallene av restruktureringene vil også bli kvantifisert slik at vi kan sammenligne og trekke konklusjoner om mulige fellestrekk på tvers av de ulike selskapene. Vi vil i dette delkapittelet redegjøre for ulike metodiske valg.

Analysenivå

Regnskapet kan analyseres på konsernnivå eller selskapsnivå, og ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 85) bør regnskapet analyseres samlet ved å se på konsernregnskapet dersom virksomheten er tett driftsmessig integrert innenfor et virksomhetsområde. Informasjonen fra årsrapportene foreligger hovedsakelig på konsernnivå, og de komplekse selskapsstrukturene innenfor oljeservicebransjen vil trekke i retning av å foreta analysen på konsernnivå. Vi har på bakgrunn av dette valgt å analysere på konsernnivå.

Analyseperiode

Sykliske selskaper er mer sensitive til endringer i råvarepriser og konjunkturer, og kjennetegnes av store svingninger i lønnsomhet (2016, s. 342). En kort analyseperiode vil kunne gi et dårlig bilde av selskapets utvikling og underliggende drift, mens en for lang periode ikke vil være hensiktsmessig da de senere års resultater vil bli tillagt mest vekt under forhandlinger om en restrukturering. Vi har derfor valgt en mellomlang tidsperiode på 7 år i vår regnskapsanalyse. Denne perioden inneholder en stigende oljepris i perioden 2010 til 2011, samt et fall i 2014 (se delkapittel 6.2 for graf).

Utvalg

Vi har valgt å analysere alle oljeserviceselskapene notert på Oslo Børs som har planlagt og fullført en restrukturering i løpet av 2016. Avgrensningen til et enkeltår vil bidra til å minimere påvirkningen fra faktorer det er vanskelig å justere for og øke sammenligningsgrunnlaget. Selskapene som er valgt er følgende; BW Offshore, DOF, Petroleum Geo-Services, Polarcus, Prosafe & Songa Offshore, og disse presenteres i delkapittel 6.3.

Informasjon om rapporterte tall

I oppgaven har vi benyttet årsregnskapene for de ulike selskapene for perioden 2010-2016. Ettersom vi ønsker at regnskapet skal representere den økonomiske tilstanden og hendelsesforløpet i selskapene på en best mulig måte, vil vi basere analysen på regnskapstallene

slik de foreligger i det respektive regnskapsåret og ikke på justerte regnskapstall fra det påfølgende regnskapsår. Vi mener dette vil styrke graden av informasjon fra utviklingen i de historiske nøkkeltallene forut for restruktureringene.

Alle selskapene fører regnskap etter internasjonal regnskapsstandard (IFRS), og foruten for DOF rapporterer alle i amerikanske dollar (USD). Vi har ikke valgt å konvertere DOF ASA sitt omgrupperte regnskap fra NOK til USD, da dette ikke vil ha påvirkning på sammenligningen i nøkkeltallsanalysen. I de tilfellene hvor selskapene har restrukturert lån som er denominert i NOK har vi valgt å regne om til USD med valutakurser tilhørende transaksjonsdatoene for gjennomføring av den aktuelle restruktureringen. Følgelig vil alle restruktureringene med tilhørende beregninger bli presentert i millioner USD (MUSD).

3.3.2 Omgruppering for analyse

Finansregnskapet gir grunnlag for å finne kildene til lønnsomhet og vekst, slik at vi bedre kan forstå selskapets historiske prestasjoner. Ved omgruppering av resultat- og balanseregnskap klargjøres det for analyse, slik at en lettere kan finne de underliggende driverne til avkastning på egenkapitalen og vekst (Penman, 2010, s. 290). En slik omgruppering innebærer å skille mellom drift og finansiering, og normale og unormale poster. Ved å omgruppere regnskapene får vi også standardiserte og mer sammenlignbare regnskap på tvers av selskapene som vil styrke nøkkeltallsanalysen.

3.3.2.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Resultatregnskapet rapporterer inntekter og kostnader som blir generert av netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld. I det omgrupperte resultatregnskapet klassifiseres inntekter og kostnader som drift eller finans på bakgrunn av tilhørende poster i balanseregnskapet, samtidig som det skilles mellom normale og unormale poster. Omgrupperingen av resultatet kan deles inn i fire ulike steg basert på Knivsflås rammeverk (2017a):

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapital

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Steg 3: Normale og unormale poster

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

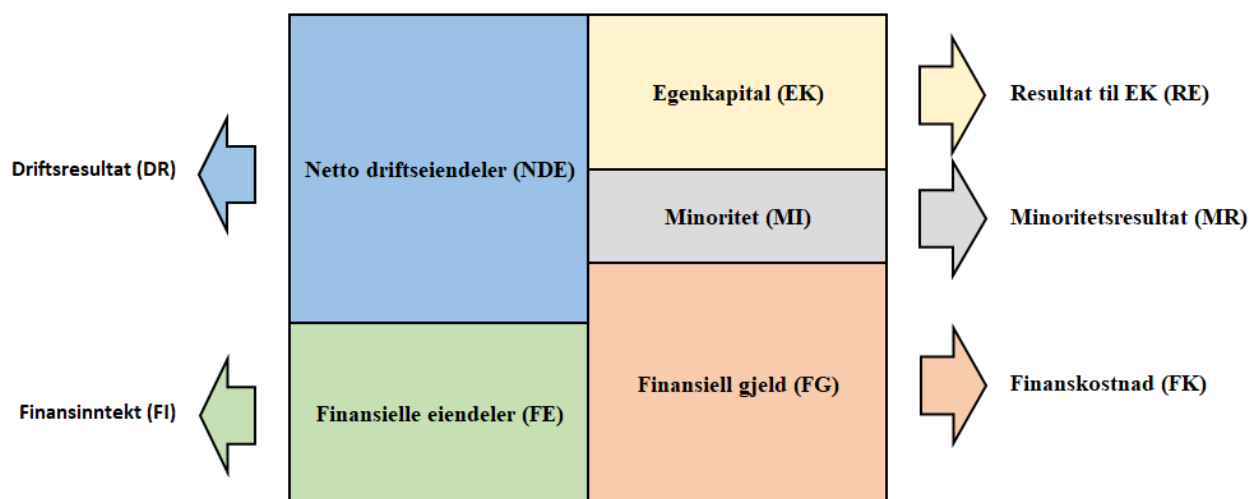
Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat til egenkapital

Hensikten med det første steget er å identifisere det fullstendige nettoresultat til majoritetens

egenkapital (FNR). FNR består av tre ulike resultatelementer. Det første elementet er rapportert årsresultat. Dette er resultatet som tilordnes majoriteten i resultatregnskapet. Etter hovedregelen i IAS 1 skal alle kostnader og inntekter bli resultatført, men IFRS kan tillate eller kreve unntak. Unntakene er det andre elementet som utgjør posteringene som tilsvarer “annet fullstendig resultat” (AFR), AFR rapporteres i totalresultatet etter IFRS. Det siste elementet, kalt “*dirty surplus*” (DSP), utgjør verdiendringer som blir ført direkte mot egenkapitalen, men etter IFRS skal dette i teorien være 0. Likevel føres enkelte endringer direkte mot egenkapitalen uten å gå gjennom totalresultat. Et typisk eksempel på dette er emisjonskostnader.

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Formålet med dette steget er å fordele det fullstendig nettoresultatet på de tilhørende kapitalene i balansen. For å kunne foreta denne fordelingen må en i første omgang identifisere de ulike kildene til resultatet. I bildet nedenfor illustreres de ulike resultatelementene og deres tilhørende kilde:



Figur 2 - Kilder til resultatet

Driftseiendeler (DE) fratrukket driftsrelatert gjeld (DG) tilsvarer netto driftseiendeler (NDE), hvorav det tilhørende resultatelement er driftsresultatet. Det tilhørende resultatelementet for finansielle eiendeler (FE) er finansinntekter (FI), denne inntekten anses ikke å være en del av den langsiktige verdiskapningen i et normalt selskap. NDE og FI utgjør de sysselsatte eiendelene og aktivasiden av i et selskap. Aktivasiden forteller oss noe om hvordan kapitalen er anvendt i selskapet (Penman, 2010, s. 239-246).

Passivasiden forteller hvordan selskapet er kapitalisert og hvilken andel av resultatet som tilhørende de ulike kapitaleierne. Denne siden deles inn i finansiell gjeld og egenkapital. Den finansielle gjeldens krav på kapitalen er finanskostnaden (FK). Egenkapital deles inn i majoritet og minoritet, også kjent som kontrollerende og ikke-kontrollerende eierinteresser, hvor av majoritetens andel av resultatet (RE) tildeles egenkapitaleierne (EK), mens minoritetens andel tilsvarer minoritetsresultatet. I tillegg til det ovennevnte kommer skattekostnaden som holdes utenfor balansen (Penman, 2010, s. 239-246).

Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter

Alle de ulike selskapene har eller har hatt tilknyttede virksomheter. I oljeservicebransjen er det svært vanlig med samarbeidspartnere og joint ventures. De tilknyttede selskapene driver innen samme næring som konsernet og anses derfor som driftsrelatert, følgelig inngår resultatene fra disse i driftsresultatet til de ulike konsernene.

Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet

I utvalget er det kun PGS og BWO som har netto resultat fra diskontinuerlig virksomhet i årene 2010 og 2011. Transaksjonene anses å være utenfor den primære verdiskapningen til selskapene ettersom gevinster og tap fra disse knyttes til salg og avvikling, følgelig klassifiseres dette som finansinntekter og finanskostnader.

Annet fullstendig resultat (AFR)

De mest vesentlige postene i “annet fullstendig resultat” utgjør omregningsdifferanser og verdiendringer knyttet til ulike finansielle instrumenter som aksjer holdt for salg, kontantstrømsikring, rentesikring og finansielle eiendeler. Omregningsdifferanser utgjør hovedsakelig valutaendringer knyttet mot måling av eiendeler i datterselskaper, disse anses derfor å være driftsrelatert (DAFR). Samtlige verdiendringer knyttet til de ulike finansielle instrumentene og øvrige poster betraktes som finansielle (FAFR).

Dirty surplus (DSP)

Dirty surplus fremkommer i svært liten grad for utvalget, og må sees i sammenheng med at selskapene rapporterer etter IFRS. Dette medfører at posten “annet fullstendig resultat (AFR)” fanger opp de fleste endringene ført direkte mot egenkapitalen. Det som ikke blir fanget opp av AFR er klassifisert som unormalt ved omgruppering av resultatregnskapet.

Steg 3: Normale og unormale poster

I dette steget er formålet å normalisere selskapenes regnskap. Ved å klassifisere de ulike

posteringene som inngår i drifts- og finansresultatet inn i normale- og unormale regnskapsposter, skilles engangsposter og andre unormale hendelser ut av de ulike resultatene. Dette gjøres for å avdekke de underliggende økonomiske trendene bedre. Store enkelthendelser som for eksempel en stor kostnad knyttet til en restrukturering eller tapt rettssak kan bidra til å gi et feilaktig bilde av den underliggende driften til et selskap. Prosessen med å skille mellom normale og unormale poster er preget av skjønnsmessige avveininger, men den røde tråden i en slik prosess vil være å utelukke posteringer som ikke kan forventes å gjenta seg (Penman, 2010, s. 394-404). Nedenfor presenteres en liste med de mest vesentlig posteringer vi mener er unormale drifts- og finansposter.

Unormale driftsrelaterte poster

- **Andre driftsrelaterte resultatelement (DAFR)** også kjent som driftsrelatert “*annet fullstendig resultat*” (se “Annet fullstendig resultat” (AFR)). Posteringene som inngår i DAFR anses å være av unormal karakter. Slike justeringer for valuta forventes å være lik 0 i det lange løp. I perioden har den norske kronen svekket seg sterkt mot den amerikanske dollaren, noe som vil forklare de store negative postene for selskapene med datterselskaper i Norge.
- **Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler** klassifiseres som unormal ettersom dette er uvanlige hendelser, samtidig som det antas at selskapene ønsker å drive videre og dermed beholde de driftsrelaterte eiendelene.
- **Avsetninger for tap og forsikringskrav** anses å være unormale driftsrelaterte enkelthendelser.
- **Driftsrelaterte nedskrivninger** anses som en unormal post, da det ikke forventes systematiske nedskrivninger over en lengre periode, dog bærer analyseperioden preg av en rekke nedskrivninger i perioden 2014 - 2015. Dette må sees i sammenheng med oljeprisfallet i midten av 2014, noe som beskrives nærmere i kapittel 6. I lys av dette anses derfor dette som en unormal post.
- **Restruktureringskostnader** er unormale av natur og klassifiseres som unormale driftsrelaterte kostnader.

Unormale finansielle poster:

- **Andre finansielle resultatelement (FAFR)** (se “Annet fullstendig resultat” (AFR)) anses i likhet med sin driftsrelaterte motpart å være unormale.

- **Andre finansinntekter** er en vanlig sekkepost å finne i notene til finansinntekter og finanskostnader, med begrenset informasjon. I mangel av informasjon, størrelse på posten og dens ustabile natur ses det på som hensiktsmessig å klassifisere denne som unormal.
- **Gevinst på nedskrivning eller ved konvertering av obligasjonslån** kommer som følge av en unormal hendelse, og klassifiseres derfor som unormal.
- **Gevinst/tap ved salg av aksjer** klassifiseres som unormal ettersom dette ikke er en del av selskapets hovedvirksomhet
- **Realisert og urealisert gevinst/tap knyttet til finansielle instrumenter.** I denne posten inngår både kontantstrømsikring (valutabytteavtaler) og rentebytteavtaler. Disse forventes over tid å ende i 0 dersom en ikke tar hensyn til kostnaden ved å inngå slike avtaler, samtidig som de ikke bidrar til den langsiktige verdiskapingen i selskapene. Denne samleposten anses dermed å være av unormal finansiell karakter. Et motargument mot dette vil være å påpeke at slike avtaler er nødvendig ved drift på tvers av landegrenser med ulike valuta.

Normale og unormale skattekostnader

Beskatning av offshorenæringen er komplisert og selskapene har et lavt spesifikasjonsnivå på skatt i sine noter. Ved vurdering av hvilke skattekostnader som er normale eller unormale har vi vurdert om postene er vedvarende eller om de kan sees på som enkelthendelser. En vesentlig skattekostnad for Prosafe er “beregnet skatt ved avgang fra norsk rederibeskatningsordning”. Denne posten kan i spores tilbake til en enkelthendelse i 2006, men den reelle skattekostnaden beregnes som 20 % av pålydende “exit skatt”. Vi har valgt å klassifisere denne som normal for årene i analyseperioden ettersom den har vedvart jevnt over perioden. Det skal dog nevnes at denne burde blitt hensyntatt ved en eventuell framskrivning. I mangel av bedre spesifikasjon har unormal skatt i de fleste selskapene blitt satt til 0. Som eksempler på unormal skatt har vi klassifisert DOF sin skattegevinst på 40 MNOK (ca. 6,6 MUSD) i 2014 som gjelder en tilbakeføring av korreksjonsskatt fra 2008 etter en rettssak.

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

For å fordele skattekostnaden må en finne den normaliserte driftsskattesatsen (ndss). Denne finnes ved først å beregne driftsskattesatsen (*dss*) for hvert av årene, og deretter beregne gjennomsnittet av disse satsene. Dersom *dss* skiller seg veldig ut i forhold til andre år kan medianen også benyttes. Driftsskattesatsen beregnes med følgende formel (Knivsfå, 2017a):

Formel for skattesatser:

$$sss = \text{Selskapsskattesats}$$

$$fiss = \text{Finansinntektsskattesats} = sss \times \frac{2}{3}$$

$$ufrss = \text{Skatt på unormalt finansresultat} = fiss$$

$$fkss = \text{Finanskostnadsskattesats} = sss$$

Finansinntekter og unormalt finansresultat er en blanding av skattepliktig og skattefrie finansinntekter og finansresultat, dette resulterer i at en behøver å ta et standpunkt til det skattemessige forholdet mellom disse. Vi antar at kun to tredjedeler beskattes.

Formel for utregning av driftsskattesatsen (*dss*):

$$dss = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

$$dss = \frac{NSK - fiss \times FI - ufrss \times UFR + fkss \times FK}{DR + UDR}$$

NSK = Rapportert skattekostnad – Unormal skattekostnad

FI = Normale finansinntekter

UFR = Unormalt finansresultat

FK = Normale finanskostnader

DR = Normalt driftsresultat

UDR = Unormalt driftsresultat

Finanskostnaden som inneholder rentekostnader fører normalt til skattefradrag, hvorav finanskostnadsskatten tilsvarer redusert skattekostnad. Skatten beregnes som selskapsskattesats (*sss*) multiplisert med finanskostnader. I analyseperioden har vi i utgangspunktet hensyntatt selskapenes hjemting ved fastsettelse av selskapsskattesatsen, slik at PGS og DOF som er registrert i Norge har norsk selskapsskattesats på 28 % i 2010 fallende til 25 % i 2016. De utenlandske registrerte selskapene, Songa Offshore, Prosafe, BW Offshore og Polarcus, har

Samlet fått selskapsskattesats tilsvarende kypriotisk sats på 10 % i 2010 økende til 12,5 % i 2016. Av nevnte opplyser BW Offshore og Polarcus selv om en skattesats varierende fra 0-35 % da de er registrert i såkalte *lavskatteland* med 0 % i selskapsskatt. Likevel anser vi det som urimelig at selskapene ikke har posisjonert seg slik at de får skattefradrag for finanskostnader, og velger derfor å sette deres skattesats på den tilsvarende Songa Offshore og Prosafe.

På grunn av svært varierende dss fra år til år i flere av selskapene har vi vurdert selskapene opp mot hverandre og hensyntatt gjeldende selskapsskattesatser og rammeverk for beskatning, og korrigert til en *ndss* som vi mener gir et mer rettmessig bilde.

Disse justeringene og vurderingene rundt fordeling av skatt vil påvirke nøkkeltallene i analysen, hvorav *ndss* påvirker netto driftsrentabilitet og *sss* påvirker rentedekningsgraden. Selv om en justering fra for eksempel 25 % til 20 % har effekt på hvert år isolert sett, vil det samlet sett over analyseperioden ikke påvirke gjennomsnittet betydelig. Se appendiks 1 og 2 for sensitivitetsanalyse av skattenivåer.

3.3.2.2 Omgruppering av balanseregnskapet

Kapitalstruktur er sammensetningen av gjeld og egenkapital som finansierer selskapets eiendeler (Berk & DeMarzo, 2014, s. 479) og presenteres ved et balanseregnskap. Egenkapitalen består i hovedsak av innskutt og opptjent kapital som tilhører aksjonærene. Rent regnskapsteknisk er egenkapital et residualt begrep, hvor egenkapitalen bestemmes av eiendeler minus gjeld (Picker et al., 2016, s. 11). Målet med å omgruppere balansen er å øke fokuset på de verdiskapende aktivitetene, da dette vil gi et bedre utgangspunkt for nøkkeltallsanalysen. Verdiskapningen skjer ved at selskaper sysselsetter kapitalen, og det er derfor ønskelig å få en balanseoppstilling med fokus på sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Omgrupperingen skjer her i fire steg (Knivsflå, 2017b).

Steg 1. Eventuelt avsett utbytte klassifiseres som egenkapital

Denne omgrupperingen gjelder kun selskaper som fører regnskap etter norsk grunnleggende regnskapsprinsipp (NGRS), hvor avsatt utbytte kan balanseføres som kortsiktig gjeld. Dette er ikke tillatt etter IFRS som alle selskapene i utvalget følger. Denne omgrupperingen blir derfor ikke relevant.

Steg 2. Klargjøre drift og finans i totalbalansen

I dette steget ønsker vi å omgruppere balansen slik at vi får et skille mellom drift og finans, og her er det viktig at poster som relaterer på kryss av hverandre i balanse og resultat er klassifisert

i samsvar med hverandre. Aktivasiden av balansen kan deles opp i driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Eiendelene kan så deles ytterligere inn i driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler, og omløpsmidler. Passivasiden blir delt opp i egenkapital, minoritets-interesser, og driftsrelatert- og finansiell gjeld. Videre så skilles det mellom gjeld av langsiktig og kortsiktig karakter. Nedenfor listes de mest vesentlige postene som vil inngå i de aktuelle fellesbetegnelsene:

Aktivasiden - Eiendeler	Passivasiden - Egenkapital og gjeld
<p>Driftsrelaterte anleggsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Varige driftsmidler, immaterielle eiendeler, tilknyttede selskaper, andre driftsrelaterte anleggsmidler 	<p>Egenkapital:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Majoritetens andel av egenkapital
<p>Driftsrelaterte omløpsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Varer, kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer 	<p>Minoritetsinteresser:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Minoritetens andel av egenkapital
<p>Finansielle anleggsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Langsiktige finansielle fordringer og langsiktige finansielle investeringer 	<p>*Driftsrelatert gjeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Langsiktig driftsrelatert gjeld, kortsiktig driftsrelatert gjeld, annen langsiktig rentefri gjeld og avsetning for krav
<p>Finansielle omløpsmidler:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Finansielle fordringer, investeringer, diskontinuerlig virksomhet (netto), kontanter og bankinnskudd 	<p>*Finansiell gjeld:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Langsiktig finansiell gjeld, kortsiktig finansiell gjeld

Tabell 1 - Skille mellom drift og finans i totalbalansen.

* Om gjelden er direkte rentebærende er gjelden klassifisert som finansiell gjeld.

Steg 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Totalbalansen utarbeidet i foregående steg vil videre bli benyttet for å beregne sysselsatt kapital, som består av den innskutte kapitalen egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Med andre ord er sysselsatt kapital den kapitalen som tilhører og er sysselsatt av eiere og finansielle långivere. Ettersom driftsrelatert gjeld (DG) er forpliktelser som har oppstått i sammenheng med den daglige driften, så representerer den ikke sysselsatt kapital. Denne skilles derfor ut og trekkes fra driftsrelaterte eiendeler (DE) slik at vi får netto driftsrelaterte eiendeler (NDE). Nedenfor er grunnlaget for utregning og en illustrasjon av transformasjonen fra totalkapital til sysselsatt kapital illustrert.

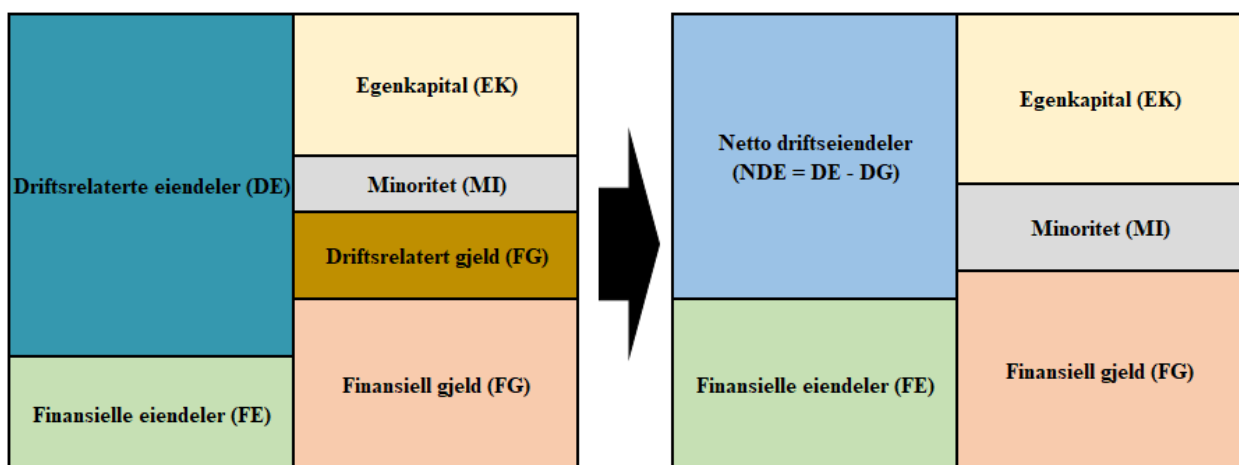
Begrepsavklaring:

Sysselsatt kapital = Egenkapital + Minoritet + Finansiell gjeld

Sysselsatte eiendeler = Netto driftseiendeler + Finansielle eiendeler

Netto anleggsmidler = Driftsrelaterte anleggsmidler – Langsiktig driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert arbeidskapital = Driftsrelaterte omløpsmidler – Kortsiktig driftsrelatert gjeld

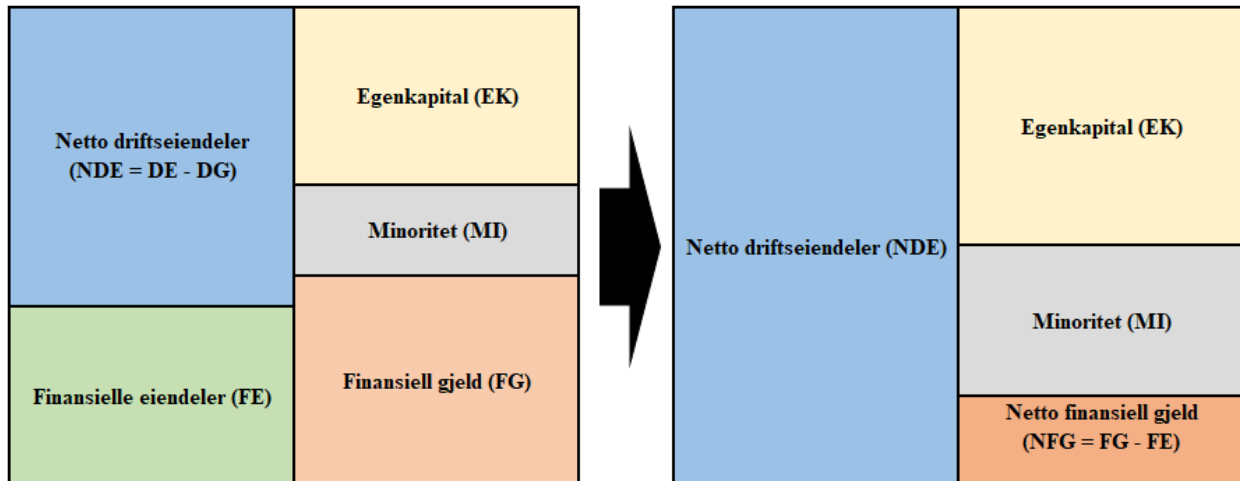


Figur 3 - Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Selskapets netto driftskapital utgjør den kapitalen som er “direkte” investert i driftsaktivitetene, og består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld (NFG). De finansielle eiendelene er i prinsippet eiendeler som selskapet har utover det som anses som nødvendig for daglig drift, og de vil derfor være eiendeler som i prinsippet raskt kan likvideres for å betale

ned selskapets finansielle gjeld. Følgelig vil finansielle eiendeler bli trukket fra på den finansielle gjelden ved overgang til netto driftskapital, slik at vi får netto finansiell gjeld (NFG), egenkapital og minoritetsinteresser på høyre side av balansen. På venstre side gjenstår da netto driftseiendeler (NDE) som er finansiert av netto driftskapital (NDK). En illustrasjon av nevnte transformasjon er vist nedenfor.



Figur 4 - Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

3.3.3 Analyse av målefeil og justering

Justering for målefeil gjennomføres ved å endre på rapporterte regnskapstall slik at de bedre reflekterer underliggende økonomiske forhold i selskapet. Før justering må en med andre ord vurdere hvor godt regnskapet representerer dette. Det skilles typisk mellom tre ulike former for målefeil (Knivsflå, 2017c og Palepu et al., 2013, s. 136-163):

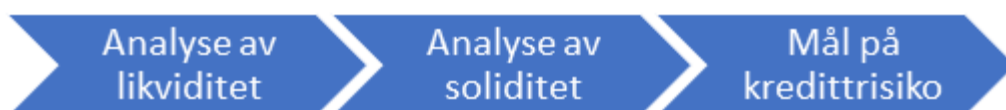
- 1) Avvik fra hovedidealet virkelig verdi ved regnskapsføring etter historisk kost.
- 2) Avvik som skyldes at IFRS tillater regnskapsføring av noe annet enn hovedidealet.
- 3) Avvik mellom det rapporterte og IFRS, som følge av kreativ regnskapsføring.

Alle selskapene i utvalget er børsnoterte og har trolig vært gjennom grundig revisjon, samt at de er under oppsyn fra flere ulike interessenter. Det er derfor ikke grunnlag for å mistenke at målefeil type 3 foreligger. Ved justering for målefeil er det også fare for tilføring av mer støy i tallmaterialene om det justeres for poster som ikke klart kan tallfestet i årsrapportene. Det er derfor lagt stor vekt på relevansen til eventuelle poster som kunne vært justert. IFRS skiller mellom operasjonell og finansiell leasing, hvor forskjellen går på balanseføring av hele avtalen ved å øke eiendeler og langsiktig rentebærende gjeld. Dersom leasingavtalen klassifiseres som

operasjonell kan slik kapitalisering unnlates. Grunnet omfanget av oppgaven i sin helhet, og den relativt lave påvirkningen en slik kapitalisering ville hatt for de selskapene som har slik operasjonell leasing, har vi valgt ikke å foreta en justering for målefeil type 2. Siden IFRS-rapportering i hovedsak baserer seg på virkelig verdi som hovedideal, vil det ikke bli foretatt noen justeringer av målefeil type 1.

3.3.4 Nøkkeltallsanalyse

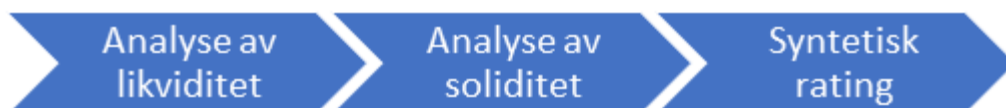
Analysen av de økonomiske faktorene blir foretatt ved å studere et utvalg av finansielle nøkkeltall over en periode forut for restruktureringene. Deretter vil selskapenes prestasjoner i disse nøkkeltallene bli summert opp til en kredittrisiko, som gir en indikasjon på den underliggende selskapsspesifikke risikoen. Nøkkeltallsanalysen kan deles inn i tre deler;



Figur 5 - Mål på kredittrisiko

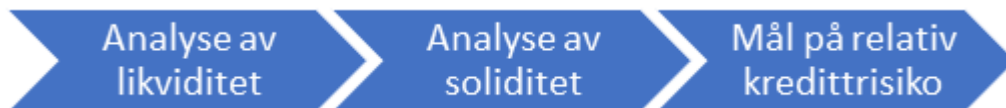
Analysen av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko i selskapet, og vurderer om den har tilstrekkelig likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller. Soliditetsanalysen fokuserer på den langsiktige kredittrisikoen, og vurderer om selskapet er finansiert slik at det evner å stå imot en lengre periode med tap. Deretter benyttes informasjonen hentet ut fra analysen av de forskjellige nøkkeltallene til å gi selskapet et mål på kredittrisiko ved hjelp av to ulike metoder.

Den første metoden vil bruke et utvalg av nøkkeltallene fra likviditets- og soliditetsanalysen til å gi selskapet en syntetisk rating, som nevnt representert ved en karakter tilsvarende den av kredittratingbyråer. Ulempen med denne metoden er at den muligens ikke vil gi oss den nødvendige variasjonen til å rangere selskapene opp mot hverandre, ettersom karakteren blir utarbeidet med bakgrunn i statistisk informasjon for det norske markedet i sin helhet.



Figur 6 - Syntetisk rating

Når selskapenes kredittrisiko skal måles opp mot utfallene av restruktureringene vil det være uheldig om flere selskaper får samme karakter. Vi har derfor valgt å inkludere ytterligere en metode for å kunne vurdere selskapenes relative kredittrisiko. Denne metoden vil benytte seg av to ekstra nøkkeltall som vi anser som viktige med tanke på syklikaliteten til oljeservicenæringen. Til forskjell fra den syntetiske ratingen vil selskapene her bli vurdert opp mot hverandre og få poeng deretter, og vi vil dermed oppnå en rangering fra 1 til 6 som lettere kan settes opp mot utfallene av restruktureringene. Dette vil da være et mål på selskapenes relative kredittrisiko.



Figur 7 - Mål på relativ kredittrisiko

Nøkkeltallsanalysen består dermed av to metoder for å gi et mål på kredittrisikoen til selskapene i utvalget. Dette kan anses å være et samlet mål på prestasjoner, som vil bli vurdert opp mot utfallene av restruktureringene for å se om det har hatt noen påvirkning. Vurderingen opp mot utfallene tar utgangspunkt i økonomisk teori, hvor det forventes at tapet blir større for aksjonærer og kreditorer i de selskapene som har tatt større risiko og prestert dårligere sammenlignet med de andre.

Regnskapsåret 2016 er naturligvis ikke inkludert i den syntetiske ratingen og det utvidede rammeverket, da disse tallene inkluderer året hvor restruktureringene ble gjennomført. Følgelig vil analyseperioden bestå av regnskapstall fra 2010-2015.

3.3.4.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse tar sikte på å avdekke selskapets betalingsevne, og innebærer en kartlegging av selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelse ved forfall (Kristoffersen, 2012, s. 491-494). Desto mer likvide midler et selskap har i forhold til sine kortsiktige krav, desto lavere er risikoen for finansiell krise. Således er det essensielt for et selskap å ha evne til å imøtekomme sine forpliktelse for å kunne utnytte lønnsomme forretningsmuligheter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, s. 211-212). I oppgavens rammeverk for likviditetsanalyse foretas en vurdering av gjeldsdekning i balansen og gjeldsdekning gjennom resultat. I førstnevnte inngår nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og finansiell gjeldsdekning, mens sistnevnte består av nøkkeltallet rentedekningsgrad.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er som nevnt et mål på gjeldsdekning i balansen. En analyse av nøkkeltallet forteller hvorvidt selskapet vil være i stand til å betale sine kortsiktige forpliktelser ved hjelp av driftsrelaterte- og finansielle omløpsmidler. Tommelfingerregelen for likviditetsgrad 1 er at den skal være større enn 2, men gjennomsnittet for bransjen vil som oftest være et langt bedre mål på en god likviditetsgrad 1 enn denne tommelfingerregelen. Svakheten til nøkkeltallet er dets fokus på dekning av kortsiktig gjeld med omløpsmidlene, da et salg av de driftsrelaterte omløpsmidlene som inngår i denne samleposten i teorien på sikt ville ført til produksjonsstopp, gitt at ikke det foretas nye investeringer i driftsrelaterte omløpsmidlene (Petersen et al., 2017, s. 231-232). Et selskap med en høy likviditetsgrad vil ha en lavere kredittrisiko enn et tilsvarende selskap med en relativt lavere likviditetsgrad. Nøkkeltallet beregnes på følgende måte:

Formel for likviditetsgrad 1:

$$lg1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler *FOM = Finansielle omløpsmidler*

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld *KFG = Kortsiktig finansiell gjeld*

Finansiell gjeldsdekning

Det andre nøkkeltallet som inngår i likviditetsanalyse er den finansielle gjeldsdekningen. Den finansielle gjeldsdekningen forteller i hvor stor grad selskapene vil evne å betjene den finansielle gjelden på lengre sikt. En finansiell gjeldsdekning høyere enn 1 vil tilsi at selskapet evner å betale ned all finansiell gjeld ved salg av finansielle eiendeler, og dermed ikke skade driften grunnet salg av driftseiendeler. Dette vil være svært gunstig dersom selskapet står overfor en vedvarende nedgangsperiode (Knivsfå, 2017d). En høy finansiell gjeldsdekning vil tilsi en lavere kredittrisiko, alt annet likt, og beregnes på følgende måte:

Formel for finansiell gjeldsdekning:

$$fgd = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}} = \frac{FE}{FG}$$

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad måler selskapets evne til gjeldsdekning gjennom resultat. Nærmere bestemt forteller rentedekningsgraden i hvilken grad selskapet evner å betale sine netto finanskostnader gjennom selskapets nettoresultat til sysselsatt kapital. Som forklart i delkapittel 3.3.2 utgjør nettoresultat til sysselsatt kapital resultatpostene netto driftsresultat pluss netto finansinntekt. Alt annet likt vil et selskap med en høyere rentedekningsgrad ha en lavere kredittrisiko (Knivsflå, 2017d). Rentedekningsgraden beregnes på følgende måte:

Formel for rentedekningsgrad:

$$rdg = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

3.3.4.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse har som hensikt å måle selskapets evne til å betale sine fremtidige forpliktelser og evnen til å tåle fremtidige tap. Med andre ord forsøker soliditetsanalysen å avdekke selskapets evne til å tåle en lengre nedgangsperiode, ved å se på selskapets lønnsomhet over tid og finansieringen av driften. Et selskap med en svak soliditet vil således være svært utsatt for en finansiell krise og en påfølgende konkurs. Det vil si at et selskap med en høy lønnsomhet og lav gjeldsgrad vil tilsi en lavere kredittrisiko (Kristoffersen, 2012, s. 488-491). Denne analysen vil bestå av tre ulike nøkkeltall som hver tar for seg ulike aspekter av selskapene; egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og “*leverage ratio*”.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten måler i hvor stor grad et selskap er finansiert med egenkapital, og er således et indirekte mål på gjeldsgraden til et selskap (Palepu et al., 2013 s. 197). Beaver (1966) viste at gjeldsgraden har en svært høy forklaringskraft på kommende konkurs. Årsaken til dette

er at egenkapitalen fungerer som en buffer mot tap, et selskap med høy egenkapital vil ha muligheten til å føre tap mot egenkapital fremfor å gå konkurs. Alt annet likt vil et selskap med en høyere egenkapitalprosent ha en lavere kredittrisiko. Egenkapitalprosenten beregnes på følgende måte:

Formel for egenkapitalprosent

$$ekp = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}} = \frac{EK + MI}{TK}$$

Netto driftsrentabilitet

Det andre nøkkeltallet som inngår i soliditetsanalysen er netto driftsrentabiliteten. Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomhet og kan i likhet med andre mål på lønnsomhet dekomponeres i to. Denne dekomponeringen er kjent fra DuPont modellen og innebærer at målet på lønnsomhet sies å kunne stamme fra to ulike kilder i selskapet, gjennom marginen og omløpshastigheten. Hvorav marginen måler lønnsomheten og omløpshastigheten måler effektiviteten på produktene og tjenestene solgt av selskapet. Lønnsomheten måles ved å se på hvor mye kapitalen kaster av seg i form av rente, derav rentabilitet. Dette gjør at en kan sammenligne på tvers av selskaper og avgjøre hvilket selskap som er best, alt annet likt.

Netto driftsrentabiliteten måler avkastning på kapitalen netto driftseiendeler, og gir en indikasjon på lønnsomheten til den underliggende driften i selskapet. En forutsetning for fortsatt drift er at det forekommer verdiskapning gjennom driften, altså en positive netto driftsrentabilitet. En rentabilitet over kravet blir kalt superprofitt og er et mål på strategisk fordel. En høyere *ndr* vil gi en lavere kredittrisiko, alt annet likt (Penman, 2010, s. 316 og 371-372). Netto driftsrentabilitet er beregnet på følgende måte:

Formel for netto driftsrentabilitet:

$$ndr = \frac{NDR_t}{\left(NDE_{t-1} - \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}\right)}$$

NDR = Netto driftsresultat

NDE = Netto drifseiendeler

Leverage Ratio

Det tredje nøkkeltallet innefor soliditetsanalysen er “*leverage ratio*”, som i oppgaven er definert som netto finansiell gjeld (NFG) over driftsresultat før avskrivninger og amortisering (EBITDA). EBITDA anses å være en god proxy for den den frie kontantstrømmen fra drift, og nøkkeltallet vil derfor være et godt mål på selskapets evne til å tilbakebetale gjeld (Petersen et al., 2017, s. 225). Nøkkeltallet er også inkludert i analysen fordi dette er et klassisk mål på gearing som brukes mye i gjeldsbetingelser (Kaldestad & Møller, 2016, s. 406). Jo høyere “*leverage ratio*”, jo høyere kredittrisiko, alt annet likt. Formelen for beregningen av “*leverage ratio*” er dermed:

Formel for leverage ratio:

$$LR = \frac{\text{Finansiell gjeld} - \text{Finansielle eiendeler}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og amortisering}} = \frac{NFG}{EBITDA^*}$$

EBITDA er beregnet som "driftsresultat før skatt + avskrivninger"

3.3.4.3 Mål på kredittrisiko

Som nevnt vil de utvalgte nøkkeltallene bli benyttet til å gi selskapene et mål på kredittrisiko ved hjelp av to ulike metoder, henholdsvis syntetisk rating og relativ kredittrisiko.

Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen vil bli utarbeidet med bakgrunn i Kjell Henry Knivsflås rammeverk for syntetisk rating, slik det fremlegges i hans kurs regnskapsanalyse og verdivurdering (BUS440) ved Norges Handelshøyskole. Knivsflå har på bakgrunn av en statistikk produsert av Standard & Poor's, som viser sammenhengen mellom kredittrating og ulike nøkkeltall, utviklet en tabell over nøkkeltall med tilhørende kredittrating rettet mot norske forhold. Den syntetiske ratingen er som nevnt bygd opp av to elementer, en analyse av den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsanalysen. Den kortsiktige likviditetsrisikoen består av nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad, og den langsiktige soliditetsrisikoen består av nøkkeltallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Resultatene fra nøkkeltallsanalysene settes deretter opp mot tabellen nedenfor som viser tilhørende kredittrating (Knivsflå, 2017d).

#	Rating	lg1	rdg	ekp	ndr
1	AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
2	AAA/AA	8,900	11,600	0,895	0,308
3	AA	6,200	6,300	0,850	0,266
4	AA/A	4,600	4,825	0,755	0,216
5	A	3,000	3,350	0,660	0,166
6	A/BBB	2,350	2,755	0,550	0,131
7	BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
8	BBB/BB	1,450	1,690	0,380	0,082
9	BB	1,200	1,220	0,320	0,068
10	BB/B	1,050	1,060	0,270	0,054
11	B	0,900	0,900	0,220	0,040
12	B/C	0,750	0,485	0,175	0,026
13	CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
14	CCC/CC	0,550	-0,345	0,105	-0,002
15	CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
16	CC/C	0,450	-1,170	0,030	-0,030
17	C	0,400	-1,158	-0,020	-0,044
18	C/D	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
19	D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 2 - Kredittratingtabell. (Knivsflå, 2017d – forelesning 8 – s. 81)

Skillet mellom 7 og 8 representerer skillet mellom “Investment grade” (1 til 7) og “speculative grade” (8-19). I tabellen er det ikke noe klart skille mellom AAA- og AA +, slik det normalt er i rammeverkene til Standard & Poor’s. Dette fører til at det klare skillet mellom “investment grade” og “speculative grade” (også kalt “high yield”) ikke er like tydelig. Vi har derfor valgt å kalle stadiet mellom AAA og AA for AAA/AA, og alle ratinger fra BBB/BB til C kategoriseres som “speculative grade”.

Relativ kredittrisiko

Analysen av selskapenes relative kredittrisiko blir foretatt ved bruk av et egenutviklet rammeverk som tar utgangspunkt i de samme nøkkeltallene som den syntetiske ratingen, og i tillegg nøkkeltallene finansiell gjeldsgrad og “leverage ratio”. Dette blir gjort med utgangspunkt i litteratur om konkursprediksjon fra Beaver (1966), Altman (1968) og Ohlson (1980) hvor det blant annet kommer frem at nøkkeltall kan være gode til å predikere konkurs. Utvalget av nøkkeltall varierer imidlertid i studiene. Vårt utvalg av nøkkeltall er som kjent basert på rammeverket for den syntetiske ratingen og to ekstra nøkkeltall som vi anser som viktige sett i lys av den analyserte næringens sykliske karakter. Til forskjell fra den syntetiske ratingen vil selskapene få en rangering basert på deres relative prestasjoner i nøkkeltallene, som igjen vil bli vektet ulikt på bakgrunn av en vurdering opp mot økonomisk teori.

Selskapene vil få tildelt en rangering som *best*, *middels* eller *dårligst* i hvert nøkkeltall, som tilsvarer henholdsvis 3, 2 eller 1 poeng. Følgelig vil det i hvert nøkkeltall være to selskaper innenfor hver av de gjeldende rangeringene. Bakgrunnen for at vi har satt en maks- og

minimumsgrense på henholdsvis 3 og 1 poeng kontra 6 og 1 poeng, er at det ikke ønskes at et selskap skal bli straffet for mye i de tilfellene hvor mindre forskjeller skiller den beste fra den dårligste i de aktuelle nøkkeltallene. Poengene vil deretter bli vektet, og summen av selskapenes vektete poeng vil gi en total rangering som indikerer selskapenes relative kredittrisiko. På denne måten får vi vurdert selskapenes historiske prestasjoner i de ulike nøkkeltallene opp mot hverandre, og vi får en rangering som kan settes direkte opp mot utfallene av restruktureringene.

Likviditetsanalysen tar sikte på å avdekke selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser. Likviditetsgrad 1 (lg1) anses som et viktig nøkkeltall og får en vekt på 12 % grunnet behovet for tilstrekkelig likviditet i en bransje hvor lønnsomheten kan svinge veldig. Den finansielle gjeldsgraden sier som nevnt noe om selskapets evne til å betjene den finansielle gjelden på lengre sikt uten å påvirke driften i betydelig grad, og har derfor fått tildelt en vekt tilsvarende 12 %. Det siste nøkkeltallet fra likviditetsanalysen er rentedekningsgrad (rdg). Det er også nødvendig at selskapet er i en posisjon hvor det evner å betale rentekostnader løpende med netto resultatet til sysselsatt kapital, og denne har blitt vektlagt med 8 %. Totalt gis likviditetsanalysen en vekt på 32 %.

Soliditetsanalysen avdekker selskapets evne til å betale sine fremtidige forpliktelser og evnen til å tåle fremtidige tap, og er således en god indikator på hvorvidt selskapet er "liv laget". Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomhet, og dermed en forutsetning for fortsatt drift. Viktigheten medfører at vi har valgt en vekt på 32 % for dette nøkkeltallet. I kapittel 6 kommer det frem at bransjen er særdeles kapitaltung, dette kombinert med den sykliske naturen gjør at høy gearing kan slå svært uheldig ut i en nedgangskonjunktur. Av den grunn anses egenkapitalprosent å være viktig, da en i nedgangsperioder vil kunne tære på egenkapital eller ha muligheten til å inngå nye lån uten å få for stor gjeldsbyrde. Vektingen her blir derfor 24 % i rammeverket. Det siste nøkkeltallet fra soliditetsanalysen er "*leverage ratio*". Begrunnet med den utstrakte bruken av dette som et krav i gjeldsbetingelsene anvender vi en vekting på 12 % for dette nøkkeltallet. Soliditetsanalysen i sin helhet gis derfor en vekt tilsvarende 68 %. I tabell 3 nedenfor oppsummeres vektingen av de ulike nøkkeltallene fra likviditets- og soliditetsanalysene.

	Likviditetsanalyse 32%			Soliditetsanalyse 68%		
Nøkkeltall	lg1	Finansiell gjeldsgrad	rdg	ekp	ndr*	Leverage ratio
Vekt	12 %	12 %	8 %	24 %	32 %	12 %

Tabell 3 - Vekting av de ulike nøkkeltallene.

*Netto driftsrentabilitetens (ndr) gjennomsnittet er beregnet for perioden 2011 til 2015 for dette nøkkeltallet.

3.4 Restrukturering eller konkurs

Målene på kredittrisiko sier noe om sannsynligheten for finansiell krise, med påfølgende konkurs eller restrukturering av selskapet. Dersom verdien av fortsatt drift er høyere enn likvidasjonsverdien vil en restrukturering være det mest gunstige for aktørene involvert i selskapet, mens i det motsatte tilfelle vil det mest gunstige være å begjære selskapet konkurs for å likvidere dets eiendeler. Likvidasjonsverdien er den estimerte netto verdien av et selskap hvis alle eiendelene blir solgt og tilhørende gjeld betalt ned (Petersen et al., 2017, s. 328).

3.4.1 Konkurs

Konkurs er et juridisk begrep som omtaler den økonomiske situasjonen insolvens, når en skyldner (selskapet i dette tilfellet) er både illikvid og insuffisient (Kaldestad & Møller, 2016, s. 394). Likviditet omhandler foretakets evne til å møte sine kortsiktige forpliktelser ved forfall (Loen, 2014). Illikviditet vil derfor være når foretaket ikke kan møte sine forpliktelser løpende ved forfall, men dette kan skyldes midlertidige forhold som for eksempel et uheldig forløp av inn- og utbetalinger. For at et selskap skal være insolvent må det derfor også være insuffisient for å forsikre om at betalingsudyktigheten ikke er forbigående. Insuffisiens er når gjelden overstiger verdien av eiendelene, fordi det da vil være varig ute av stand til å gjøre opp for seg. Det vil alltid være en mulighet for at verdien av eiendelene kan gå opp, men de kan også falle ytterligere i verdi, og da spesielt i en syklisk næring. Denne spekulasjonen kan ikke eierne gjøre for kreditors regning. Verdiene av eiendelen skal forøvrig vurderes til gjenvinnbart beløp, altså

vanlig salgsverdi som maksimerer verdien for kreditorene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 394-395).

3.4.2 Restrukturering

En restrukturering kan ta for seg det operasjonelle eller det finansielle, hvorav fokuset da vil være på hver sin side av balansen. En operasjonell restrukturering vil ha fokus på å sikre og bedre lønnsomheten, mens målet med en finansiell restrukturering vil være å forhandle frem en bærekraftig kapitalstruktur med kreditorene (Garrido, 2012, s. 13). Hvis den underliggende driften til et selskap i finansiell krise i utgangspunktet er positiv, betyr ikke dette at selskapet kun kan fokusere på en finansiell restrukturering. Kreditorene vil kreve at det foretas tiltak for å forbedre lønnsomheten (Petersen et al., 2017, s. 410). Følgelig vil operasjonell og finansiell restrukturering overlappe hverandre, og må således sees i sammenheng.

En operasjonell restrukturering vil basere seg på strukturelle endringer i selve driften, for å redusere kostnader, stabilisere kontantstrømmer og sikre økonomisk levedyktighet (Arzac, 2005, s. 243). Eksempler på operasjonelle tiltak kan være nedbemanning og kutt i investeringer.

Hensikten med den finansielle restruktureringen er å redusere gjeldsbyrden på selskapets kontantstrøm for å gjøre den konsistent med betalingsevnen (Arzac, 2005, s. 243). Fokuset ved den finansielle restruktureringen ligger med andre ord på kapitalstrukturen og selskapets finansiering, som består av gjeld og egenkapital.

3.4.3 Kapitalstruktur

Et selskap har to ulike kilder til ekstern kapital, opptak av gjeld og innhenting av aksjekapital via egenkapitalemisjoner. Den samlede gjelden til et selskap kan bestå av en rekke ulike gjeldsinstrumenter av kortsiktig eller langsiktig karakter, som kan være sikret eller usikret, og ha ulik prioritet. Sikkerhet for lån kan stilles gjennom pant i selskapets eiendeler, kausjoner eller garantier/erklæringer. De typiske gjeldsinstrumentene i balansen til et børsnotert foretak er banklån/kredittfasiliteter, obligasjoner, leverandørgjeld og utsatt- og betalbar skatt.

Banklån

Banklånet/kredittfasilitetene har avtalte avdrag og renter, og benyttes gjerne av selskapene for å kjøpe en spesifikk eiendel som igjen stilles som sikkerhet for lånet gjennom pant (Petersen et al., 2017, s. 375). Sikkerhet kan også ytes ved kausjoner eller andre garantier. Langsiktige lån med faste avdrag danner gjerne fundamentet for fremmedkapitalen i kapitalstrukturen, og

eksempler på slike lån innenfor offshorenæringen kan være revolverende kredittfasilitet og eksportkreditt med garantistordninger (GIEK, 2017). Banklån og kredittfasiliteter kan også ytes uten sikkerhet, men som et alternativ til dette kan selskapet velge å utstede usikrede obligasjoner.

Obligasjoner

Obligasjoner er som regel et stort rentebærende lån som blir utstedt og omsatt i markedet, hvor investorer kan kjøpe deler av lånet. Dette vil gi obligasjonsinvestor en rett på kupong, samt pålydende verdi ved forfall. Obligasjoner finnes også i andre former, eksempelvis konvertible obligasjoner og nullkupongobligasjoner, og alle disse ulike gjeldstypene kan være med og uten kjøps-/salgsopsjoner knyttet til selve lånet (Berk & DeMarzo, 2014, s. 170). Konvertible obligasjoner er en hybrid mellom egenkapital og gjeld, hvor obligasjonen utstedes som gjeld, men investoren får også rettigheten til å konvertere deler eller hele lånet til aksjer til en gitt pris (Berk & DeMarzo, 2014, s. 852-853). Nullkupong-obligasjoner er lån som kun betaler tilbake en sum ved forfall (Berk & DeMarzo, 2014, s. 710-711). Kjøpsopsjoner gir debitor retten til å kjøpe, mens salgsopsjoner gir kreditor retten til å selge, tilbake lånet innenfor et gitt tidspunkt/tidsramme (Bodie et al., 2014, s. 448-449).

I hvilken grad disse finansielle instrumentene kan sees på som egenkapital eller gjeld vil avhenge av gjeldsbetingelsene, eksempelvis kan en konvertibel obligasjon i realiteten være tilnærmet identisk annen egenkapital ved å inneha alle de samme egenskapene, som rett til dividende og lignende. Grunnet informasjonsasymmetri ved utstedelse av ny egenkapital og økt fare for finansiell krise ses ofte konvertibel gjeld på som et attraktivt alternativ til ny egenkapital eller ren gjeld (Stein, 1992, s. 3-5). Muligheten for konvertering til egenkapital gir kreditor en opsjonsverdi, gitt et perfekt marked vil dette føre til en lavere rente på den konvertible gjelden for ikke å gjøre gjelden mer gunstig for kreditor enn et vanlig obligasjonslån vil være (Berk & DeMarzo, 2014, s. 852-855).

Egenkapital

Innhenting av egenkapital for større selskaper skjer i første omgang gjennom en børsnotering, kalt IPO "*initial public offering*". Ved børsnotering kan nye eller gamle aksjer selges, henholdsvis kalt "*primary offering*" og "*secondary offering*". Ved utstedelse av nye aksjer utvannes gamle aksjonærer så fremt ikke aksjene selges til markedsverdi, mens under en *secondary offering* selger gamle eiere deler av sin eierandel av selskapet (Berk & DeMarzo, 2014, s. 812).

Hvis et børsnotert selskap skulle ha behov for mer egenkapital gjennom salg eller utstedelse av flere aksjer, kalles disse SEOs “*seasoned equity offerings*” eller emisjon på norsk. Som et alternativ til en SEO kan selskapet foreta en rettet emisjon, dette er en emisjon hvor en eller en gruppe utpekte investorer får anledning til å kjøpe seg inn i selskapet. Utover en rettet emisjon, vil emisjoner hovedsakelig skje på tre ulike måter, gjennom fortrinnsrettsemisjon, utstedelse av tegningsrettigheter med garantistordning hvor garantister garanterer for fulltegning, eller ved en emisjon hvor alle rettigheter selges direkte til en eller flere garantister, kjent som “*underwriters*”, som deretter selger disse videre til markedet i en såkalt “*cash offering*” (Eckbo & Masulis, 1992, s. 293-294).

Ved fortrinnsrettsemisjon og garantistordninger med full dekning har de gamle eierne anledning til å beholde eierandelen i selskapet så fremt de benytter seg av rettigheten til å tegne aksjer. I den engelske litteraturen benyttes ordet “*warrants*”, i oppgaven benyttes i stedet ordet tegningsrett ettersom konteksten av bruken er knyttet til tegningsrett til aksjer. Videre defineres ordet tegningsrett som en fortrinnsrett til å kjøpe en eller flere nye aksjer ved kapitalforhøyelse (Knudsen, 2009).

Ved kapitalforhøyelse kan som nevnt tidligere eierandelen endres. En slik endring kalles utvanning. Dette vil ha en negativ formueseffekt på eieren, så fremt ikke aksjonærene blir kompensert for dette. En kompensasjon kan forekomme på ulike måter. Ved salg av nye aksjer til markedet, altså en kapitalforhøyelse, vil det være nødvendig å selge disse aksjene til markedsverdi. Forutsetningen i et slikt scenario er at selskapet evner å investere den nye egenkapital til den gamle egenkapitalrentabiliteten (Berk & DeMarzo, 2014, s. 498). Om selskapet i stedet velger å anvende en fortrinnsrettsemisjon vil aksjonærene ha tre ulike muligheter for å ivareta formuen sin. Den første vil være å delta i emisjonen i like stor grad som eierandelen gir rettighet til, den andre vil være å selge tegningsrettighetene til markedspris og dermed selge seg ned i selskapet, men likevel ivareta formuen. Den siste muligheten vil være en kombinasjon av de to foregående alternativene.

3.4.4 Aktørenes bidrag i restrukturering

Med bakgrunn i kapitalstrukturen kan vi gjenkjenne tre aktører i et typisk børsnotert foretak. Henholdsvis banker og obligasjonseiere som står for gjelden, og aksjonærer som står for egenkapitalen. Det er flere mulige løsninger disse aktørene kan bidra med, og eksempler på dette er presentert i tabell 4 nedenfor.

Aktør:	Løsninger:
Bank	<ul style="list-style-type: none"> - Gi nye lån - Utsettelse av avdrag - Gi lettelse i rentestruktur - Gi lettelse på gjeldsbetingelser - Nedskrive gjeld
Obligasjonseier	<ul style="list-style-type: none"> - Forlenget løpetid på obligasjonen - Kupong reduksjon - Konvertering av gjeld til egenkapital - Endring av gjeldsbetingelser - Tilbakekjøp av obligasjoner - Ny obligasjonsgjeld
Aksjonær	<ul style="list-style-type: none"> - Innskudd av ny egenkapital ved emisjon - Yte aksjonærlån

Tabell 4 - Aktørenes mulige bidrag i restrukturering.

De ulike aktørenes bidrag i restruktureringen vil avhenge av juridiske faktorer, hvorav sikkerheten og krav på dekning ved finansiell krise er de viktigste aspektene. Dette vil bli presentert i kapittel 4.

4. Juridisk teori og lovgrunnlag

Et selskap kan i utgangspunktet velge om det vil forhandle om en restrukturering privat eller under gjeldende konkurslov i selskapets hjemland, så fremt det ikke har blitt begjært konkurs av sine kreditorer. Ved gjennomføring av en privat restrukturering gjelder normale avtalerettslige regler, og følgelig vil en restrukturering være underlagt flere juridiske retningslinjer uavhengig av valget mellom private eller "offentlige" gjeldsforhandlinger. I dette kapittelet vil vi først redegjøre for den juridiske definisjonen og behandlingen av konkurs, før de mest vesentlige juridiske aspekter relatert til forhandlinger om en restrukturering vil bli lagt frem. Som påpekt i kapittel 2 vil dette senere bli diskutert opp mot selskapenes restruktureringer for å vurdere den eventuelle påvirkningen juridiske faktorer kan ha hatt på utfallene.

Vi vil i denne oppgaven legge frem norsk konkurslov som et alternativ til private gjeldsforhandlinger, og i tillegg presentere hovedtrekkene i den amerikanske konkurslovgivningen ettersom denne ofte omtales som mer gunstig for restrukturering av selskaper i en finansiell krise. Det virker blant annet å være vedtatt i norsk næringsliv at den norske konkurslovgivningen er dårlig og for fokusert på konkurs, samtidig som den amerikanske lovpriser for sin effektivitet. Det er derfor interessant å se på særtrekkene med norsk konkurslov, da dette i realiteten kan ha hatt en påvirkning på utfallet av restruktureringen i den grad selskapet muligens er avhengig av å få igjennom en privat avtale uten beskyttelse eller "hjelp" fra lovverket.

4.1 Konkurs - likvidering

Når et selskap ikke imøtekommer sine forpliktelser har kreditorene to mulige virkemidler for innkreving av utestående beløp; å begjære selskapet konkurs eller å inngå gjeldsforhandlinger. Økonomisk sett har du to utgangspunkter for verdien av et selskap, verdien av fortsatt drift og likvidasjonsverdi. Ved vurdering av dette vil en typisk se på markedsforhold og utsikter, konkurransesituasjonen, historiske resultater, ledelse og finansieringsevner. Dersom disse faktorene på et generelt grunnlag er gunstige kan verdien ved fortsatt drift anses for å være høyere enn ved likvidering (Ratner et al., 2009, s. 24), og i et slikt tilfelle vil gjeldsforhandlinger være det mest gunstige for å maksimere verdien for kreditorene. Hvis likvidasjonsverdien derimot er høyere enn verdien av fortsatt drift vil selskapet mest sannsynlig bli begjært konkurs.

4.1.1 Norsk lov

Konkurs er et juridisk begrep som beskriver en tilstand hvor foretaket er ute av stand til å imøtekomme sine økonomiske forpliktelser ved forfall, samtidig som at eiendelene ikke kan dekke alle forpliktelsene ved salg (Skatteetaten, 2017). Det følger av konkursloven (1984) § 60 at skyldnerens bo skal tas under konkursbehandling når insolvens begjæres av skyldneren eller en fordringshaver. Videre så anses skyldneren som insolvent når denne ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, med mindre betalingsudyktigheten må antas å være forbigående. Insolvens foreligger likevel ikke når skyldnerens eiendeler og inntekter tilsammen antas å kunne gi full dekning for skyldnerens forpliktelser, selv om oppfyllelsen av forpliktelsene vil bli forsinket ved at dekning må søkes ved salg av eiendelene jf. kkl. § 61. Skyldneren vil dermed anses å være konkurs etter norsk lov når denne er insolvent.

Ved en eventuell konkursåpning blir det oppnevnt en bostyrer som får i oppgave å forvalte skyldnerens eiendeler. Det vil bli foretatt en full gjennomgang av selskapets økonomi for å fastslå verdiene på eiendeler og gjeld jf. kkl. § 80. Som en direkte konsekvens av konkursbehandlingen vil eiendelene bli solgt, og inntektene fra salget fordeles likt på kreditorene i forhold til deres respektive fordringer. Konkursens hovedformål er altså å sikre at ingen kreditorer prioriteres i denne fordelingen på bekostning av andre uten hjemmel i loven. Dette kravet om likedeling gjelder også ved gjeldsforhandlinger etter loven jf. kkl. §§ 23 og 48.

4.1.2 Amerikansk lov - Chapter 7

Den amerikanske lovgivningen som omhandler likvidering av selskaper er *Chapter 7* i *United States Bankruptcy Code*. Begge prosessene under amerikansk konkurslovgivning har mange fellestrekk. Skillet går mellom fortsatt drift under *Chapter 11*, hvor den operasjonelle verdien ansees å være høyere enn verdien ved likvidasjon under *Chapter 7*. Dette skillet kommer tydelig frem ved drift av selskapet under prosessene. Ved at selskapet blir overtatt av en midlertidig bobestyrer under *Chapter 7* kalt "*interim trustee*", som deretter erstattes av en bobestyrer valgt av kreditorene jf. 11 U.S.C §§ 701 og 702. Bobestyrers oppgave er i likhet med norsk lov å maksimere verdien for kreditorene. Det er derfor adgang for blant annet å drifte selskapet videre for en mindre periode dersom dette vil være fordelaktig jf. 11 U.S.C § 721.

4.2 Aktørene i gjeldsforhandlinger

Alternativet til konkurs og likvidering vil være å inngå gjeldsforhandlinger for å restrukturere selskapets kapitalstruktur, som presentert i delkapittel 3.4.2. Vi har i denne oppgaven valgt å

dele inn de aktuelle aktørene i en restrukturering i tre grupper basert på kapitalstrukturen lagt frem i delkapittel 3.4.3 og fremgangsmåter under prosessene. Etter at en plan om restrukturering er annonsert må selskapet, avhengig av restruktureringens omfang og karakter, ha godkjenning fra obligasjonseierne, aksjonærene og bankene. Dette skillet er vesentlig fordi aktørene vil ha ulike interesser og være underlagt ulike retningslinjer. De tre gjenkjente aktørene vil bli utdypet i dette delkapittelet, før oppgaven går videre inn på private og offentlige gjeldsforhandlinger.

4.2.1 Banker

Bankene står for den langsiktige lånekapitalen til selskapene. Foruten de vilkår som avtales ved inngåelse av lånet, så er bankenes rettigheter som panthaver etter norsk lov behandlet i panteloven. Den mest vesentlige bestemmelsen er panteloven (1980) § 1-9 (1), som redegjør for når panthaveren kan kreve at pantekravet blir innfridd, foruten til vanlig forfallstid. Det følger blant annet at pantekravet kan kreves innfridd når renter og avdrag blir vesentlig misligholdt, eller når det blir åpnet gjeldsforhandlinger eller konkurs hos skyldneren. Ved mislighold vil panthaver dermed kunne ta kontroll over eiendelen som er stilt til sikkerhet om kravet ikke blir innfridd av selskapet. På denne måten gir pant i eiendeler sikkerhet og prioritering over andre usikrede kreditorer som for eksempel usikrede obligasjonslån.

Når det kommer til prioritering innad blant panthaverne, og tilfeller hvor en eiendel hefter for flere pantekrav, kommer pantel. § 1-13 til anvendelse. Det følger at den retten som først ble påheftet går foran et annet når to eller flere har panterett i samme formuesgode, om ikke annet er avtalt eller følger av reglene om rettsvern. Det foreligger med andre ord en tidsprioritet i de tilfeller hvor det er flere krav på en eiendel.

Gjeldsbetingelser, kjent som “*covenants*”, er restriktive klausuler fra långiver (f.eks. obligasjoner og banker) i en lånekontrakt som begrenser låntaker fra å foreta handlinger som undergraver evnen til å tilbakebetale lånet. Dette skal sikre långiver mot at selskapets ledelse handler til fordel for egenkapitaleierne på bekostning av långiverne (Berk & DeMarzo, 2014, s. 845). Eksempler på gjeldsbetingelser er begrensninger på selskapets mulighet til å betale utbytte, krav om egenkapitalprosent, rentedekningsgrad og minimum fri likviditet de må ha tilgjengelig til enhver tid. Dersom selskapet bryter med gjeldsbetingelser er lånet i mislighold, og vil derfor i teorien forfalle i sin helhet. Gjeldsbetingelsene benyttes med andre ord som en kontrollmekanisme (Petersen et al., 2017, s. 410).

4.2.2 Obligasjonseiere

Obligasjoner er en type lån som utstedes av låntaker direkte til en gruppe obligasjonseiere, og ikke gjennom en bank. Lånene blir ofte notert på offentlige markedsplasser og kan bli overført til andre uten godkjenning fra låntaker. Renter blir typisk betalt i faste intervaller, for eksempel halvårlig, og lånets fulle pålydende betales ved forfallsdato (Petersen et al., 2017, s. 376). Obligasjonslånene kan deles inn i sikrede og usikrede lån, hvor de sikrede i likhet med banker typisk har sikkerhet i en eiendel. Til tross for dette vil det være mer hensiktsmessig å se sikrede obligasjonseiere i sammenheng med de usikrede obligasjonseierne, ettersom disse har flere likhetstrekk.

Det er i dag to norske markedsplasser hvor det omsettes obligasjoner, Oslo børs og Nordic ABM. Forskjellen på disse er at Nordic ABM ikke er underlagt reguleringen i henhold til Børsloven og er en uregulert markedsplass (Oslo Børs, 2017a). Et selskap som er notert på Oslo børs kan dog velge å notere sine obligasjoner på en annen markedsplass.

Både aksjer og obligasjoner skal registreres i et verdipapirregister med de rettsvirkningene dette medfører jf. verdipapirregisterloven (2002) kapittel 2 og allmennaksjeloven (1997) § 4-4. Verdipapirsentralen ASA (VPS) er den eneste verdipapirsentralen i Norge, og fører løpende et register over aksje- og obligasjonseierne (Verdipapirsentralen, 2017). Det følger av vprl. § 8-1 at de er underlagt taushetsplikt, men for allmennaksjeselskaper er det derimot krav om innsynsrett i aksjeeierregisteret jf. asal. § 4-5. Det stilles i dag ikke et slikt krav om innsynsrett i obligasjonseierregisteret, men et forslag til ny verdipapirregisterlov ("forordning om verdipapiroppgjør og verdipapirregistre") og regler om innsyn i hvem som eier obligasjoner er under behandling (Finansdepartementet, 2016). Korrespondansen fra utsteder til obligasjonseier må derfor i utgangspunktet sendes via VPS, men i flere norske obligasjonslån blir Nordic Trustee, tidligere kalt norsk tillitsmann, benyttet som kontaktpunkt overfor investorene i lånet (Nordic Trustee, 2017). Det er ulike meninger i næringslivet vedrørende innsyn i obligasjonsregisteret, og det som blant annet taler mot et slikt innsyn er at norske regler da vil skille seg fra den i sammenlignbare land, og at dette skal svekke konkurranseevnen til det norske obligasjonsmarkedet (Finans Norge, 2017). Ulempen med dette fraværet av informasjon er at verken selskapene, deres aksjonærer eller obligasjonseierne internt, vet hvem som eier obligasjonsgjelden. Dette kan være problematisk i lys av en eventuell restrukturering da selskapet ikke vet hvem de forhandler med, og i tillegg så kan det åpne muligheter for enkelte investorer med skjulte motiver til å kjøpe seg "usett" opp i obligasjonsgjelden. De kan da

eksempelvis tilegne seg negativ kontroll og blokkere et restruktureringsforslag for økonomisk vinning, kjent som “*the holdout problem*” (McConnell & Servaes, 1991).

I lånekontrakten for obligasjoner har du bestemmelser rundt stemmekrav ved betydelige endringer i lånet. I Oslo børs sine regler for utstedere stiller de krav om 2/3 flertall på obligasjonseiermøte for å søke overflytting fra et marked til et annet eller for å stryke lånet fra kursnotering (Oslo Børs, 2017b). Dette flertallskravet finnes også igjen i norske obligasjonsprospekter, hvor en alminnelig bestemmelse er at det kreves 2/3 flertall for å godkjenne endring av pålydende verdi, løpetid, renter eller andre lånevilkår. For amerikanske obligasjoner er kravet derimot typisk 90 % (McConnell & Servaes, 1991, s. 95), altså langt høyere enn det som er vanlig i Norge.

4.2.3 Aksjonærene

For å bli notert på Oslo børs er det et generelt krav om at selskapet er et allmennaksjeselskap (ASA) eller tilsvarende utenlandsk selskap jf. børsforskriften (2007) § 4 (1). Et kjennetegn for disse er at selskapene er en egen juridisk person og at aksjonærene derfor ikke hefter overfor kreditorene for selskapets forpliktelser jf. asal. §1-2 (1). Det stilles derfor krav til at selskapene til enhver tid skal ha en forsvarlig egenkapital, og en likviditet som er forsvarlig ut i fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet jf. asal. § 3-4. Dette skal overvåkes av styret, som velges av aksjonærene i generalforsamlingen jf. asal. § 6-3. Det er ikke gitt hva en forsvarlig egenkapital er, da dette vil variere på tvers av selskapene. Gjennomsnittlig egenkapitalprosent på Oslo Børs var 38,5 % ved utgangen av 2015 (SSB, 2016), men det vil naturligvis være store forskjeller fra for eksempel oljesektoren til finanssektoren.

I allmennaksjeselskaper utøver aksjonærer den øverste myndighet i selskapet gjennom generalforsamlingen jf. asal. § 5-1. Alle aksjer gir i hovedsak lik rett i selskapet, med mindre vedtektene bestemmer noe annet jf. asal. §4-1. En beslutning av generalforsamlingen krever generelt flertallskrav, men det er grunnlag for å fastsette strengere krav i vedtektene jf. asal. § 5-17. Det foreligger også et minstekrav til hva vedtektene skal angi, blant annet aksjekapitalens størrelse og antall aksjer jf. asal. § 2-2. Følgelig må selskapets generalforsamling endre vedtektene dersom de for eksempel skal foreta en kapitalforhøyelse ved utstedelse av nye aksjer, som er en av fremgangsmåtene ved konvertering av gjeld til egenkapital. En slik beslutning krever tilslutning fra minst 2/3 av de avgitte stemmer samt av den aksjekapitalen som er representert på generalforsamling jf. asal. § 5-18 (1).

Ved utstedelse av ny aksjekapital er det krav om likebehandling av aksjonærene jf. verdipapirhandelloven (2007) § 5-14. Spesielt på Oslo Børs ser man gjerne at det settes minimumsgrenser, ofte på ca. 1 000 000 NOK, for å delta i egenkapitalemisjonene. Dette ekskluderer de mindre aksjonærene, og selskapene blir dermed ofte nødt til å ha reparasjonsemisjoner rettet mot disse for å overholde likebehandlingskravet.

4.3 Private gjeldsforhandlinger

Hvis verdien av fortsatt drift er høyere enn likvidasjonsverdien vil det som påpekt i kapittel 3.4 være i kreditorenes interesse å inngå forhandlinger om en restrukturering med skyldner, når mislighold er nærliggende eller dersom det allerede har forekommet. Som oftest starter forhandlingene før en konkurs foreligger juridisk sett, og aktørene står fritt til å velge mellom lovens ordninger eller forhandle frem egne løsninger. Private gjeldsavtaler er basert på avtalefrihet, og et selskap står derfor fritt til å inngå avtaler med sine kreditorer. Under forhandlingene vil selskapet inneha en høy grad av kontroll ettersom det ikke vil være under tilsyn av gjeldsnemnda, som er tilfellet ved norsk lov. Driften vil med andre ord ha muligheten til å fortsette som normalt uten særlig ekstern påvirkning. En ulempe med private gjeldsavtaler er derimot at selskapet ikke vil være beskyttet av loven mot gjeldsforfølgning fra enkeltkreditorer. En slik beskyttelse er gunstig fordi det vil gi selskapet arbeidsro under forhandlingene. Det vil derfor være i selskapets interesse å få til en standstill-avtale med kreditorene, som for eksempel kan innebære avdragsutsettelse og midlertidig stans i gjeldsforfølgning ved mislighold (Thomson Reuters, 2017b).

Ettersom selskapet er i en finansiell krise, og enten har brutt med gjeldsbetingelser eller er i ferd med å bryte, vil det kunne være en ujevn maktfordeling. Ved brudd på gjeldsbetingelser vil ofte gjelden forfalle, og långivernes posisjon overfor selskapet endres. Etter norsk lov har de sikrede aktørene mulighet til å kreve pantekravet sitt innfridd jf. pantel. § 1-9(1) og dermed ta kontroll over selskapets pantsatte eiendeler, mens de usikrede aktørene gjerne kan kreve lånene innfridd umiddelbart ved mislighold. Dette endrer forhandlingsposisjonene til aktørene, avhengig av hvilke verdier som antas å ligge i selskapet. Dersom de sikrede aktørene bestemmer seg for å iverksette et tvangssalg av de pantsatte eiendelene, kan de usikrede aktørene og egenkapitaleierne risikere å tape alt.

Etter lovens prioriteringer skal egenkapitaleierne ta tap først. Hvis gjelden er større enn verdien av eiendelene vil egenkapitalen i realiteten skrives ned til 0, men det kan likevel foreligge en

opsjonsverdi for egenkapitaleierne (Kaldestad & Møller, 2016, s. 398). Ifølge empiriske studier av selskaper i den amerikanske *Chapter 11* prosessen gjort av Franks & Torous (1989, 1994) og Eberhart, Moore & Roenfeldt (1990) finner man at egenkapitaleierne blir sittende igjen med verdier i selskapet etter restruktureringen til tross for at all egenkapitalen i teorien var tapt, såkalt brudd på “*the absolute priority rule*”. Studien til Franks og Torous (1994) viste at dette også var tilfellet ved restruktureringer etter private gjeldsforhandlinger. Denne verdien kan blant annet komme av at restruktureringsplanen må godkjennes av hver gruppe aktører, inkludert egenkapitaleierne. Egenkapitaleierne kan også inneha en kompetanse det vil være i kreditorenes interesse å ha med videre for å hindre ytterligere verdifall (Kaldestad & Møller, 2016, s. 398). Dette kan samlet øke forhandlingsposisjonen til aksjonærene under restruktureringen.

Når det kommer til selve godkjenningen fra aktørene involvert i de private forhandlingene, så er det som nevnt i delkapittel 4.2 ulike flertallsbestemmelser som gjelder for hver aktør. Normalt kreves det 2/3 fra aksjonærer og obligasjonseiere, mens hver av bankene må godkjenne planene i sin helhet.

Alternativet til en privat gjeldsavtale vil være å begjære gjeldsforhandlinger etter gjeldende lovgivning i selskapets hjemland, eller der hvor de anses å ha sitt hovedforretningssted. Hvis selskapet er tilhørende i Norge vil de ha mulighet til å benytte seg av konkurslovens bestemmelser som beskrives ytterligere under. Det vil da blant annet foreligge et krav om offentliggjøring av åpne gjeldsforhandlinger, som altså ikke kommer til anvendelse ved private gjeldsforhandlinger. En slik offentliggjøring kan være krevende for selskapets drift og likvider fordi leverandører og kunder kan frykte økt motpartsrisiko. Motpartsrisiko er risikoen for at motparten ikke skal overholde sine forpliktelser (Bodie et al., 2014, s. 800; Sirnes, 2017).

4.4 Gjeldsforhandling etter loven

Norske allmennaksjeselskaper er som kjent underlagt norsk lov, og vil ha muligheten til å benytte seg av konkursloven ved finansiell krise. Tilsvarende utenlandske selskaper notert på Oslo Børs kan ikke benytte seg av konkursloven dersom de ikke er registrert med hovedforretningssted i Norge i Foretaksregisteret eller har sitt hjemting i riket jf. tvisteloven (2005) § 4-4 (3). I forbindelse med EU-konvensjonen har det derimot manifestert seg i praksis at det ikke skal legges så mye vekt på den formelle registreringen til selskapet, men at det heller kartlegges en skyldners “*Center of main interest*”, altså der hvor deres hovedinteresser

foreligger (Konkursrådet, 2016). Og dette gjenspeiles i konkurslovens nye fjerde del (2016), som foreløpig ikke har trådt i kraft, hvor det heter at gjeldsforhandling eller konkurs som omfatter skyldnerens samlede formue bare kan åpnes i Norge hvis skyldneren har sine hovedinteresser her. Fokuset flyttes med andre ord vekk fra det formelle registrerte hovedforretningsstedet til selskapet, og åpner for at det tas hensyn til hvor selskapet har sine hovedinteresser. Det følger dog videre av samme paragraf at selskaper anses for å ha sine hovedinteresser i den registrerte hjemstaten, eller i mangel av slik den vedtektsbestemte hjemstaten, med mindre noe annet godtgjøres. Enkelt oppsummert skal det selv etter innføring av den nye delen av konkursloven argumenteres godt for at et selskap med hovedkvarter i for eksempel Kypros skal anses å havne under norsk konkurslov.

4.4.1 Gjeldsforhandling etter norsk lov

Gjeldsforhandlinger etter konkursloven omtales i hovedsak i lovens første del, kkl. §§ 1-59, hvorav det følger av kkl. § 1 at skyldner kan begjære åpningsforhandling etter reglene i loven for å forhandle med sine fordringshavere om frivillig gjeldsordning eller tvangsakkord. Kreditor har med andre ord ikke mulighet til å begjære gjeldsforhandlinger. Under gjeldsforhandlingene beholder skyldneren rådigheten over sin forretning og sine formuesforhold, men under gjeldsnemndas tilsyn jf. kkl. § 14. Det følger videre at skyldner ikke kan stifte eller fornye gjeld uten gjeldsnemndas tillatelse, og loven legger i utgangspunktet opp til at gjeldsnemnda selv kan velge om de ønsker å ta stilling til konkrete beslutninger hver gang, eller om de skal gi aksept på et mer generelt grunnlag. Det kan for eksempel legges opp til en linje hvor hvert enkelt kredittkjøp må godkjennes, men det er viktig at driften til skyldner ikke vanskeliggjøres av gjeldsnemnda (Wiker & Ro, 2003, s. 72). Enhver skyldner kan fremsette begjæring om åpning av gjeldsforhandling, men det stilles likevel krav om at et illikviditetsvilkår og prognosevilkår er oppfylt for å godkjenne en begjæring, da gjeldsforhandlinger ofte er kostnads- og arbeidskrevende.

Illikviditetsvilkåret kommer av kkl. § 1 og går på debitor sin manglende evne til å oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Et viktig skille her er at det ikke er noe krav til insolvens som det er ved en konkurs. Det er ikke et vilkår i seg selv at skyldneren rent faktisk må være i mislighold, men at det vil bli foretatt en vurdering opp mot sannsynligheten for mislighold på kommende fordringer (Wiker & Ro, 2003, s. 19). Videre er det nok at kun én kreditor ikke vil få full dekning for sine krav jf. kkl. § 2.

Prognosevilkåret knyttes til sannsynligheten for å oppnå en vellykket gjeldsforhandling, og derav ende opp med en restrukturering av selskapets gjeld jf. kkl. § 4, 1. ledd, (3). Vilkåret skal sikre at det ikke inngås gjeldsforhandlinger selv om det virker lite sannsynlig at selskapet vil komme noen vei med forhandlingene. Dersom gjeldsforhandlingene ikke fører frem skal retten åpne konkurs jf. kkl. § 57, og derav likvidere selskapets eiendeler. Alternativt kan gjeldsforhandlingene innstilles før dette med samtykke fra de kreditorer som ikke har betryggende sikkerhet jf. kkl. § 56. Følgelig har vi ved gjeldsforhandlinger hovedsakelig to mulige utfall, restrukturering eller konkurs. Selv om loven også åpner for å avbryte forhandlingene uten noe utfall vil dette trolig ikke skje uten en betydelig bedring i selskapets økonomiske utsikter.

4.4.1.1 Frivillig gjeldsordning

Frivillige gjeldsordninger er en rettslig avtale mellom debitor og kreditor, og er en av to alternative gjeldsforhandlinger presentert i konkursloven. Ved åpning av gjeldsforhandlingene skal det offentliggjøres jf. kkl. § 6. Forslagene som presenteres i konkurslovens § 23 er i utgangspunktet tilbud, og partene har avtalefrihet med tanke på gjeldsordningens innhold i likhet med private gjeldsforhandlinger (se delkapittel 4.3). Dette gis blant annet fordi forslaget må være godkjent av samtlige kreditorer som omfattes av den for at retten skal vedta den frivillige gjeldsordningen jf. kkl. § 25. En fordringshaver som ikke er fornøyd med forslaget kan stemme imot og dermed hindre at det blir vedtatt, uavhengig av respektives andel av total gjeld.

Likebehandling av fordringshaverne er en forutsetning for frivillig gjeldsordning, som presentert i kkl. § 23, 2. ledd, hvor det påpekes at den foreslåtte gjeldsordning må omfatte og likestille alle kjente fordringer på skyldneren som skriver seg fra tiden før gjeldsforhandling ble åpnet. I bestemmelsens tredje ledd er det listet unntak som kan gjøres fra regelen om likebehandling, ved at fordringene kan holdes utenfor ordningen eller tilsies bedre dekning om de medtas. De tre første typene av fordringer som kan holdes utenfor og gis full dekning er fortrinnsberettigede fordringer, fordringer med panterett eller sikkerhetsrett, og fordringer som kan kreves dekket ved motregning (Wiker & Ro, 2003, s. 115). Følgelig kan en utelukke sikret og prioritert gjeld fra gjeldsordningen, hvilket innebærer at gjeldsordningen i all hovedsak vil omhandle den usikrede gjelden til selskapet. Det er også adgang for å foreslå full dekning til fordringer opp til et visst beløp jf. kkl. § 23, 3. ledd nr. 4, og dette kan være hensiktsmessig for å effektivisere og forenkle gjeldsforhandlingene ved at et stort antall små fordringer utelukkes.

Et annet praktisk viktig unntak fra likebehandlingen etter § 23, siste ledd, åpner muligheten for at kreditorer kan akseptere å bli stilt dårligere enn andre kreditorer. Ettersom det vil være i større kreditorers interesse at en ordning blir etablert kan disse bidra til dette ved å akseptere en dårligere løsning (Wiker & Ro, 2003, s. 116).

Hvis ikke forslaget om frivillig gjeldsordning blir vedtatt, og det utarbeides et nytt forslag av skyldneren som gjeldsnemnda finner at det er god utsikt til å få vedtatt, skal nemnda sende det til fordringshaverne jf. kkl. § 26. Paragrafen bestemmer også uttrykkelig at ytterligere forslag til frivillig gjeldsordning ikke kan fremsettes. Skyldner vil med andre ord derfor bli henvist til enten å åpne forhandlinger om tvangsakkord eller å ta sitt bo under konkursbehandling hvis ikke det nye forslaget vedtas (Wiker & Ro, 2003, s. 125).

4.4.1.1 Tvangsakkord

I motsetning til en frivillig gjeldsordning vil det ved en tvangsakkord kreves en betaling på minst 25 %, kalt minstedividende, av de alminnelige fordringshaveres tilgodehavender jf. kkl. § 30, 2. ledd. Også her er den sikrede og prioriterte gjelden unntatt, slik at tvangsakkorden i hovedsak kun er bindende for den usikrede gjelden jf. kkl. §55. I motsetning til ved en frivillig gjeldsordning er alternativene til utforming av tvangsakkorden som er listet i § 30 1. ledd uttømmende (Wiker & Ro, 2003, s. 135). Følgelig har selskapene mulighet til å utforme en plan som går ut på betalingsutsettelse, prosentvis reduksjon av gjelden, fullstendig eller delvis likvidering av skyldnerens formue, eller en kombinasjon av disse jf. kkl § 30 1. ledd.

Kravet til minstedividende er i hovedsak satt av hensyn til fordringshavere som blir påtvunget en begrenset dekning mot sin vilje, og av hensyn til kredittnivået og betalingsmoralen (NOU 1972:20, 1972, s. 94). Det foreligger likevel tre mulige unntak fra dette kravet. For det første får ikke kravet anvendelse dersom det vedtas av samtlige kjente stemmeberettigede fordringshavere jf. kkl. § 30, 4.ledd. Hvis dette hadde vært tilfelle så kunne forslaget i realiteten blitt vedtatt som en frivillig gjeldsordning hvor det ikke er krav til minstedividende. For det andre gis det unntak fra minstedividende dersom skyldnerens insolvens skyldes uhell som ikke kan tilregnes ham (Wiker & Ro, 2003, s. 136). Dette skal ifølge forarbeidene håndheves strengt, og dårlige konjunkturer i en lengre periode er for eksempel ikke tilstrekkelig for å frata skyld (NOU 1972:20, 1972, s. 95). Den siste muligheten er at enkelte fordringshavere også ved tvangsakkord har mulighet til å akseptere dårligere dekning enn andre (Wiker & Ro, 2003, s. 136).

For tilfellene hvor minstedividenden på 25 % overholdes stilles det andre krav til avstemming for akkordforslaget blant fordringshaverne. Dersom akkordforslaget går ut på å betale minst 50 %, behøves 3/5 av stemmene og andel av gjelden, mens hvis betalingen er på under 50 % kreves 3/4 jf. kkl. § 43. Avtalen vil dermed bli bindende for alle, noe som kan være ugunstig for mindretallet. Åpningen av forhandlingene om tvangsakkord blir offentliggjort av gjeldsnemnda eller tingretten, og fordringshaverne kan melde om sine fordringer på skyldneren for deretter å delta på avstemmingen jf. kkl. § 35. Som nevnt tidligere er også kravet om likebehandling gjeldende under tvangsakkord jf. kkl. § 48, og stadfestelse av forslaget skal dermed nektes hvis ikke de dårligere stilte kreditorene har samtykket til dette.

Ved en tvangsakkord vil det være lettere å få gjennom en avtale enn ved frivillig gjeldsordning, ettersom det ikke kreves godkjenning fra samtlige kreditorer om minstedividenden på 25 % overholdes. Et essensielt spørsmål angående dividenden vil dog være når betalingstidspunktet skal være, men her foreligger det ikke en lovbestemt frist. Den bestemmelsen som følger av loven er at tvangsakkorden kan nektes dersom betalingsterminene som er oppstilt medfører en utsettelse av betalingen som går lenger enn det som finnes rimelig (Wiker & Ro, 2003, s. 136). I forarbeidene påpekes det at de ikke finner det nødvendig med en fastsatt betalingsfrist, som for eksempel finnes i den svenske akkordloven hvor det er krav om betaling innen ett år, på bakgrunn av nettopp denne muligheten til å nekte stadfestelse om betalingsfristen ikke finnes rimelig (NOU 1972:20, 1972, s. 95).

4.4.2 Gjeldsforhandling etter amerikansk lov - Chapter 11

Selskaper som har forretningssted, operasjoner eller eiendeler i USA kan søke om restrukturering eller likvidasjon etter amerikansk lov, jf. 11. U.S.C § 109. Kravene om tilknytning er relativt enkle å oppnå, men utenlandske foretak med kun deler av virksomheten i USA må ha en grunn til å benytte seg av amerikansk konkurslov kontra den av sitt hjemland.

United States Bankruptcy Code 11 (amerikansk konkurslovgivning), mest kjent som *Chapter 11*, er designet for å ivareta skyldnerens fortsatte drift mens gjelden blir restrukturert. Dette blir sikret gjennom “*automatic stay*”, som innebærer at kreditor ikke kan foreta noen form for gjeldsforfølging, samt at eventuell pågående gjeldsforfølging blir avbrutt. Det stilles ikke noen krav til at virksomheten som søker om beskyttelse er insolvent, men det vanligste er at selskapet er i en finansiell krise (Ratner et al., 2009, s. 84). Selv om det ikke er et formelt krav om insolvens under *Chapter 11* er det visse vilkår listet i 11 U.S.C § 1129 som skal ivaretas ved utformingen av restrukturingsplanen, for eksempel at det må være sannsynlig at

restruktureringen ikke etterfølges av en likvidasjon. Dersom retten har grunn til å mene at vilkårene ikke oppfylles, kan planen avvises jf. 11 U.S.C § 1129 (a).

Det oppstilles ingen forslag til hva en restruktureringsplan kan gå ut på, da det er opp til aktørene involvert å komme frem til en løsning. Følgelig kan en plan eksempelvis omhandle konvertering av gjeld til aksjer, som er en vanlig løsning i private gjeldsforhandlinger. Dette er et gunstig alternativ med tanke på at selskapene som inngår forhandlinger om en restrukturering i hovedsak ikke har anledning til å yte en kompensasjon til kreditorene i form av kontanter.

Normalt beholder debitor kontrollen over sine eiendeler, referert til som “*debtor-in-possession*” (DIP) jf. 11 U.S.C § 1107, og fortsetter driften som før samtidig som det formuleres en plan for restrukturering (U.S.Courts, 2017). Dersom selskapet ønsker å foreta transaksjoner utover det som anses som vanlig drift kreves forhåndsvarsling av kreditorer slik at de får mulighet til å motsi seg planene (Ratner et al., 2009, s. 86-87).

Chapter 11 åpner for en unik form for finansiering kalt DIP-finansiering, som kan hjelpe selskaper med likviditetsproblemer å få kreditt jf 11 U.S.C § 364. Retten kan gi kreditoren som yter et slikt lån en såkalt “*super-priority*” status, hvilket innebærer at dette kravet kommer fremfor alle andre lån selskapet måtte ha. Et av vilkårene for DIP-finansieringen er at dette lånet må være tilbakebetalt før debitor kommer ut av *Chapter 11* prosessen (Baker & Kiymaz, 2011, s. 410-411). Denne finansieringen anses som svært gunstig. Studiene fra Dahiya, John, Puri, & Ramirez (2003) viste blant annet at selskaper som var DIP-finansiert, relativt til ikke DIP-finansierte selskaper, kom raskere ut av prosessen og hadde høyere sannsynlighet for å lykkes med restruktureringen. De fant også at aksjekursene til selskapene som mottok DIP-finansiering reagerte positivt på annonseringen av lånene.

Videre åpner *Chapter 11* til å dele kreditorene opp i ulike grupper basert på kravene de har på debitor (*class of claims*), og prioriteringen for oppfyllelse. Ved utformingen av selve restruktureringsplanen har selskapet muligheten til å gi ulike tilbud til hver gruppe, ettersom godkjenning foretas for hver enkelt gruppe, og ikke for alle krav mot selskapet i sin helhet. For godkjenning av en plan kreves det at 2/3 av hver gruppes utestående beløp og mer enn halvparten av kreditorene aksepterer forslaget jf. 11 U.S.C § 1126.

Til forskjell fra private gjeldsforhandlinger, hvor sikrede banker ikke tar noe tap, viser blant annet studier at sikrede banklån sitter igjen med ca. 80 % etter en *Chapter 11* prosess. Videre ser man at usikrede obligasjonslån med senioritet sitter igjen med 78,5 % privat og kun 47 %

ved *Chapter 11* (Franks & Torous, 1994). Følgelig er ikke nødvendigvis amerikansk konkurslov å foretrekke blant kreditorene involvert i selskaper i finansiell krise.

4.5 Oppsummering gjeldsforhandlinger

Den mest vesentlige forskjellen på private gjeldsavtaler og de offentlige løsningene er flertallskravene som må til for å få godkjent et restruktureringsforslag. Konkursloven krever som nevnt at samtlige kreditorer godkjenner forslaget under en frivillig gjeldsordning, mens en tvangsakkord krever 3/4 av stemmene ved 25-50 % dividende eller 3/5 ved mer enn 50 % dividende. Ved godkjenning av det private forslaget er det derimot bestemmelsene for den enkelte aktør som avgjør. Aksjonærer og obligasjonseiere krever normalt 2/3 flertall, og for bankenes del vil det være opp til hver enkelt hvilke løsninger de finner akseptable. Det er heller ikke noe krav til minstedividende eller likebehandling av kreditorene utenfor loven.

En av de store fordelene med en offentlig gjeldsforhandling er at skyldner blir beskyttet mot gjeldsforfølging under forhandlingene, som kan bidra til ro i prosessen. Dette kan dog ikke sies å være en spesiell ulempe ved valg av private gjeldsforhandlinger da det her er muligheter for å avtale en standstill-avtale med kreditorene før forhandlingene starter. Som påpekt er det også krav om offentliggjøring av åpne gjeldsforhandlinger jf. kkl. §§ 6 og 35 ved norsk konkurslov, og dette kommer ikke til anvendelse under private gjeldsavtaler. En slik offentliggjøring kan være krevende for selskapets drift og likvider fordi leverandører og kunder kan frykte økt motpartsrisiko. Likevel er det grunnlag for å tro at spesielt børsnoterte foretak vil offentliggjøre at de har startet prosessene da dette er informasjon som vil være kurssensitiv.

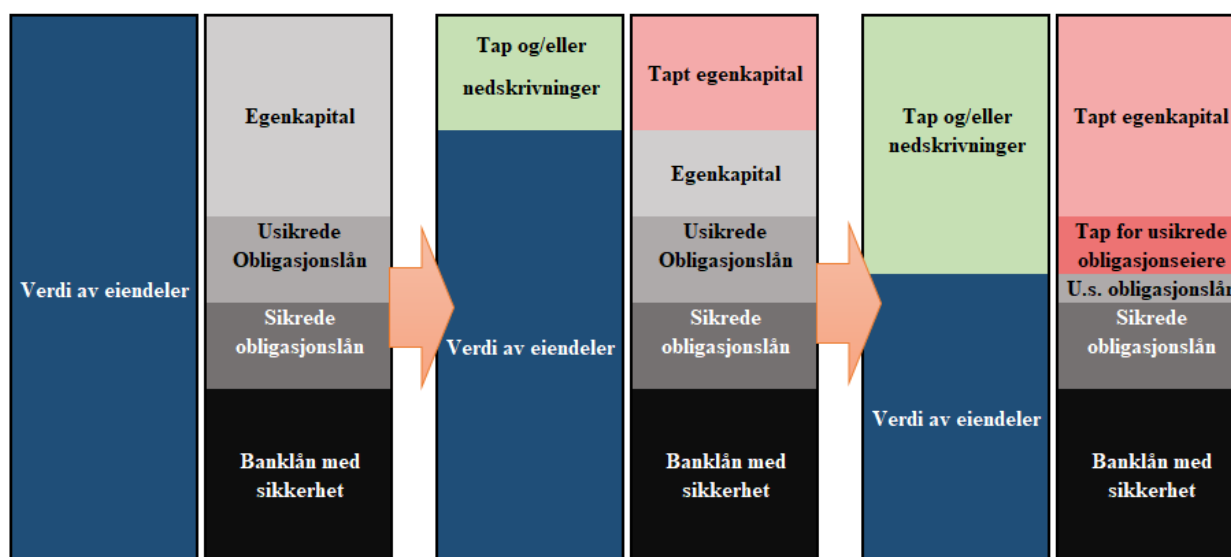
Når det kommer til forskjellene mellom norsk og amerikansk konkurslovgivning så virker den amerikanske i første omgang å være fokusert på å ivareta selskapet under forhandlingene, mens den norske i hovedsak har fokus på å sikre kreditorer. Ved å benytte seg av *Chapter 11* får selskaper mulighet til å utstede en ny gjeld ved DIP-finansiering, og dette kan være en svært gunstig mulighet i de tilfellene hvor forhandlingene dras ut over en lengre periode. Det foreligger heller ikke noen direkte krav til utarbeidingen av planen som krav om minstedividende, og det er færre restriksjoner på stemmegivningen for å få gjennom forslaget. Private gjeldsforhandlinger og amerikansk konkurslov virker således å ha flere likhetstrekk, ved at det her i all hovedsak er fokus på å ivareta selskapets fortsatte drift mens gjelden blir restrukturert. Dette vil i og for seg komme kreditor til gode da de ofte overtar store deler av selskapet, og kan således ikke sies å være negativt i det store bildet. Men likevel viser studier

at kreditorene har en lavere gjenvinning ved restrukturering etter *Chapter 11* enn ved restrukturering etter private gjeldsforhandlinger.

5. Utfall av restrukturering

Finansiell krise ble i kapittel 3.1 definert som tilstanden et selskap befinner seg i når det ikke lenger kan møte sine forpliktelser. Videre er det avklart at problemene med å møte forpliktelsene kan komme som en konsekvens av endrede forutsetninger i driften og finansieringen av den. Et eksempel på dette er nedgangstider i bransjen med påfølgende fall i lønnsomheten. I nedgangstider er det stor risiko for at verdiene av eiendelene må skrives ned, og videre at selskapene går med underskudd. Det eventuelle tapet blir ført mot den balanseførte egenkapitalen og vil medføre en reduksjon i denne, på samme måte som at en gevinst vil medføre en økning. Egenkapitalen er som kjent et residuall begrep regnskapsteknisk, og bestemmes av eiendeler minus gjeld. Følgelig vil aksjonærene teoretisk måtte ta et eventuelt tap ved en finansiell krise. Dette følger også av juridiske bestemmelser presentert i kapittel 4, hvor vi ser at gjelden skal dekkes inn først ved en konkurs.

Et eksempel på prioriteringene som foreligger i selskapets kapitalstruktur, og utviklingen i balansen ved nedgangstider kan illustreres på denne måten:



Figur 8 - Utviklingen i balansen ved en finansiell krise.

Når egenkapitalen er tapt er selskapet å anse som insuffisient, og driver således for kreditors regning. Dersom det da i tillegg er illikvid vil selskapet økonomisk sett være insolvent, og konkurs juridisk sett.

5.1 Presentasjon av utfall

Når et selskap havner i en finansiell krise kan dette medføre at de må gjennom en finansiell restrukturering, med fokus på å sikre en mer bærekraftig kapitalstruktur. Denne restruktureringen vil trolig komme før selskapet er å regne som insolvent. På bakgrunn av teori om kapitalstrukturen (delkapittel 3.4.3) og de juridiske prioriteringene (kapittel 4), valgte vi å dele inn i tre ulike aktører som hver må bli hensyntatt i restruktureringen. Etter at egenkapitalen har blitt utrangert følger den usikrede gjelden, før eventuelt den sikrede gjelden må ta et tap. En restrukturering vil dreie seg om en form for tapsfordeling, hvor de ulike aktørene må bidra på forskjellige måter for å sikre videre drift av selskapet. Utfallene av restruktureringene vil derfor bli vurdert ut fra tre ulike perspektiver, henholdsvis aksjonærer, kreditorer og selskapet i sin helhet, med den hensikt å oppnå en rangering av selskapenes ulike utfall.

Ettersom hver restrukturering i utgangspunktet er unik vil de bli analysert enkeltvis, med sikte på å finne løsningene rettet mot de ulike aktørene. Deretter vil hovedessensen i hver restrukturering bli trukket ut og presentert samlet for å vurdere fellestrekk og rangere selskapenes utfall relativt til hverandre. Dette vil bli presentert i kapittel 9.

5.1.1 Aksjonær

For å rangere utfallene vil vi ta hensyn til fordelingen av tap på de ulike aktørene i restruktureringene. Dette tapet kan defineres på flere ulike måter. Ettersom oppgaven er avgrenset til kun å studere historisk informasjon vil vurderingen av tap foretas deretter. Av dette medfører at et tap for aksjonærer utspiller seg i form av en utvanning av eierandeler som følge av en konvertering av gjeld til egenkapital, samt at det i tillegg foretas en vurdering av den forholdsmessige andelen av ny egenkapital som må skytes inn. En egenkapitalemisjon vil i utgangspunktet ikke medføre et direkte tap for aksjonærene, men det kan anses som negativt at aksjonærene tvinges til å delta eller redusere sin eierandel ved salg av tegningsrettigheter, for å unngå en negativ formueseffekt som en følge av emisjonen. Videre må det også tas med i vurderingen at en generell nedskrivning av gjelden vil være positivt for aksjonærene. Oppsummert vil vurderingen av tapet for aksjonærene i hovedsak bli foretatt opp mot graden av utvanning, men ved mindre forskjeller vil forholdsmessig egenkapitalemisjoner og eventuell nedskrivning av gjeld bli hensyntatt.

5.1.2 Kreditor

For kreditorene vil det i utgangspunktet være motsatt med tanke på hva som er positivt og negativt. Det vil si at en emisjon og utvanning av aksjonærer er positivt for kreditor, mens en nedskrivning av det totale utestående på gjelden åpenbart vil være negativt. Hovedvekten i vurderingen vil ligge på nedskrivningen av gjelden, men ved små forskjeller vil de andre aspektene bli vurdert.

Med utvanning ved konvertering av gjeld til egenkapital menes det her ved konvertering til 100% av pålydende. Dersom det skjer til lavere verdier vil det medføre en nedskrivning av deler av gjelden for kreditorene, og således være negativt.

5.1.3 Selskapet

Når det kommer til selskapet i sin helhet vil fokuset i en restrukturering som kjent være å lette på gjeldsbyrden for å få en mer bærekraftig kapitalstruktur. Av hensyn til dette vil ikke vurderingen gå på tap når vi ser på selskapet, men heller på hvor mye gjeld som har blitt nedskrevet, tilbakekjøpt eller konvertert, og hvor mye ny egenkapital som er skutt inn. Et selskap som har fått “fjernet” mye gjeld fra balansen og fått et forholdsmessig høyt tilskudd av ny kapital relativt til et annet, vil bli rangert høyere.

5.2 Hypoteser

Oppgaven sikter på å analysere økonomiske og juridiske faktorer, restruktureringer og den eventuelle påvirkning faktorene har hatt ved å besvare problemstillingen:

“I hvilken grad påvirker økonomiske og juridiske faktorer utfallet av restruktureringer, og hvilke fellestrekk finnes blant utfallene?”

5.2.1 Økonomiske faktorer

De økonomiske faktorenes påvirkning på utfallene vil bli vurdert ved å foreta en analyse av selskapenes prestasjoner i ulike nøkkeltall som presentert i kapittel 3.4.4, og rangere selskapene etter målene på kredittrisiko som finnes ved hjelp av metodene syntetisk rating og relativ kredittrisiko. Med utgangspunkt i dette og fremlagt teori har vi utarbeidet et utvalg hypoteser for å hjelpe å besvare problemstillingen.

Selskapenes historiske prestasjoner blir summert opp til en kredittrisiko, hvor selskaper som har prestert bra får en lav kredittrisiko og selskaper som har prestert dårlig får en høy kredittrisiko. Denne kredittrisikoen er videre et mål på nedsiderisiko, og derav risikoen for finansiell krise. Av dette følger det at jo høyere kredittrisikoen er, jo større er sannsynligheten for et tap. Det forventes derfor at aksjonærer i selskaper med høy kredittrisiko vil få et dårligere utfall av restruktureringen enn aksjonærer i et selskap med lav kredittrisiko. Dette forventes fordi et selskap som har prestert dårligere enn andre vil ha behov for å konvertere mer gjeld til egenkapital, og dermed vanne ut aksjonærer, samtidig som at selskapet trolig vil ha et større behov for tilskudd av ny kapital med egenkapitalemissjoner rettet mot aksjonærene. Tilsvarende vil også forventningene for kreditorer være at en høy kredittrisiko vil medføre et større tap, fordi kreditorene må skrive ned mer av gjelden, og motsatt ved en lav kredittrisiko. Nullhypotesen er at det ikke er noen sammenheng mellom kredittrisikoen og utfallet av restruktureringen. Dette gir følgende hypoteser:

H₀: Det er ingen sammenheng mellom kredittrisikoen og utfallet av en restrukturering

H₁: Lav kredittrisiko vil gi et godt utfall for aksjonærene

H₂: Lav kredittrisiko vil gi et godt utfall for kreditorene

Selskapets utfall av restruktureringen vil som nevnt bli rangert etter eventuelle lettelser i gjeldsbyrden og innskudd av egenkapital. Følgelig vil et godt utfall for selskapet i utgangspunktet være negativt for både aksjonær og kreditor. Vi forventer derfor at selskapet vil få et bedre utfall av restruktureringen dersom kredittrisikoen er høyere, fordi dette medfører at aksjonærene og kreditorene må bidra mer i restruktureringen for å sikre selskapets fortsatte drift. Og i motsatt tilfelle forventes det at behovet er lavere ved en lav kredittrisiko, slik at utfallet satt opp mot andre blir dårligere. Dette oppsummeres med hypotesen:

H₃: Lav kredittrisiko vil gi et dårlig utfall for selskapet

Med hypotesene ønsker vi å se om kredittrisikoen kan forklare utfallet av restruktureringen, som er kvantifisert ved tapsfordeling på aksjonær og kreditor, og lettelse i balansen for selskapet. Vi ønsker med andre ord å se empirisk om de økonomiske faktorene har en betydning for utfallet, og dermed kan sies å ha påvirket det. Hypotesene vil i tillegg være en test på om en høy kredittrisiko er et signal på et dårlig utfall for aksjonærer og kreditorer, og i motsatt tilfelle om en lav kredittrisiko er et signal på et godt utfall. Det foreligger alternative hypoteser hvis sammenhengene peker i en annen retning enn våre forventninger. Ettersom vi har få

observasjoner og dermed liten statistisk styrke så vil det være en skjevhet mot at nullhypotesen ikke forkastes. Sannsynligheten for å få et statistisk signifikant resultat er lav og vi vil trolig ikke klare å fange opp noen signifikant sammenheng på grunn av variasjon og støy i dataene. Likevel ønsker vi å se om det foreligger en korrelasjon som kan indikere at kredittrisikoen har hatt en påvirkning på utfallet av restruktureringen, da dette kan danne grunnlaget for videre forskning med et større utvalg. Korrelasjonen blir dermed benyttet med den hensikt å se etter interessante indikasjoner.

Korrelasjonskoeffisienten gir et standardisert mål for den lineære samvariasjonen. Dette vil dog ikke si at en endring i kredittrisikoen sammenfaller med en estimert endring i utfallet av restruktureringen, men vil kun gi en koeffisient for om de tenderer å bevege seg i samme retning og i hvor stor grad. Den forteller oss med andre ord ikke noe om kausaliteten, altså årsakssammenhengen mellom variablene. Korrelasjonen brukes ofte når det testes om det finnes en sammenheng mellom variablene, og vil hjelpe oss med å vurdere om kredittrisikoen kan ha hatt en påvirkning på tapsfordelingen og derav utfallene av restruktureringene. Korrelasjonskoeffisienten blir som oftest benevnt med den greske bokstaven rho (ρ) og går fra -1 til 1. Hvor -1 betyr at en økning i variabel X gir et tilsvarende fall i variabel Y, og motsatt. En korrelasjon tilsvarende 1 vil bety at variablene følger hverandre, mens en korrelasjon lik 0 tilsier at det ikke er et forhold mellom dem. Kriteriene for kausalitet er at variablene X og Y må korrelere, endringen i X må skje før Y, samt at bakenforliggende årsaker til korrelasjonen må utelukkes (Løvås, 2013, s. 155-162 og 284-302).

Ved rangering av selskapene etter den relative kredittrisikoen vil 1 være det laveste og 6 det høyeste, slik at selskapet som rangeres som nr 6 har den høyeste kredittrisikoen. Utfallene av restruktureringene med hensyn på aksjonærer og kreditorer vil rangeres etter samme prinsipp, ved at det beste utfallet er 1 og det dårligste utfallet er 6. På bakgrunn av dette og teorien om korrelasjon kan hypotesene nå formuleres på følgende måte:

Aktør	Hypoteser
Nullhypotese	$H_0: \rho = 0$
Aksjonær	$H_1: \rho > 0$
Kreditor	$H_2: \rho > 0$
Selskap	$H_3: \rho < 0$

Tabell 5 - Hypoteser

Nullhypotesen er at det ikke er noen sammenheng mellom kredittrisikoen og utfallene av restruktureringene. Dette vil tilsvare en korrelasjon lik 0. For aksjonærer og kreditorer er det forventet at en lav kredittrisiko gir et godt utfall, og motsatt for en høy kredittrisiko. Følgelig er det forventet en positiv korrelasjon mellom kredittrisikoen og utfallene for disse aktørene. Når det kommer til selskapet forventer vi at en lav kredittrisiko vil gi et dårlig utfall relativt til andre selskaper fordi dette medfører mindre lettelser i balansen, hvilket betyr at vi forventer en negativ korrelasjon.

5.2.2 Juridiske faktorer

I kapittel 2 ble oppgavens analysemodell lagt frem, og det påpekes at de juridiske faktorene vil være vanskelig å måle effekten av. Vi har ingen metode for å kvantifisere dette, og følgelig vil det ved vurdering av påvirkning her bli foretatt en drøftelse opp mot relevante juridiske føringer lagt frem i kapittel 4 og eventuelle forskjeller i løsningene til selskapene.

Når det kommer til påvirkningen fra de ulike gjeldsforhandlingene er det ønskelig å se om det foreligger forskjeller i utfallene fra de ulike metodene. Følgelig vil vi studere om et selskap som har valgt en privat gjeldsforhandling har oppnådd et annet utfall enn et selskap som har valgt å gjennomføre en gjeldsforhandling under loven. Det er dog risiko for at ingen av selskapene har valgt gjeldsforhandling under loven på bakgrunn av nevnte begrensninger i delkapittel 4.5, det vil da ikke foreligge noe grunnlag for å vurdere forskjeller.

Teorien sier blant annet at aksjonærene skal ta et tap først ved en finansiell krise, men selv om det på bakgrunn av dette ville vært rimelig å forvente at aksjonærene tar det fulle tapet ved forhandlinger om en restrukturering, så er det ikke nødvendigvis dette som forekommer. Som nevnt fant blant annet Franks og Torous (1989, 1994) og Eberhart et al. (1990) i sine studier av amerikanske restruktureringer at aksjonærene blir sittende igjen med verdier i selskapet etter restruktureringen til tross for at all egenkapitalen var tapt, hvorav en av deres forklaringer kunne være at dette er en form for kompensasjon for at aksjonærene skal være medgjørlig. Følgelig forventer vi at aksjonærene sitter igjen med verdier i restruktureringene, selv om deler av den usikrede gjelden skulle bli nedskrevet, hvilket vil være et brudd på den såkalte "*absolute priority rule*". Videre forventes det at den sikrede gjelden, da spesielt i form av banker, ikke vil ta noe tap ved å nedskrive deler av gjelden i restruktureringene. Etersom bankene sitter med sikkerhet i eiendelene og er sist ut ved fordeling av et eventuelt tap på de ulike aktørene, er det lite trolig at de vil bidra med noe særlig mer enn en forskyvning av forfall og små lettelser i gjeldsbetingelser i en kort periode.

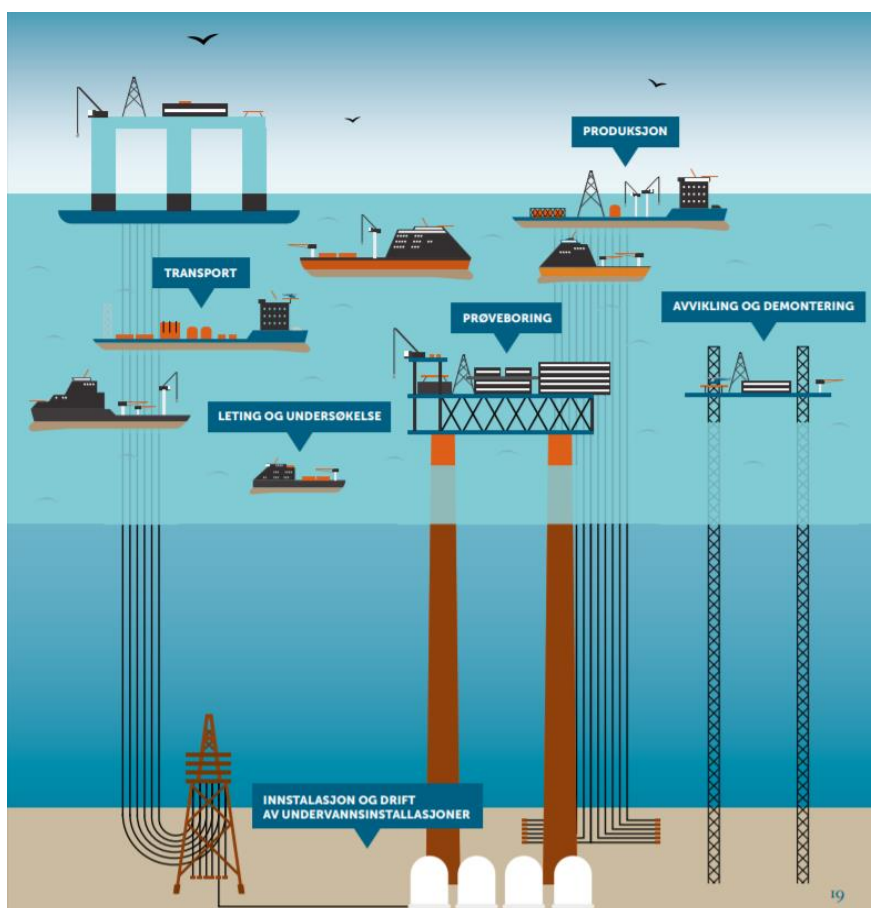
6. Generelt om næringen og utvalget

Leverandørindustrien består av selskaper som leverer olje- og gassrelaterte produkter og tjenester til oppstrøms olje- og gassindustri (Oljedirektoratet, 2017a). Det finnes ingen fast definisjon av oljeservicenæringen, men vi vil i denne oppgaven benytte definisjonen for leverandørindustrien. Alle selskapene i utvalget faller innenfor denne kategorien og vi vil i dette kapittelet komme med en generell redegjørelse om næringen og kjennetegn ved den, før utviklingen i oljeprisen og nøkkelinformasjon om utvalgene presenteres kort.

6.1 Oljeservicenæringen i Norge

Det første oljefunnet i Norge ble gjort i 1967 på oljefeltet Balder. Ikke mange år før hadde olje på norsk kontinentalsokkel blitt avskrevet. I et brev fra Norges Geologiske Undersøkelse til Utenriksdepartementet i 1958 uttalte de seg som følger: *«Man kan se bort fra mulighetene for at det skulle finnes kull, olje eller svovel på kontinentalsokkelen langs den norske kyst.»* (Oljedirektoratet, 2017b). Siden den gang har næringen vokst enormt. I dag er den norske offshoreflåten den nest største i verden målt i flåteverdi på om lag 20 milliarder USD (Norges rederiforbund, 2017). Offshorerederiene i Norge kontrollerer nærmere 600 skip, hvorav om lag 60% seiler med norsk flagg. Mer enn halvparten av driftsinntektene til norske offshorerederiene kommer fra arbeid på utenlandsk sokkel (Norges rederiforbund, 2014).

Vi har valgt å dele næringen inn i flere ulike undergrupper basert på tjenestene som leveres. Følgende er seismikk, supply, subsea (undervannsteknologi) og rigg/produksjonsservice. Se grafisk visning av eksempel på et oljefelt, med tilhørende tjenester:



Figur 9 - Livssyklusen til et oljefelt. Olje- og energidepartementet (2014): Mangfoldet i norsk leverandørindustri (med tillatelse).

Det er en rekke ulike operasjoner som må foretas i forbindelse med olje- og gassutvinning. Livssyklusen til et oljefelt følger et typisk mønster hvor ulike tjenester etterspørres avhengig av hvor oljefeltet er i syklusen. Livssyklusen kan oppsummeres ved følgende steg:

Undersøkelse → *Leting* → *Feltutbygging* → *Produksjon* → *Offshore* → *Transport* → *Nedstengning av avsluttede felt.*

Seismikk

Først steg i prosessen er undersøkelser med seismikk hvor det brukes lydbølger for å kartlegge de geologiske strukturene under havbunnen. Lydbølgene sendes ned til havbunnen og reflekteres tilbake til sensorer som enten slepes i vannet etter seismikkfartøyet, eller som er plassert på havbunnen (Oljedirektoratet, 2017c)

Det kan også foretas andre typer undersøkelser, som for eksempel innsamling av elektromagnetiske data og grunne borerer (Oljedirektoratet, 2017d). Når de innsamlede dataene er prosessert kan geologer studere avbildningene av undergrunnen for å se etter

forekomster av petroleumsressurser. PGS og Polarcus er to selskaper som spesialiserer seg på denne typen tjenester.

Rigg/produksjonsservice

Når det er identifisert strukturer som kan inneholde petroleumsressurser kan en utføre leteboring, med håp om å påvise et petroleumsreservoar (Lundberg & Gundersen, 2014). Både leteboring og produksjonsboring utføres av boreplattformer/-rigger, hvorav de mest vanligste typene er oppjekkbare rigger som står på havbunnen (Hagland, 2014b). Valg av rigg vil avhenge av hav- og brønndybde og klima. Der hvor oppjekkbare rigger (*“jack-up rig”*) er begrenset av havdybden vil halvt nedsenkable rigger (*“semi-submersible rig”*) være et alternativ. Disse flytende riggene blir ofte også valgt for områder med tøffere klima som Nordsjøen, blant annet på grunn av dets evne til å redusere påvirkningen fra bølger og vind (Rigzone, 2017). Songa Offshore er et eksempel på selskap som innehar borerigger.

Fellesbetegnelsen for plattformene som benyttes til petroleumsutvinning er produksjonsplattform, og disse har vanligvis utstyr for boring, drift og vedlikehold av brønner (Hagland, 2014c). For mindre felt og på dypt vann brukes ofte også produksjonsskip (*“Floating production, storage and offloading” - FPSO*), som blant annet tilbys av BW Offshore. Disse skipene er utstyr på lignende måte som en produksjonsplattform, men krever ingen lokal rørledningsinfrastruktur for å eksportere oljen og kan enklere flyttes når feltet er uttømt (Bluewater, 2017).

Det finnes også boligplattformer/rigger som er et eget boligområde skilt fra produksjonsplattformen, som reduserer risikoen for tap av menneskeliv ved ulykker på produksjonsplattformene (Hagland, 2014a). Prosafe er leverandør av halvt nedsenkable boligrigger.

Subsea

Ved boring og produksjon av et felt vil det være nødvendig med undervannsinstallasjoner, rørlegging, reparasjon, inspeksjoner og monitorering av utvinningsprosessen (Subsea7, 2017). Det vil være nødvendig med slike tjenester gjennom hele levetiden til et oljefelt, men feltutbyggingsprosessen vil være det stadiet hvor subsea-leverandører opplever størst etterspørsel etter sine tjenester ettersom rørlegging og andre undervannsinstallasjoner i all hovedsak forekommer under denne fasen (Norges rederiforbund, 2014, s.7). De vanligste fartøyene anvendt i denne undergruppen er fjernstyrt arbeidskjøretøy (*“Remote Operated*

Vehicle” - ROV), selvkjørende ubåter (“*Autonomous Underwater Vehicle*” - AUV) og multifunksjons-forsyningsfartøy (“*Multi Purpose Supply Vessel*” - MPSV) (DOF, 2017). I vårt utvalg er det ingen rendyrkede Subsea selskaper, men DOF eier 51% av DOF Subsea og vil dermed delvis tilhøre denne undergruppen.

Supply

Supply omfatter flere ulike tjenester som forsyning, ankerhåndtering, konstruksjon og andre service relaterte tjenester. Disse tjenestene vil være nødvendig gjennom hele livssyklusen til et oljefelt, men etterspørselen etter de ulike tjenestene vil avhenge av hvor i syklusen feltet befinner seg. Under utvikling, modifisering og nedlegging av felt vil bruken av ulike konstruksjonsskip (“*Construction Support Vessel*” - CSV og “*Offshore Construction Vessel*” - OCV) og ankerhåndteringskip (“*Anchor Handling Tug Supply Vessels*” - AHTS) være vanlig. Videre vil det i produksjonsfasen bli anvendt mer forsyningskip (“*Plattform Supply Vessel*” - PSV), ettersom ulikt utstyr og proviant fra land vil være nødvendig for opprettholding av produksjon (DOF, 2017). Av selskapene i vårt utvalg passer DOF best inn i denne kategorien, men som nevnt har de også Subsea-relaterte tjenester.

Kjennetegn rigg og skip

Alle selskapene i utvalget opererer i oljeservicenæringen, og deres flåter består av skip og rigger som kjennetegnes av de samme type problemstillinger. Dette er kapitaltunge eiendeler med lange levetider, og det anses for å være en bransje med høy forretningsmessig risiko. Ettersom driften av selve flåten kan outsources, behøves hovedsakelig kun kapital for etablering. Bankene har også tradisjon for å gi høy gearing på gunstige vilkår, og selskaper med lange utleiekontrakter kan belåne store deler av kjøpesummen. En høy gearing betyr at selskapet benytter en høy andel gjeld i forhold til egenkapital for å finansiere seg. Oppsummert gir dette lave inngangsbarrierer, og som et resultat av dette er risikoen stor for overkontrahering og oppbygging av for mye kapasitet i gode tider. Det er også høye exitbarrierer i bransjen, da det ofte vil det være mulig å oppnå større inntjening ved å ha skipene i markedet fremfor å sende de til opphugging (Kaldestad & Møller, 2016, s. 342).

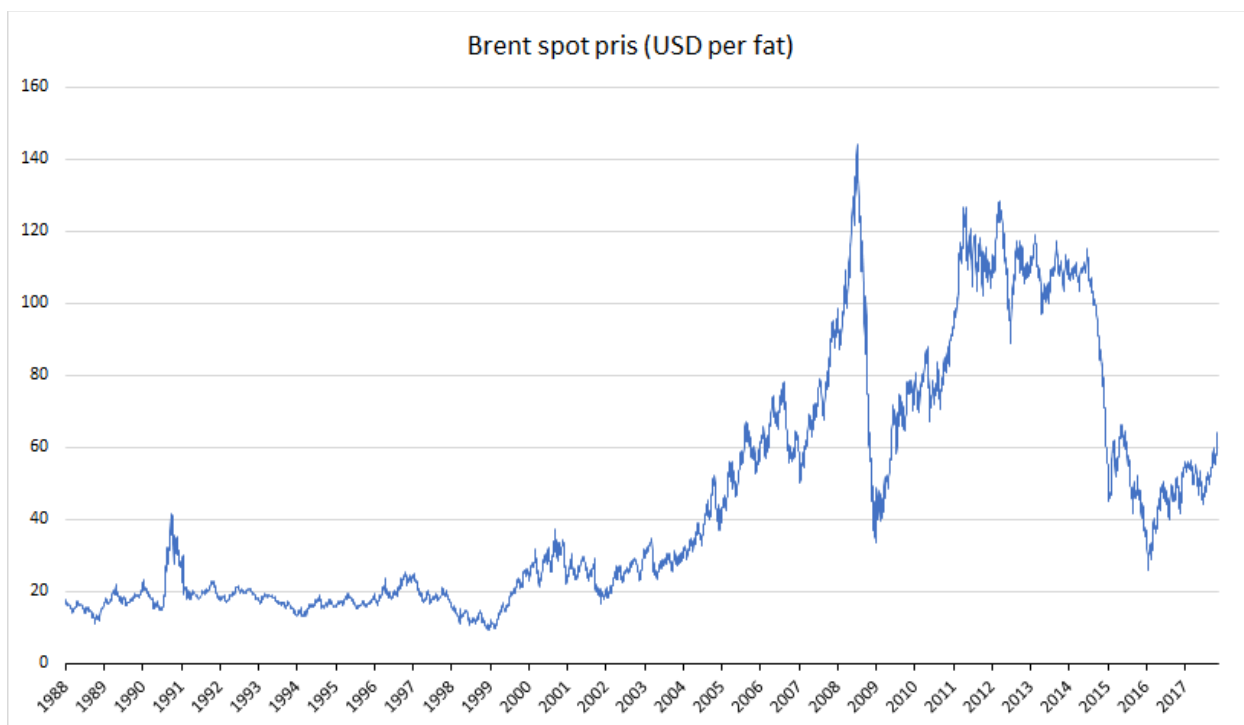
Bransjen er også utsatt for en betydelig grad av sykkikalitet som gir store svingninger i lønnsomheten. I gode tider kan ratene stige til svært høye nivåer da etterspørselen synes å være lite priselastisk, hvilket medfører overkontrahering og fall i ratene grunnet overkapasitet. Med lang levetid på eiendelene og de høye kostnadene ved å legge skip i opplag kan denne overkapasiteten vedvare over lang tid og gi rater som ikke dekker de variable kostnadene

(Kaldestad & Møller, 2016, s. 343). Etterspørselsfaktoren som påvirker ratene for selskapene i utvalget er hovedsakelig de langsiktige forventningene til oljeprisen. Denne prisen vil danne grunnlag for investeringsbudsjettene til kjøperne av deres tjenester, og ratene vil påvirkes deretter. Tilbud i form av tilgang gjennom nybygging og avgang ved opphugging av skip og rigger vil naturligvis også påvirke ratene (Kaldestad & Møller, 2016, s. 345).

6.2 Oljeprisen

Oljeprisen er som nevnt den avgjørende faktoren for investeringsnivået til oljeprodusenter, som igjen vil diktere aktivitetsnivået i oljeservicenæringen. Oljeprisen har opplevd kraftige svingninger i de seneste årene. Fra å ha ligget på et nivå på mellom 20 til 40 dollar i perioden 1988 frem til 2004, nådde oljeprisen en topp på over 140 dollar per fat i juli 2008. Deretter falt prisen frem til desember 2008 og nådde en bunn på ca. 30 dollar fatet som en følge av finanskrisen. I den påfølgende perioden steg prisen og stabiliserte seg rundt 110 dollar fatet før den på nytt falt drastisk i andre halvår av 2014.

Brent spot prisen representerer olje utvunnet fra Nordsjøen, og figuren under viser fluktuasjonene i prisen fra 1988 og frem til 2017:



Figur 10 - Brent spot pris i perioden 1988 til 2017 (EIA, 2017).

6.3 Utvalg

Fellestrekket for utvalget vårt i denne oppgaven er at de alle ble indirekte påvirket av det store fallet i oljeprisen i siste halvår av 2014. Utvalget vil her bli presentert i korte trekk for å gi et inntrykk av størrelse og virksomhet basert på informasjon hentet fra oslobors.no (OsloBørs, 2017c), årsrapporter for 2015 og 2016, proff.no (for aksjonærinformasjon) og selskapenes hjemmesider. Markedsverdier er hentet fra datastream.

6.3.1 BW Offshore Limited

Stiftet/børsnotert: 1982 / 31.05.2006

Ticker: BWO

Land: Bermuda

Omsetning 15/16: 1108,0 / 844,7 MUSD

Bokførte verdier 15/16: 3 439,7 MUSD / 3 367,9 MUSD

Markedsverdi 01.08.17: 4 457,44 MNOK / 564,1 MUSD

Antall ansatte 15/16: 2600 / 2100

Flåte 16: 14 FPSO, 1 FSO (“*Floating storage and offloading*”)



BW Offshore er en ledende global tilbyder av flytende produksjonstjenester til olje- og gassindustrien, med kontorer i alle de store olje- og gassregionene i verden. Selskapet stammer fra en avdeling etablert i 1982 av det historiske norske rederiet Bergesen d.y. ASA. I 2003 ble Bergesen kjøpt opp av Hong Kong baserte World-Wide shipping, og i 2005 ble selskapets flytende produksjonsskip skilt ut og etablert som et nytt selskapet med navnet Bergesen World-wide Offshore. I 2006 ble selskapet med hovedkontor på Bermuda børsnotert under navnet BW Offshore Ltd. Den største aksjonæren i selskapet er i dag holdingselskapet BW Group med sine 49,9 % aksjer, som kontrolleres av Sohmen Pao familien fra Hong Kong.

6.3.2 DOF ASA

Stiftet/børsnotert: 1981 / 04.10.2000

Ticker: DOF

Land: Norge

Omsetning 15/16: 1168,2 / 943,6 MUSD

Bokførte verdier 15/16: 3589,2 MUSD / 3449,1 MUSD

Markedsverdi 01.08.17: 1 531,61 MNOK / 193,8 /MUSD

Antall ansatte 15/16: 4819 / 4072

Flåte 16: 19 PSV, 19 AHTS, 28 CSV (+2 under bygging), og 69 ROV og 2 AUV



DOF ASA er en internasjonal leverandør av offshore service og subsea tjenester med kontorer i 10 land, og hovedkontor i Austevoll, Hordaland. Selskapet eier og driver en flåte med høyt spesialiserte supply og subsea fartøyer, med hensikt om å være en langsiktig aktør på lange kontrakter. Selskapet er delt inn i tre deler etter virksomhetsområder, DOF Rederi, Norskan, og det 51%-eide DOF Subsea. Videre utgjør divisjonen DOF Brasil selskapet Norskan og DOF Subseas operasjoner i Brasil. Familien Møgster kontrollerer 53,74 % (31.12.2016) av aksjene i selskapet og er med den største eieren, etterfulgt av Fredrik Wilhelm Mohn kontrollerte selskapet Perestroika AS på 9,23 %.

6.3.3 Petroleum Geo-Services ASA

Stiftet/børsnotert: 1992 / 26.08.1992

Ticker: PGS

Land: Norge

Omsetning 15/16: 961,9 / 764,3 MUSD

Bokførte verdier 15/16: 2 914,1 MUSD / 2 817,0 MUSD

Markedsverdi 01.08.17: 5 749,08 MNOK / 727,5 MUSD

Antall ansatte 15/16: 2301 / 2245

Flåte 16: 15 seismiske skip og 4 støtte-skip (“support vessels”)



Petroleum Geo-Services er en ledende teknologisk fokusert serviceleverandør til oljeindustrien som leverer tjenester innen marin geofysikk til det globale markedet. Selskapet har kontorer i 17 land over hele verden, og hovedkontor på Lilleaker i Oslo. Etter notering på Oslo Børs i 1992 ble selskapet i 1997 også notert på New York Stock Exchange. I 2007 søkte selskapet om å bli strøket fra NYSE blant annet på grunn av lav omsetning, og de er per dags dato kun notert på Oslo Børs. Selskapets største aksjonær er familien Andresen med en eierandel på 11,02 % gjennom holdingselskapet Ferd AS.

6.3.4 Polarcus

Stiftet/børsnotert: 2008 / 20.06.2012

Ticker: PLCS

Land: De forente arabiske emirater

Omsetning 15/16: 377,5 / 243,4 MUSD

Bokførte verdier 15/16: 848,2 MUSD / 571,9 MUSD

Markedsverdi 01.08.2017: 283,86 MNOK / 272,9 MUSD

Antall ansatte 15/16: 475 / 435

Flåte 16: 7 seismiske skip



Polarcus er et seismikkselskap som er lokalisert i Dubai i De forente arabiske emirater. Utover hovedkontoret i emiratene har selskapet kontorer i USA, England, Russland, Norge, Brasil og Singapore. Selskapet er svært opptatt av å ha en miljøvennlig profil, noe som reflekteres i deres miljøvennlige flåte. Den nederlandske banken ABN AMRO Bank var per 31.12.2016 den største aksjonæren i Polarcus med en eierandel på 20,71%.

6.3.5 Prosafe SE

Stiftet/børsnotert: 1997 / 23.04.1997

Ticker: PRS

Land: Kypros

Omsetning 15/16: 474,7 / 474,0 MUSD

Bokførte verdier 15/16: 2187,2 MUSD / 2 686,9 MUSD

Markedsverdi 01.08.2017: 2 156,49 MNOK / 272,9 MUSD

Antall ansatte 15/16: 851 / 662

Flåte 16: 8 boligrigger (+3 under bygging), 1 boligskip, 1 støtteinstallasjonsrigg "Tender Support Vessel - TSV"



Prosafe SE er en operatør av halvt-nedsenkbare boligrigger. Selskapet er en global aktør med erfaring fra alle verdens hjørner. Etter en fisjon i Transocean oppsto selskapet Safe Offshore, som i 1997 registrerte seg på Oslo børs. Deretter fusjonerte Safe Offshore ASA med selskapet Procon Offshore ASA, og byttet navn til Prosafe ASA. Selskapet valgte i 2007 å emigrere til Kypros. Selskapet valgte i samme periode å fokusere kun på boligrigg-segmentet innen oljeservice. Selskapets hovedaksjonær per 31.12.2016 er North Sea Strategic Investments AS med sin eierandel på 21,7% som igjen drives av det Stavanger-lokaliserte private equity selskapet HitecVision.

6.3.6 Songa Offshore SE

Stiftet/børsnotert: 2005 / 26.01.2006

Ticker: SONG

Land: Kypros

Omsetning 15/16: 513,4 / 753,1 MUSD

Bokførte verdier 15/16: 3250,3 MUSD / 3431,9 USD

Markedsverdi 01.08.2017: 4 478,02 MNOK / 566,7 MUSD

Antall ansatte 15/16: 990 / 1024

Flåte 16: 7 Halvt nedsenkbare rigger



Songa Offshore SE er en kypriotisk riggoperatør. Selskapet operer borerigger på norsk kontinentalsokkel, hvor selskapet deltar i både leting- og produksjonsfasen av et oljefelt. Songa har i dag kontorer i Bermuda, Kypros, Korea, Singapore og Norge. Riggene styres fra konsernets kontorer i Stavanger, Bergen og Stjørdal, mens selskapets ledelse er på hovedkontoret på Limassol, Kypros. Selskapets hovedaksjonær er Fredrik Wilhelm Mohn med en eierandel på 44,35% (31.12.2016) som eies gjennom holdingselskapet Perestroika AS.

7. Økonomiske faktorer

Teorigrunnlaget for dette kapittelet er presentert i kapittel 3. Selskapenes resultatregnskap og balanse er omgruppert etter metoden fra kapittel 3.3 om regnskapsanalyse. Av plasshensyn vil de omgrupperte regnskapene ikke bli lagt frem, men et eksempel på omgrupperingen kan finnes i appendiks 3 til 6. I dette kapittelet vil vi presentere resultatet av nøkkeltallsanalysen, og deretter kredittrisikooanalysene og rangeringen av selskapene på bakgrunn av dette.

7.1 Nøkkeltallsanalyse

De utvalgte nøkkeltallene vil her bli kommentert i korte trekk for å vise selskapenes relative prestasjoner og poengene de har fått tildelt basert på dette. Vi vil også trekke frem eventuelle fellestrekk blant selskapene. Den syntetiske ratingen vil utarbeides ved å se på nøkkeltallene lgl, rdg, ekp og ndr over alle periodene. Poengene selskapene får tildelt på bakgrunn av gjennomsnittet i alle nøkkeltallene brukes for å gi et mål på den relative risikoen.

7.1.1 Likviditetsanalyse

Kortsiktig likviditetsrisiko analyseres gjennom gjeldsdekning i balansen og gjeldsdekning i resultatet. Likviditetsgrad 1 og finansiell gjeldsdekning tar for seg selskapets gjeldsdekning i balansen, og sier noe om eiendelenes dekning av gjelden. Gjeldsdekning i resultatet utgjør nøkkeltallene rentedekningsgrad.

Likviditetsgrad 1:

Selskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt	Poeng
BW Offshore	0,20	1,12	0,67	0,86	0,79	0,99	0,77	1
DOF	1,36	1,01	1,18	1,00	0,73	0,97	1,04	1
PGS	2,36	1,64	2,27	1,95	1,60	1,58	1,90	3
Polarcus	1,67	2,03	1,37	1,40	1,68	0,23	1,40	2
Prosafe	1,87	2,16	1,30	2,55	1,35	0,49	1,62	3
Songa Offshore	1,69	0,93	1,05	1,45	0,85	0,66	1,11	2

Tabell 6 - Likviditetsgrad 1 i perioden 2010 til 2015.

Som kjent sier tommelfingerregelen at et selskap bør ha en likviditetsgrad 1 høyere enn 2. Ingen i utvalget oppfyller dette kravet, dog bør det sies at likviditeten ikke er direkte lav med et samlet gjennomsnitt på 1,31. Fallet i oljeprisen i midten av 2014 (se figur 10 i kapittel 6) kommer tydelig frem, da likviditeten til 5 av 6 selskaper faller i perioden 2013 til 2015. I utvalget er det

PGS som markerer seg med det desidert høyeste gjennomsnittet på 1,90, mens BW Offshore viser seg å være utvalgets dårligste selskap med et gjennomsnitt på 0,77.

Finansiell gjeldsdekning:

Selskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt	Poeng
BW Offshore	0,14	0,21	0,06	0,08	0,11	0,06	0,109	1
DOF	0,15	0,10	0,10	0,10	0,13	0,14	0,120	2
PGS	0,72	0,61	0,58	0,38	0,15	0,14	0,432	3
Polarcus	0,38	0,14	0,22	0,11	0,11	0,11	0,178	2
Prosafe	0,13	0,12	0,14	0,14	0,13	0,04	0,117	1
Songa Offshore	0,33	0,07	0,45	0,60	0,35	0,13	0,322	3

Tabell 7 - Finansiell gjeldsdekning i perioden 2010 til 2015.

Hele utvalget bærer preg av en lav grad av finansiell gjeldsdekning, dette må sees i sammenheng med at bransjen er særdeles kapitaltung og høyt gearet. Bransjen kan også sies å være rendyrket da de har få finansielle eiendeler, og dermed få eiendeler utover det som er direkte driftsrelatert. Kontanter utgjør majoriteten av de finansielle eiendelene. I Utvalget er det spesielt PGS og Songa Offshore som utmerker seg med et høyt gjennomsnitt på henholdsvis 43,2% og 32,2%, likevel ser man en klar konvergering mot et særdeles lavt nivå av finansielle eiendeler i forhold til den finansielle gjelden i 2015. Dette tyder på at selskapene har valgt å selge unna store deler av de finansielle eiendelene for å kunne drive videre i nedgangsperioden. Det er ingen spesielle selskaper som utpeker seg som den dårligste, dog kan en se av tabellen at BW Offshore og Prosafe slet både i 2015 og gjennomsnittlig sammenlignet med de andre selskapene i utvalget.

Rentedekningsgrad:

Selskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt	Poeng
BW Offshore	1,93	2,29	0,38	2,74	4,04	5,13	2,75	2
DOF	0,71	1,16	1,46	1,48	1,67	1,82	1,38	1
PGS	2,87	3,18	8,00	12,84	4,73	-0,09	5,25	3
Polarcus	0,12	0,26	1,20	1,57	0,52	0,16	0,64	1
Prosafe	4,30	3,79	4,56	6,18	5,71	3,64	4,70	3
Songa Offshore	5,08	7,50	1,53	1,87	2,33	7,27	4,26	2

Tabell 8 - Rentedekningsgrad i perioden 2010 til 2015.

Tre selskaper viser over perioden langt bedre evne til å betjene sine gjeldskostnader. Til tross for et svakt resultat i 2015, har PGS det høyeste gjennomsnittet på 5,25. I utvalget er det spesielt Polarcus og DOF som utpeker seg som selskapene med størst problemer med å dekke rentekostnadene. Lavere resultater enn vanlig i 2015 er årsaken til at 4 av 6 selskaper er under gjennomsnittet sitt for perioden.

7.1.2 Soliditetsanalyse

Den langsiktige soliditetsrisikoen analyseres ved å se på egenkapitalprosenten, netto driftsresultat og *“leverage ratio”*. Nøkkeltallene sier noe om selskapets evne til å betale fremtidige forpliktelser og tåle fremtidige tap. Analysen vil med andre ord gi en indikasjon på om selskapet evner å stå gjennom en lengre nedgangsperiode.

Egenkapitalprosent:

Selskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt	Poeng
BW Offshore	37,5 %	32,4 %	32,9 %	33,5 %	32,7 %	27,5 %	32,7 %	1
DOF	24,9 %	21,6 %	21,3 %	19,4 %	21,2 %	16,4 %	20,8 %	1
PGS	57,4 %	56,5 %	58,7 %	58,3 %	53,4 %	50,2 %	55,7 %	3
Polarcus	40,2 %	38,8 %	35,1 %	40,1 %	39,2 %	13,2 %	34,4 %	2
Prosafe	32,4 %	33,6 %	34,7 %	45,7 %	41,2 %	32,7 %	36,7 %	2
Songa Offshore	67,7 %	47,2 %	34,6 %	44,3 %	44,9 %	17,6 %	42,7 %	3

Tabell 9 - Egenkapitalprosent i perioden 2010 til 2015.

I kapittel 4.2.3 ble det påpekt at den gjennomsnittlige egenkapitalprosent på Oslo Børs var 38,5 % i 2015 ifølge statistisk sentralbyrå. Ser vi dette opp mot utvalgets gjennomsnitt for tilsvarende år er denne 26,3%, altså betydelig lavere. For de tidligere årene ligger derimot gjennomsnittet for utvalget opp mot 40%, noe som tyder på at den lave egenkapitalandelen i 2015 har oppstått som følger av en lav lønnsomhet og at den ikke er en indikator på en lav bransjestandard. Vi ser også klare forskjeller mellom beste og dårligste selskap i utvalget, hvorav PGS har hele 35 % høyere snitt enn DOF. Mye tyder på at nedskrivningene har kommet for sent, da egenkapitalprosenten falt veldig mye i 2015, eksempelvis falt Songa og Polarcus med ca. 26% i denne perioden. Ettersom fallet i oljeprisen kom allerede i midten av 2014, burde selskapene hatt anledning til å nedskrive tidligere slik at egenkapitalprosenten i 2014 muligens burde vært lavere.

Netto driftsrentabilitet:

Selskap	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt	Poeng
BW Offshore	3,5 %	0,6 %	5,4 %	8,3 %	8,1 %	5,2 %	2
DOF	3,4 %	4,6 %	5,1 %	5,5 %	5,7 %	4,9 %	2
PGS	4,5 %	10,2 %	12,6 %	3,7 %	-0,2 %	6,2 %	3
Polarcus	1,5 %	8,0 %	8,7 %	2,4 %	0,8 %	4,3 %	1
Prosafe	13,7 %	14,8 %	14,9 %	13,3 %	7,7 %	12,9 %	3
Songa Offshore	4,3 %	2,8 %	3,6 %	4,1 %	5,8 %	4,1 %	1

Tabell 10 - Netto driftsrentabilitet for perioden 2011 til 2015.

Utvalget preges av lav lønnsomhet med unntak av Prosafe som har dobbelt så høy netto driftsrentabilitet som den nest beste. Netto driftseiendelene er i perioden 2013 til 2015 fallende for store deler av utvalget grunnet betydelige nedskrivninger, noe som kan være med på å forklare at enkelte opplever en økning i rentabiliteten for denne perioden. Songa Offshore og Polarcus har de desidert laveste gjennomsnittene i utvalget.

Leverage Ratio:

Selskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gj.snitt	Poeng
BW Offshore	8,87	5,34	7,03	3,68	3,39	3,34	5,28	1
DOF	9,75	10,30	7,70	7,25	7,04	7,16	8,20	1
PGS	0,47	0,68	0,49	0,77	1,43	1,99	0,97	3
Polarcus	10,67	7,01	3,26	3,01	3,88	3,80	5,27	2
Prosafe	2,34	2,77	2,60	2,20	2,67	4,87	2,91	3
Songa Offshore	1,05	5,49	4,00	2,11	3,51	7,48	3,94	2

Tabell 11 - Leverage ratio i perioden 2010 til 2015.

Det er stor variasjon blant selskapene, og PGS kommer frem som den soleklart beste. I motsatt ende har DOF høyest "leverage ratio" og er således den som presterer dårligst i utvalget. Nøkkeltallet benyttes som kjent i gjeldsbetingelser, og ligger gjerne rundt 6. Grunnet de ulike utregningsmetodene vil det likevel ikke være grunnlag for å si hvorvidt hvert enkelt selskap er i brudd (eller i nærheten) med sine gjeldsbetingelser, men størrelsen gir innsikt i utviklingen i de ulike selskapene.

7.2 Analyse av kredittrisiko

Nøkkeltallene vil her bli benyttet for å utarbeide to ulike mål på kredittrisiko for selskapene med bakgrunn i metodene nevnt i kapittel 3.3.4.3. Det første målet på kredittrisiko vil være i form av en syntetisk rating, mens det andre målet på kredittrisiko vil være et relativt mål på kredittrisiko. Med et relativt mål menes at selskapene i utvalget kun sees i forhold til hverandre og målet på risiko kan således ikke sammenlignes med en syntetisk rating eller en rating utgitt fra et kredittratingbyrå.

7.2.1 Syntetisk rating

I analysen av kredittratingen er hvert år i perioden 2011 til 2015 vektlagt likt. Valget av denne vektingen hører sammen med at utviklingen i selskapene korrelerer i svært stor grad med oljeprisutviklingen som i perioden har vært preget av høye og lave priser. Et likt vektet gjennomsnitt for hele perioden vil dermed være mer representativt. Utviklingen i den syntetiske kredittratingen presenteres i tabell 12.

<i>Vekter</i>	<i>20 %</i>	<i>20 %</i>	<i>20 %</i>	<i>20 %</i>	<i>20 %</i>	
Selskap	2011	2012	2013	2014	2015	<i>Gj.snitt</i>
BW Offshore	BB	B/C	BB	BB	BBB/BB	<i>BB</i>
DOF	BB/B	BB/B	BB/B	BB/B	BB/B	<i>BB/B</i>
PGS	BBB	A/BBB	A	BBB	BB/B	<i>BBB</i>
Polarcus	BB/B	BBB/BB	BBB/BB	BB/B	CC	<i>BB/B</i>
Prosafe	BBB	BBB	A	A/BBB	BB	<i>BBB</i>
Songa Offshore	BBB/BB	BB/B	BB	BB	BB/B	<i>BB</i>

Tabell 12 - Utvikling i kredittrating fra 2011 til 2015.

Fra tabellen og diagrammet kan en konkludere at enkelte av disse selskapene ville blitt klassifisert som “*investment grade*” da oljeprisen var på sitt høyeste. Dette ville i realiteten vært svært usannsynlig, og er derfor kun en effekt av at kun de historiske tallene er tatt i betraktning. Videre fremkommer det av analysen at oljefallet i 2014 fører til en negativ trend fra 2013 til 2015 for PGS, Polarcus, Prosafe og Songa Offshore. BWO har i samme periode en oppadgående trend, mens DOF er upåvirket. Når gjennomsnittet tas i betraktning finner en at selskapene kan deles inn parvis, hvorav PGS og Prosafe har et gjennomsnitt tilsvarende BBB, mens BW Offshore og Songa Offshore har en rating på BB. Nederst i utvalget havner DOF og Polarcus med et gjennomsnitt på BB/B.

7.2.2 Relativ kredittrisiko

Vi har valgt å utvide rammeverket til den syntetisk rating med å inkludere et større utvalg av nøkkeltall basert på vurderinger av hva vi anser som viktig i en syklisk bransje som oljeservice. Utover de fire ulike nøkkeltallene benyttet i den syntetiske ratingen legges finansiell gjeldsgrad til likviditetsanalyse og “*leverage ratio*” til soliditetsanalysen.

Begrunnelsen for dette er selskapenes behov for å kunne betjene gjeld på litt lengre kort sikt, altså evne å dekke mer enn bare den kortsiktige gjelden som forfaller innen et år. Som nevnt ser den finansielle gjeldsdekningen på selskapets evne til å dekke inn den finansielle gjelden med finansielle eiendeler, og således et mål på selskapets evne til å betjene gjeld gjennom balansen uten å skade driften. “*Leverage ratio*” er som tidligere nevnt en svært utstrakt gjeldsbetingelse, og et brudd i denne vil føre til at gjelden potensielt forfaller umiddelbart, og således en svært viktig gjeldsbetingelse.

Selskapene er gitt poeng etter hvilke kategorier de faller under, hvor 3 poeng er gitt til de to beste selskapene i utvalget og 1 poeng til de to dårligste. Disse nøkkeltallene vektet deretter med vektene angitt i tabellene nedenfor, og produktet av disse gir den endelig poengsummen for hvert enkelt selskap.

Selskap	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG	Vekting
Likviditetsgrad 1	1	1	3	2	3	2	12 %
Finansiell gjeldsdekning	1	2	3	2	2	1	12 %
Rentedeckningsgrad	2	1	3	1	3	2	8 %
Vektet likviditetspoeng	0,40	0,44	0,96	0,56	0,84	0,52	

Tabell 13 - Poeng fra likviditetsanalysen.

I likviditetsanalysen fant vi at selskapene hadde en relativt god likviditetsgrad 1, noe som fører til at selskapene generelt sett har hatt gode evner til å betjene den kortsiktige gjelden. Videre fant vi at utvalget var preget av svært lav finansiell gjeldsdekning over hele perioden, dette tyder på at bransjen er svært fokusert innenfor sitt virkeområde. Selskapene viste også relativt gode evner til å betale rentekostnadene sine gjennom resultatet. PGS er det selskapet som har høyest vektet poengsum med 0,96 poeng etter likviditetsanalyse, mens BWO presterer dårligst med kun 0,40 poeng.

Selskap	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG	Vekting
Egenkapitalprosent	1	1	3	2	2	3	24 %
Netto driftsrentabilitet	2	2	3	1	3	1	32 %
Leverage ratio	1	1	3	2	3	2	12 %
Vektet solditetspoeng	1,00	1,00	2,04	1,04	1,80	1,28	

Tabell 14 - Poeng fra soliditetsanalysen.

Fra soliditetsanalysen kan vi konkludere med at selskapene ikke hatt en særskilt lav egenkapitalprosent før nedgangsperioden begynte, da gjennomsnittet viste seg å være på nivå med selskapene på Oslo Børs. Samtidig viste egenkapitalprosenten at selskapene hadde betydelig svekkelse i egenkapitalandelen i nedgangsperioden. Soliditetsanalysen avdekket også at netto driftsrentabiliteten var svært lav forut for restruktureringene, noe som videre kan være med på å forklare svekkelsen i egenkapitalprosenten. PGS og Prosafe er de selskapene som utmerker seg som de klart beste kandidatene fra soliditetsanalysen med en respektiv poengscore på 2,04 og 1,80. Både BWO og DOF er selskapene som presterer dårligst med 1 poeng hver.

Selskap	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG	Gj.snitt
Vektet likviditetspoeng	0,40	0,44	0,96	0,56	0,84	0,52	0,62
Vektet solditetspoeng	1,00	1,00	2,04	1,04	1,8	1,28	1,36
Samlet poengsum	1,40	1,44	3,00	1,60	2,64	1,80	1,98

Tabell 15 - Samlet poeng fra likviditet- og soliditetsanalyse.

Basert på de vektete poengene gir likviditets- og soliditetsanalysen følgende rangering fra best til dårligst:

1. Petroleum Geo-Services - 3,00
2. Prosafe - 2,64
3. Songa Offshore - 1,80
4. Polarcus - 1,60
5. DOF - 1,44
6. BW Offshore - 1,40

PGS presterer jevnt over bra i alle de ulike nøkkeltallene, noe som gir selskapet full pott på 3 poeng. Selskapet har vært blant de to beste i samtlige av nøkkeltallene. Et klart skille ned til nummer to på listen, hvor Prosafe befinner seg. Prosafe gjør det også særdeles sterkt når de måles opp mot de andre i utvalget. PGS og Prosafe trekker gjennomsnittet for utvalget opp til 1,98. Fra tredje- til sistede plasseringen er det kun 0,40 poeng som skiller de ulike selskapene.

Oppsummert kan vi lese ut fra analysen at PGS har den laveste relative kredittrisikoen og således er minst risikabel. I motsatt ende finner vi BWO som dermed er det mest risikable selskapet før restruktureringen.

7.2.3 Valg av metode

Begge analysene viser relativt like resultater. De er begge preget av parvise prestasjoner, med dette menes at det er et markant skille mellom to og to selskap. Når resultatene sees opp mot hverandre, som i tabellen nedenfor, kommer et klart skille mellom de to beste kandidatene PGS og Prosafe fram. Utover dette blir det vanskelig å skille mellom de andre selskapene, dog utmerker Songa Offshore seg som et av selskapene som presterer middels i begge analysene. Ved inkludering av flere nøkkeltall og ved ulik vektning med den relative kredittrisikoen vil BWO komme markant dårligere ut i rangeringen, mens Polarcus kommer bedre ut.

Syntetisk rating		Relativ kreditrisiko	
PGS	BBB	3,00	PGS
Prosafe	BBB	2,64	Prosafe
BW Offshore	BB	1,80	Songa Offshore
Songa Offshore	BB	1,60	Polarcus
DOF	BB/B	1,44	DOF
Polarcus	BB/B	1,40	BW Offshore

Tabell 16 - Syntetisk rating vs. relativ kreditrisiko.

Grunnet liten variasjon i den syntetiske ratingen, velger vi å se bort i fra denne og vil således kun sammenligne den relative kredittrisikoen opp mot utfallet av restruktureringen, da denne gir oss et tydeligere skille mellom selskapene i utvalget. Vi ser det også som gunstig at vurderingen av selskapenes prestasjoner baserer seg på et større utvalg av nøkkeltall.

8. Juridiske faktorer

Som vi var inne på i kapittel 4 så er det ikke nødvendigvis slik at et selskap som er notert på Oslo Børs har muligheten til å benytte seg av norsk konkurslov ved gjeldsforhandlinger, ettersom dette bestemmes av selskapets registrerte hjemting. Det er et skifte mot at der hvor selskapet har sine hovedinteresser skal bli hensyntatt i vurderingen, men per dags dato har ikke denne loven blitt iverksatt. Dette medfører at fire av selskapene i utvalget, henholdsvis BW Offshore, Polarcus, Prosafe og Songa Offshore, ikke hadde anledning til å benytte seg av norsk konkurslov fordi de ikke har sitt registrerte hjemting i Norge. Drøftelsen vil likevel bli foretatt opp mot hovedaspektene ved gjeldsforhandlinger etter norsk konkurslov slik det er fremlagt i kapittel 4.4.

8.1 Gjeldsforhandlingene

Konkursloven krever at samtlige usikrede kreditorer godkjenner forslaget om en restrukturering under en frivillig gjeldsordning, mens det ved tvangsakkord kreves 3/4 av stemmene ved 25-50 % dividende eller 3/5 ved mer enn 50 % dividende. De sikrede kreditorene som anses å ha tilstrekkelig pantesikkerhet for lånene eller annen prioritering kan utelukkes fra forslaget. Ved godkjenning av det private forslaget er det derimot bestemmelsene for den enkelte aktør som avgjør. Aksjonærer og obligasjonseiere krever som kjent normalt 2/3 flertall, og for bankenes del vil det være opp til hver enkelt hvilke løsninger de finner akseptable. Det foreligger heller ikke et krav til minstedividende, som i praksis kunne vært problematisk for selskaper som allerede har likviditetsproblemer.

Den frivillige gjeldsordningen har ingen dividendekrav eller retningslinjer for utforming av planen, men kravet om 100 % godkjenning fra involverte kreditorer kan være svært problematisk å oppnå. Det er derfor rimelig å anta at en frivillig gjeldsordning ikke ville vært gjennomførbar for selskapene i utvalget, spesielt med tanke på at den usikrede gjelden består av obligasjonslån som er utstedt til en rekke ulike investorer. Dermed gjenstår en eventuell tvangsakkord, med kravet om 25 % minstedividende, med mindre visse kreditorer aksepterer dårligere dekning. Her vil også private gjeldsforhandlinger ha et lavere flertallskrav, som i og for seg vil tale mot den offentlige gjeldsforhandlingen. Den uttømmende listen over alternativer for tvangsakkorden gjør også at selskapenes muligheter i restruktureringen blir meget begrenset. Dersom dividenden eksempelvis kunne blitt betalt ved konvertering av gjeld til aksjer hadde den muligens ikke vært så problematisk, men når dette ikke er et alternativ kan det

føre til likvidering av eiendeler fordi likviditetsproblemer er en av årsakene til at gjeldsforhandlinger inngås. Ettersom loven ikke gir noen direkte føringer for betalingstidspunktet for dividenden, så er det store spørsmålet hva som anses som “innen rimelig tid”. Hvis vi tar utgangspunkt i vårt naboland, Sverige, så har de et lignende dividendekrav med 1 års betalingsfrist. Analysen av nøkkeltallet finansiell gjeldsdekning i kapittel 7.1 viste blant annet at selskapene hadde en lav andel finansielle eiendeler i forkant av restruktureringen, hvilket isolert sett indikerer at de hadde blitt tvunget til å selge driftseiendeler for å dekke dividenden. Det skal også sies at et eventuelt salg av deler av selskapets flåte muligens ikke hadde gitt betydelig overskuddslikviditet til betaling av et dividendekrav, grunnet panteordningene og det faktum at verdiene av flåtene hadde falt betraktelig som en følge av nedgangskonjunkturen i næringen. En slik uheldig likvidering av eiendeler vil ikke bare svekke selskapets videre drift, men kan også svekke verdien av kreditorenes gjeld som en videre konsekvens.

Flertallskravet for godkjenning av et forslag som innebærer mer enn 50 % dividende er lavere enn det som kreves ved private gjeldsforhandlinger, men dette vil imidlertid medføre en svært ugunstig likvidering dersom antagelsen om at betaling innen rimelig tid legges til grunn.

Dersom vi antar at betalingstidspunktet kan utsettes i 2-3 år, så er det ikke like stort grunnlag for å påstå at dette vil være ugunstig for selskapet fordi det vil gi sårt tiltrengt pusterom i påvente av bedre tider. Spørsmålet om 2-3 år vil være en tilstrekkelig utsettelse av gjelden for utvalget vårt til å komme seg gjennom nedgangsperioden er derimot en annen vurdering. Som påpekt i kapittel 6.1 om kjennetegn ved rigg og skip, så vet vi at en nedgangsperiode i næringen og overkapasiteten av rigg og skip som en følge av denne kan vare over en lengre periode. Begrunnet av de høye kostnadene ved å legge deler av flåten i opplag, og de lave utbetalingene ved å sende den til opphugging. Følgelig kan det vurderes i den retning at dividendekravet presentert i norsk konkurslov kan utgjøre en stor risiko for selskapene som velger å gjennomføre sine gjeldsforhandlinger etter lovens bestemmelser, spesielt med tanke på kjennetegn ved næringen. Selv om hensikten med dividendekravet i tvangsakkorden er å ivareta kreditorene, kan det medføre en uheldig likvidering av eiendeler som svekker selskapets videre drift. Løsningen med dividendekrav virker derfor ikke å være optimal for selskaper som har behov for å restrukturere gjelden.

Under private gjeldsforhandlinger vil selskapet inneha en høy grad av kontroll og driften vil ha mulighet til å fortsette som normalt, upåvirket av forhandlingene. Til forskjell fra dette, vil

driften overværes av gjeldsnemnda under gjeldsforhandlinger etter den norske konkursloven. Selskapet har for eksempel ikke lov til å stifte eller fornye gjeld uten nemndas tillatelse. Her kan gjeldsnemnda i utgangspunktet velge selv om de ønsker å ta stilling til konkrete beslutninger som enkle kredittkjøp hver gang, eller om tilsynet skal føres på et mer overordnet nivå. Dette kan fremstå som et forstyrrende element for den underliggende driften til selskapet, og kan i verste fall føre til en svekkelse av verdiene i selskapet, som vil være negativt for alle parter involvert i forhandlingene. Det er viktig at driften til selskapet ikke vanskeliggjøres av gjeldsnemnda og selskapet kan klage om det skulle forekomme, men det er likevel ingen garantier for at driften får fortsette tilnærmet som normalt. Graden av påvirkning og eventuelle forstyrrelser på driften vil blant annet avhenge av gjeldsnemndas erfaring.

En ulempe med private gjeldsforhandlinger er at den krever full frivillighet fra involverte interessenter. Dersom kreditorer ikke er interessert i å inngå forhandlinger så kan de ikke tvinges. Selskapet vil heller ikke ha noen form for beskyttelse fra loven mot potensiell gjeldsforfølgning fra kreditorer som ikke er interessert i å forhandle. Det er som kjent vanlig å forsøke å få på plass en standstill-avtale med kreditorerne, men i de tilfellene hvor dette ikke lar seg gjøre kan det vise seg å bli problematisk å gjennomføre private gjeldsforhandlinger. I tillegg bør selskapene ha god oversikt over hvordan de ligger an med hensyn på gjeldsbetingelsene og trolig allerede være i dialog med kreditorer før de faktisk er i brudd.

Amerikanske *Chapter 11* kan til forskjell fra norsk konkurslov sies å være mer eiervennlig, og ville trolig blitt foretrukket av et selskapsstyre om valget stod mellom disse. I tillegg til at selskapets drift har større sannsynlighet for å forbli upåvirket under forhandlingene er loven mye mer fleksibel med tanke på løsningene som kan utarbeides. Den norske konkursloven har som kjent en uttømmende liste med et krav til minstedividende, hvilket tolkes i den retning at loven er for fokusert på likvidering. *Chapter 11* har derimot ingen formelle krav til planen og lar aktørene involvert stå for dette selv. Det blir da en vurdering opp mot hva selskapet faktisk kan tilby og hva kreditorerne er villig til å godta, og den amerikanske konkursloven har således flere likhetstrekk med private gjeldsforhandlinger med tanke på fleksibiliteten. For selskaper med lite likvider og behov for å redusere gjeldsbyrden kan derfor et alternativ være å konvertere gjeld til aksjer.

Oppsummert virker det mest gunstig for selskapene å benytte seg av private gjeldsforhandlinger på bakgrunn av mangelfull fleksibilitet og risiko for likvidering ved gjennomføring av gjeldsforhandlinger etter norsk konkurslov. Dersom selskapene i utvalget har gjennomført sine

restruktureringer privat kan begrensningene i alternativet, norsk konkurslov i dette eksempelet, indirekte ha påvirket utfallet av restruktureringen. Dersom selskapene hadde hatt muligheten til å restrukturere etter *Chapter 11* i amerikansk konkurslovgivning er det derimot ikke sikkert at private gjeldsforhandlinger er å foretrekke, da vi ser at disse har flere likhetstrekk. *Chapter 11* kan tilby en ekstra sikkerhet og ro i forhandlingene som muligens ikke er oppnåelig under private gjeldsforhandlinger, da det vil kreve full frivillighet fra involverte kreditorer.

8.2 Andre juridiske faktorer

Av andre juridiske faktorer som kan ha påvirket utfallet av restruktureringen så vil det bli foretatt en vurdering når utfallene er presentert. Spesielt bankenes vilje til å ta tap og eventuelle brudd på “APR” vil følgelig bli kommentert i kapittel 9. Ettersom vi ikke har noe innsyn i forhandlingsprosessene er det også vanskelig å komme med noen konkrete slutninger rundt det såkalte “holdout”-problemet. Men det skal sies at det er liten grunn til å tro at problemet er særlig utbredt i norske obligasjoner med majoritetskrav på 66,6 % (2/3), som i for eksempel i amerikanske obligasjoner hvor du gjerne har et majoritetskrav på 90 % ved private gjeldsforhandlinger fordi det der kreves en vesentlig lavere investering for å skaffe seg negativ kontroll.

9. Utfall av restrukturering

I dette kapittelet vil utfallet av restruktureringene til hvert enkelt selskap først bli presentert og gjennomgått i detalj, ettersom hver restrukturering i utgangspunktet er unik og har blitt utformet ved hjelp av flere ulike løsninger. Deretter vil utfallene av restruktureringene sees opp mot hverandre for å vurdere eventuelle fellestrekk og ulikheter. Fokuset ved sammenslåingen vil være på tapsfordelingen på de ulike aktørene, og på bakgrunn av dette vil vi foreta en rangering av selskapenes utfall hvor 1 er det beste utfallet og 6 det dårligste. Juridiske faktorer vil også bli trukket frem i slutten av kapittelet.

9.1 Restrukturering enkeltvis

Presentasjonen og analysen av de enkelte restruktureringene er gjort med hensyn på aksjonærer, obligasjonseiere og banker. Det påpekes at gjennomgangen i dette delkapittelet gjøres for å kunne trekke ut hovedtrekkene med hensyn på tapsfordelingen og sammenligne selskapene i kapittel 9.2.

Endringer i gjeldsbetingelser er presentert under bank for hvert av selskapene fordi bankene generelt sett har strengere krav til lånene, og dermed vil være de viktigste. Flere av de usikrede obligasjonene har også identiske krav, men det vil være lite hensiktsmessig å presentere gjeldsbetingelsene i to omganger. Om selskapene skulle havne i brudd med disse gjeldsbetingelsene vil samtlige ha store problemer med å refinansiere seg.

Alle selskapene i utvalget valgte å benytte seg av private gjeldsforhandlinger ved restruktureringene. Formell godkjenning av disse restruktureringene avhenger dermed av 2/3 flertall på obligasjonseiermøte og ekstraordinær generalforsamling for aksjonærer, samt at hver og en av de gjeldende bankene må godkjenne planen. Datoer for godkjenning fra de ulike aktørene og tilhørende børsmeldinger kan finnes i bunn av kildelisten.

I kapittelet foreligger det ulik terminologi som ikke tidligere er avklart i oppgaven. Følgende uttrykk vil derfor bli utdypet i appendiks 7: LIBOR, NIBOR, “Cash sweep”, samt en avklaring rundt forskjeller i selskapenes beregninger av “leverage ratio”.

9.1.1 BW Offshore

Selskapet startet sine forhandlinger om en restrukturering i slutten av 2015, og annonserte en plan om restrukturering for å sikre en holdbar langsiktig finansiell plattform i forbindelse med rapportering av første kvartalsresultat. BW Offshore var ikke i brudd med noen gjeldsbetingelser ved inngåelse av forhandlingene, men så det som nødvendig å restrukturere for å adressere fremtidige likviditetsproblemer da store beløp opprinnelig forfalt til betaling i perioden 2017-2018 (BW Offshore, 2016).

Planen som ble forhandlet frem med bankene, utvalgte obligasjonseiere og de største aksjonærene hadde til hensikt å skaffe tilstrekkelig likviditet til en forventet forbedring i markedet innen utgangen av 2020. Formell godkjenning av hele planen var klar da bankene aksepterte den 21.06.2016.

9.1.1.1 Aksjonærer

Et hovedelement i restrukturingsplanen var en emisjon på 100 MUSD, forhåndstegnet av selskapets største aksjonær BW Group pro rata deres andel på 49,8 %. Resterende beløp ble garantert for av et syndikat av flere banker, såkalt garantister eller “*underwriters*”. Emisjonen medførte en utstedelse av ca. 8 559 millioner nye aksjer i selskapet gjennom en kapitalforhøyelse. Dette innebærer som kjent ikke en utvanning av eksisterende aksjonærer fordi de gamle eierne har anledning til å beholde eierandelen i selskapet så fremt de benytter seg av rettigheten til å tegne aksjer.

Aksjer	Antall aksjer	Aksjekurs	Verdi NOK	Verdi USD
Før	688 006 004			
+ Emisjon	8 559 810 000	0,1 NOK	855 981 000	100 000 000
= Etter	<u>9 247 816 004</u>			
Utvanning	0,00 %			
Aksjonærenes gjenværende verdi	100,00 %			
<i>Noteringsdato nye aksjer:</i>	<i>22.07.2016</i>			
<i>Implisitt valutakurs</i>	<i>8,55981</i>			
<i>Utvanning ved å ikke delta i emisjon</i>	<i>92,56 %</i>			

Tabell 17 - Aksje før og etter restrukturering i BW Offshore.

9.1.1.2 Obligasjonseiere

Obligasjonseiernes bidrag i restruktureringsplanen relaterte seg til forfallsdatoene på selskapets obligasjoner på bakgrunn av at de dårlige markedsforholdene har forverret selskapets likviditetsposisjon. Totalt hadde BW Offshore utstedt fire obligasjonslån med et opprinnelig beløp på 2 650 MNOK og løpende forfall fra 2017 til 2020. Lånene ble behandlet samtidig ettersom de stiller likt med tanke på prioritering ved en eventuell konkurs.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Ticker	BWO01	BWO02	BWO03	BWO04
ISIN	NO0010638075	NO0010673841	NO0010705361	NO0010740111
Opprinnelig beløp	500 MNOK	500 MNOK	750 MNOK	900 MNOK
Balansført 31.12.2015	56,2	56	83,8	100,1
Pålydende	56,2	56	83,8	100,1
Rente	3 mnd nibor + 4,25%	3 mnd nibor + 4,15%	3 mnd nibor + 3,50%	3 mnd nibor + 4,25%
Inngått dato	15.03.2012	21.03.2013	11.03.2014	16.06.2015
Forfallsdato	15.03.2017	21.03.2018	11.03.2019	16.06.2020

Tabell 18 - Obligasjonslån før restrukturering i BW Offshore.

De forskjellige obligasjonene fikk ulik utsettelse, BWO01 ble utsatt med 3 år, BWO02 med 2,5 år, BWO03 med 2 år og BWO04 ble utsatt med kun 1,75 år. Dette må sees i lys av selskapets uttalte forventning om en bedring i markedet innen utgangen av 2020. Kostnaden for utsettelsen av obligasjonene var et økt rentepåslag på 3 måneders NIBOR til 450 basispunkter fra og med opprinnelig forfallsdato. Videre ble det krevd delbetalinger i hvert av lånene, hvorav BW01 krevde delbetaling på opprinnelig forfallsdato. De øvrige lånene har delbetalinger 1,5 og 2 år etter opprinnelig forfallsdato, og i tillegg har BW04 en andre delbetaling 3 mnd før den nye avtalte forfallsdatoen (Se tabell 19 under for informasjon knyttet til obligasjonslånene). Totalt sett har disse utsettelsene bidratt til en betydelig lettelse av selskapets fremtidige krav i perioden 2017-2020. Selskapet fikk også innført kjøpsopsjoner tilsvarende pari på obligasjonene.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Ticker	BWO01	BWO02	BWO03	BWO04
ISIN	NO0010638075	NO0010673841	NO0010705361	NO0010740111
Opprinnelig beløp	500 MNOK	500 MNOK	750 MNOK	900 MNOK
Delbetaling 1	140 MNOK	100 MNOK	150 MNOK	90 MNOK
Delbetaling 2	-	-	-	180 MNOK
Ved forfall	360 MNOK	400 MNOK	600 MNOK	630 MNOK
Delbetalingsdato 1	15.03.2017	21.03.2020	11.09.2020	16.03.2021
Delbetalingsdato 2	-	-	-	16.12.2021
Ny forfallsdato	15.03.2020	21.09.2020	11.03.2021	16.03.2022
Rente etter opprinnelig	3 mnd nibor + 4,50%	3 mnd nibor + 4,50%	3 mnd nibor + 4,50%	3 mnd nibor + 4,50%
Balanseført 31.12.2016	57,6	57,5	86	102,9

Tabell 19 - Obligasjonslån etter restrukturering i BW Offshore.

9.1.1.3 Banker

For BWO har det ikke vært store endringer i banklånene. Selskapet nedbetalte 159,4 MUSD av det største lånet tilhørende kredittfasiliteten kalt “*Senior secured credit facility*” i løpet av 2016, dog har de i samme periode trukket 215,4 MUSD av fasiliteten kalt “*BW catcher senior secured*”.

Det er kun det største lånet på 746,8 MUSD per 31.12.2016 som ble endret i restruktureringen. Lånet har fått en utsettelse på 2 år og en økt rentemargin på 25 basispunkter, samt mindre endringer i gjeldsbetingelsene. I tabell 20 og 21 nedenfor vises de ulike banklånene per 31.12.2015 og 31.12.2016.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2015	Opprinnelig beløp
Senior secured credit facility	3 mnd libor + 2,00 %	09.03.2018	906,2	2400,0
BW catcher Senior secured	3 mnd libor + 2,50 %	28.05.2024	334,3	800,0
BW Joko Tole	3 mnd libor + 2,50 %	30.06.2018	101,4	286,4
Umuroa Credit senior secured	3 mnd libor + 2,00 %	09.03.2018	30,0	130,0
Petróleo Nautipa Senior secured loan	3 mnd libor + 1,70 %	14.09.2022	73,6	80,0
Sum			1445,5	3696,4

Tabell 20 - Banklån før restrukturering i BW Offshore.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>					
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2016	Opprinnelig beløp	
Senior secured credit facility	3 mnd libor + 2,25 %	09.03.2020	746,8	2400,0	
BW catcher Senior secured	3 mnd libor + 2,50 %	28.05.2024	549,7	800,0	
BW Joko Tole	3 mnd libor + 2,50 %	30.06.2018	53,3	286,4	
Umuroa Credit senior secured	3 mnd libor + 2,00 %	09.03.2018	25,9	130,0	
Petróleo Nautipa Senior secured loan	3 mnd libor + 1,70 %	14.09.2022	62,1	80,0	
Sum			1437,8	3696,4	

Tabell 21 - Banklån etter restrukturering i BW Offshore.

Fra tidligere er likviditetskravet på 75 MUSD den viktigste gjeldsbetingelsen. Selskapet nevner dette som en av årsakene til at de valgte å gå i dialog med aksjonærer og kreditorer, i frykt for å gå i brudd med denne i første kvartal 2017. Utover denne er de mest vesentlige endringene i gjeldsbetingelser for lånene som følger;

- Redusert egenkapitalkrav fra 25% til 20%
- Maksimum “total leverage ratio” økt fra 5,5 til 6
- Ingen dividende

For “Senior secured credit facility” gjelder også følgende betingelser:

- 50% reduksjon av de neste 5 halvårlige avdragene
- marginøkning på 25 basispunkter (som nevnt ovenfor) og ytterligere økning med 50 basispunkter ved “leverage ratio” over 5,5.

9.1.2 DOF ASA

DOF meddelte i forbindelse med rapportering av første kvartalsresultat for 2016 at selskapet hadde startet dialog om en restrukturingsplan med sine banker, større obligasjonseiere og større aksjonærer for å sikre tilfredsstillende finansiering og likviditet gjennom en periode med et forventet tøft marked.

Basert på forventninger om et vedvarende svakt marked kom selskapet til enighet om en overordnet plan med de respektive aktørene som ble presentert 06.06.2016 (DOF, 2016). Planen var dog avhengig av formell godkjenning fra aksjonærer, obligasjonseiere og banker.

9.1.2.1 Aksjonærer

Restruktureringsplanen innebar en fortrinnsrettet egenkapitalemisjon på opptil 1 200 MNOK på en kurs til 1 NOK per aksje, hvorav 750 MNOK ble forhåndstegnet av hovedaksjonær

Møgster Offshore AS. Av denne emisjonen skulle alt over 850 MNOK bli brukt til å tilby tilbakekjøp av obligasjoner for 50 % av pålydende.

Emisjonen endte på totalt ca. 1 060 MNOK, med andre ord et godt stykke unna det foreslåtte maksbeløp. Selskapets obligasjoner DOF09, DOF10 og DOF11 ble slått sammen til et nytt konvertibelt obligasjonslån til 50 % av pålydende. Dette ga en pålydende verdi på 1 032,5 MNOK, hvorav selskapet deretter benyttet det nevnte overskytende beløp av 850 MNOK til å kjøpe tilbake obligasjoner. Resterende beløp i det nye konvertible lånet var da ca. 824 MNOK, som igjen kan konverteres til aksjer for en kurs på 1 NOK.

Ved beregning av utvanning for aksjonærer har vi valgt å medregne effekten av hele det nye konvertible lånet fordi dette betraktes som egenkapital med hensyn på vilkårene i obligasjonslånet. Det foreligger ingen forpliktelse for motytelse fra selskapet, ingen renter, og lånet konverteres fullt til aksjer ved forfall. Selskapet har også selv balanseført dette fullt ut som egenkapital. Etter restruktureringen ble dermed total utvanning av aksjonærene 41,29%.

Aksjer	Antall aksjer	Aksjekurs	Verdi NOK
Før	111 051 348		
+ Emisjon	1 059 869 852	1 NOK	1 059 869 852
+ Gitt full konvertering av obligasjonslån	823 640 182	1 NOK	823 640 182
= Etter	1 994 561 382		
Utvanning	41,29 %		
Aksjonærenes gjenværende verdi	58,71 %		
<i>Noteringsdato nye aksjer:</i>	<i>03.08.2016</i>		
<i>Utvanning uten emisjon:</i>	<i>88,12 %</i>		
<i>Utvanning ved å ikke delta i emisjon</i>	<i>94,43 %</i>		

Tabell 22 - Aksje før og etter restrukturering i DOF.

9.1.2.2 Obligasjonseiere

DOF ASA hadde før restruktureringen fem utestående lån med en total pålydende på 3 787 MNOK. Hele DOFSUB05 på 422 MNOK ble betalt ned fullt ved forfall før restruktureringen. Videre ble DOFSUB07 videreført i sin helhet uten endringer. Dette kan blant annet forklares av at det 51%-eide datterselskapet DOF SUBSEA ikke har hatt de samme finansielle problemene som den øvrige virksomheten i morselskap, det bør også nevnes at 75 % av DOF ASA sin EBITDA har opphav i DOF SUBSEA. De resterende obligasjonslånene DOF09, DOF10 og DOF11 stod for obligasjonseierens bidrag i restruktureringen.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Ticker	DOF09	DOF10	DOF11	DOFSUB07
ISIN	NO0010635865	NO0010657802	NO0010703192	NO0010670144
Opprinnelig beløp	700 MNOK	700 MNOK	700 MNOK	1 300 MNOK
Balanseført 31.12.2015	690 MNOK	698 MNOK	661 MNOK	1 297 MNOK
Pålydende	700 MNOK	700 MNOK	665 MNOK	1 300 MNOK
Rente	3 mnd nibor + 7.25%	3 mnd nibor + 7.00%	3 mnd nibor + 4.75%	3 mnd nibor + 5.0 %
Inngått dato	07.02.2012	12.09.2012	07.02.2014	22.01.2013
Forfallsdato	07.02.2017	12.09.2019	07.02.2018	22.05.2018

Tabell 23 - Obligasjonslån før restrukturering i DOF.

Ticker	DOFSUB05
ISIN	NO0010607377
Opprinnelig beløp	750 MNOK
Balanseført 31.12.2015	422 MNOK
Pålydende	422 MNOK
Rente	3 mnd nibor + 5.50 %
Inngått dato	29.04.2011
Forfallsdato	29.04.2016

Tabell 24 - Nedbetalt obligasjonslån før restrukturering i DOF.

DOF09, DOF10 og DOF11 ble slått sammen til et nytt konvertibelt lån tilsvarende 50 % av pålydende. Summert medførte dette en nedskrivning på 1 032,5 MNOK som vist i tabell 25 under. Videre kjøpte selskapet tilbake deler av det nye konvertible lånet for ca. 209 MNOK med kapitalen innhentet i emisjonen.

Obligasjonslån	MNOK	MUSD
DOF09	700,0	83,2
DOF10	700,0	83,2
DOF11	665,0	79,0
Sum	2 065,0	245,4
50 % til nytt konvertibelt lån	1 032,5	122,7
Nedskrevet gjeld	1 032,5	122,7
Kjøpt tilbake nytt konvertibelt lån	208,9	24,8
Gjenværende andel av konvertibelt lån	823,6	97,9
<i>Anvendt kurs USD/NOK 03.08.2016</i>	<i>8,4139</i>	

Tabell 25 - Restrukturering av obligasjonslån i DOF. USD/NOK kurs hentet fra Norges Bank 03.08.2016.

Etter restruktureringen sitter selskapet følgelig igjen med to obligasjonslån. DOFSUB07 ble videreført uten endringer. Det nye konvertible lånet DOF12 har 0 % rente, konverteres fullt ved forfall og har ingen gjeldsbetingelser. Som påpekt over foreligger det ingen forpliktelse for motytelse fra selskapet, og obligasjonslånet blir følgelig klassifisert som annen egenkapital. Ved årsskiftet var forøvrig 493 MNOK av totalt 823,6 MNOK konvertert til aksjer.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>		
Ticker	DOF12*	DOFSUB07
ISIN	NO0010769359	NO0010670144
Opprinnelig beløp	1 032,5 MNOK	1 300 MNOK
Balanseført 31.12.2016	823,6 MNOK	1 297 MNOK
Pålydende	493 MNOK	1 300 MNOK
Rente	0 %	3 mnd nibor + 5,0 %
Inngått dato	05.08.2016	22.01.2013
Forfallsdato	06.07.2021	22.05.2018
Konverteringspris	1,00 NOK	

Tabell 26 - Obligasjonslån etter restrukturering i DOF.

*DOF12 ble notert med 500 MNOK som pålydende på børs, dette skyldes en sen notering av det konvertible lånet etter at en rekke konverteringer hadde forekommet.

9.1.2.3 Banker

Banklånene til DOF ASA er delt inn etter virksomhetsområdene, DOF Rederi, DOF Subsea og Norskan. I restruktureringen tok selskapet opp et lån på 3 800 MNOK i DOF Rederi for å refinansiere 27 skip, samtidig som selskapet fikk endringer i gjeldsbetingelsene og reduksjoner i avdrag i DOF Rederi & 50%-eide DOF Deepwater. Ingen endringer har forekommet i DOF Subsea sin andel av lånene. Reduksjonene i avdrag for DOF Rederi og DOF Deewater var på totalt 75% for de neste tre årene, noe som tilsvarer en likviditetseffekt på ca. 1 300 MNOK ifølge selskapet. Hvis avdragsprofilene fra 2015 og 2016 sammenlignes for perioden 2017 til 2019 viser dette en likviditetseffekt tilsvarende 1 567 MNOK (Se appendiks 8, 9 og 10).

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2015	Opprinnelig beløp
Sum gjeld til kredittinstitusjoner	<i>ikke spesifisert</i>	<i>ikke spesifisert</i>	19 966 MNOK	<i>ikke spesifisert</i>

Tabell 27 - Banklån før restrukturering i DOF.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2016	Opprinnelig beløp
Sum gjeld til kredittinstitusjoner	<i>ikke spesifisert</i>	<i>ikke spesifisert</i>	18 534 MNOK	<i>ikke spesifisert</i>
- Nytt lån (DOF Rederi AS)	<i>ikke spesifisert</i>	<i>Oktober 2021</i>	3 800 MNOK	

Tabell 28 - Banklån etter restrukturering i DOF.

Informasjonen om de ulike banklånene er svært begrenset i ulike årsrapportene i DOF ASA, til tross for omfanget av bank gjelden på ca. 63% av totalbalansen i 2015.

Utover reduksjonene i avdrag og refinansiering av lånene på de 27 skipene i DOF Rederi har selskapet som sagt fått flere endringer i gjeldsbetingelser på banklånene. Nedenfor presenteres de mest vesentlige gjeldsbetingelser og eventuelle endringer i disse:

- Krav til virkelig verdi av skipene er redusert fra 110-130 % av utestående gjeld til de enkelte skip til 100-125 %.
- Kontantbeholdning 500 MNOK *før og etter*
- Det foreligger også formelle krav rettet mot Møgster Offshore AS sitt eierskap i DOF ASA (minimum 34 %), og at DOF ASA skal være notert på OSE
- Selskapet skal til enhver tid ha egenkapital på minst 3000 MNOK

-
- Minimum verdijustert egenkapital fra 30 %, og dersom kontraktsdekningen er over 70 % reduseres kravet til 25 %

9.1.3 Petroleum Geo-Services

Petroleum Geo-Services (PGS) annonserte sin restruktureringsplan i en børsmelding den 22.11.2016, med det hensyn å sikre en robust finansiell posisjon for å imøtekomme den løpende usikkerheten i markedet. Denne planen inneholdt to hovedelementer, hvor det ene var å sikre likviditetsreserver til 2020 og det andre å redusere gjeldsgraden og rentekostnader, blant annet ved å betale ned deler av obligasjonslånet på 450 MUSD som opprinnelig forfalt i 2018.

Det skal nevnes at PGS ikke lenge før også hadde foretatt mindre tiltak rettet mot de svake markedsforholdene. Blant annet ble det gjennomført en emisjon på ca 104 MUSD i november 2015, samt at det ble avtalt lettelser i gjeldsbetingelsene på banklånene den 25.05.2016.

9.1.3.1 Aksjonærer

Restruktureringsplanen innebar en nedbetaling av tilnærmet 50 % av obligasjonslånet, og denne kapitalen skulle hentes inn ved utstedelse av 85,5 millioner nye aksjer til en kurs på 22,5 NOK. Den foreslåtte emisjonen ble godt mottatt i markedet, og emisjonen ble overtegnet med hele 223 %. Følgelig fikk selskapet hentet inn hele det ønskede beløpet på 225 MUSD (1900 MNOK).

Selskapet gjennomførte også en reparasjonsemisjon på ca. 35 MUSD ved utstedelse av 13,5 millioner nye aksjer rettet mot de aksjonærer som ikke hadde mulighet til å delta i hovedemisjonen grunnet minimumsgrenser for tegning. Denne transaksjonen ble ikke gjennomført før i januar 2017, men tas med som en del av utfallet av restruktureringen da den er en konsekvens av den første kapitalinnhenting til selskapet. I likhet med tilfellet i BW Offshore medførte ikke emisjonene i PGS en teoretisk utvanning av de eksisterende aksjonærene.

Aksjer	Antall aksjer	Aksjekurs	Verdi NOK	Verdi USD
Før	239 579 996			
+ Emisjon	85 500 000	22,5 NOK	1 923 750 000	225 000 000
+ Reperasjonsemisjon	13 500 000	22,5 NOK	303 750 000	35 000 000
= Etter	<u>338 579 996</u>			
Utvanning	0,00 %			
Aksjonærenes gjenværende verdi	100,00 %			
<i>Noteringsdato aksjer - emisjon</i>	<i>15.12.2016</i>			
<i>Noteringsdato aksjer - rep.emisjon</i>	<i>12.01.2017</i>			
<i>Utvanning ved å ikke delta i emisjon</i>	<i>29,24 %</i>			

Tabell 29 - Aksjer før og etter restrukturering i PGS.

9.1.3.2 Obligasjonseiere

I forkant av restruktureringen hadde selskapet som nevnt 450 MUSD utestående av et obligasjonslån med forfall 15.12.2018. Dette var opprinnelig et lån på 300 MUSD med mulighet til å utvide med 150 MUSD under samme vilkår som selskapet har benyttet seg av.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>		
Navn fra årsrapporter	Senior notes, Coupon 7.375%	
Ticker	-	-
ISIN	USR69628AA46	US716599AC95
Opprinnelig beløp	300,0	150,0
Balansført 31.12.2015	300,0	150,0
Pålydende	300,0	150,0
Rente	7,375 %	7,375 %
Inngått dato	15.11.2011	15.11.2011
Forfallsdato	15.12.2018	15.12.2018

Tabell 30 - Obligasjonslån før restrukturering i PGS.

Obligasjonseierne fikk tilbudet om å bytte 50 % av det gamle obligasjonslånet inn i et nytt lån med forfall i 2020, samt få en utbetaling på 95 % av pålydende for resterende 50 % av lånet. Selskapet opplyste senere om at obligasjonseiere med en eierandel på ca. 94,2%, som utgjorde totalt 423,998 MUSD av det utestående lånet, aksepterte forslaget. Som beregningen i tabell 31 viser medførte dette at 212 MUSD, tilsvarende 50 %, ble overført til et nytt lån med en 2 års

utsettelse på forfall. Resterende andel ble utbetalt til 95 % av pålydende, som ga en utbetaling på 201,4 MUSD og dermed en nedskrivning på 10,6 MUSD.

Tilbud om 95% kontanter for 50% av pari og 50% konvertert til nytt lån		
	Andel	MUSD
Pålyende av lånet		450,0
Pålydende verdi videreført i gammelt lån (ikke akseptert)	5,8 %	26,0
Pålyende andel av lån som aksepterte tilbud	94,2 %	424,0
- Pålydende verdi konvertert til ny obligasjon	50,0 %	212,0
- Pålydende verdi konvertert til utbetaling	50,0 %	212,0
Faktisk utbetalt (95% av pålydende)		201,4
Pålydende verdi videreført i gammelt lån (ikke akseptert)		26,0
Pålydende verdi konvertert til ny obligasjon		212,0
Sum konvertert og utbetalt		439,4
Nedskrevet gjeld	2,4 %	10,6

Tabell 31 - Endring obligasjonslån.

Etter restruktureringen stod selskapet følgelig igjen med et obligasjonslån på 212 MUSD med forfall i 2020, samt resterende del av det gamle lånet som ikke aksepterte forslaget på 26 MUSD med forfall i 2018 (se tabell 32). I tillegg til utsatt forfall ble det inkludert kjøpsopsjoner på det nye lånet med følgende utøvelsespriser:

- 103,69 % frem til 15.12.2017
- 101,84 % frem til 15.12.2018
- 100,00 % frem til 15.12.2019

Utover dette har de nevnte obligasjonslånene samme vilkår.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>		
Navn fra årsrapporter	Senior note, due 2018	Senior note, due 2020
Ticker	-	-
ISIN	USR69628AA46	US716599AD78
Opprinnelig beløp	26,0	212,0
Rente	7,375 %	7,375 %
Inngått dato	15.11.2011	23.12.2016
Forfallsdato	15.12.2018	15.12.2020
Balanseført sum	26,0	212,0

Tabell 32 - Obligasjonslån etter restrukturering i PGS.

9.1.3.3 Banker

Ettersom tre av selskapets banklån, “*Term loan B, Export credit financing 2025 og export credit financing 2027*”, ikke har forfall før henholdsvis 2021, 2025 og 2027 ble utsettelse av disse ikke påpekt som fokus for restruktureringsplanen. Selskapet hadde til hensikt å sikre likviditet til 2020, og følgelig ble det forhandlet om en forlenging av den revolverende kredittfasiliteten med forfall i 2018.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2015	Opprinnelig beløp
Navn fra årsregnskap	libor* + 2,50 %	2021	393,0	600
Export credit financing, due through 2025	<i>ikke spesifisert</i>	2025	203,1	<i>ikke spesifisert</i>
Export credit financing, due through 2027	<i>ikke spesifisert</i>	2027	76,1	<i>ikke spesifisert</i>
Revolving credit facility, due 2018	libor + 2.00%**	2018	25,0	500
Sum			697,2	<i>ikke spesifisert</i>

Tabell 33 - Banklån før restrukturering i PGS.

* Banklånene før benytter en LIBOR rente med rentegulv på 0,75%

** Se teksten nedenfor vedrørende marginpåslag og bruksavgift.

Forhandlingen om den revolverende kredittfasiliteten førte til at selskapet fikk forlenget lånet med opptil 2 år, men som en konsekvens av dette ble maksimalt låneopptak redusert fra 500 til 400 MUSD. Videre medførte reforhandlingen økt marginpåslag fra minimum 2,00 % til 3,25 %, og i tillegg ble den maksimale renten økt fra 3,75 % til 6,75 %. Lånet var fra tidligere også ilagt en bruksavgift fra 0,25 til 0,80 % som avhenger av hvor stor andel av lånet som benyttes.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>	Nominell rente	Forfallsdato	Pålydende 2016	Opprinnelig beløp
Navn fra årsregnskap	libor* + 2,5 %	2021	389,0	600
Export credit financing, due through 2025	ikke spesifisert	2025	182,3	<i>ikke spesifisert</i>
Export credit financing, due through 2027	ikke spesifisert	2027	192,1	<i>ikke spesifisert</i>
Revolving credit facility, due 2020	libor + 3.25%***	September 2020	190,0	400
Sum			953,4	<i>ikke spesifisert</i>

Tabell 34 - Banklån etter restrukturering for PGS.

* Banklånene før benytter en LIBOR rente med rentegulv på 0,75%

*** Se teksten ovenfor vedrørende marginpåslag og bruksavgift.

De viktigste gjeldsbetingelsene i PGS før og etter restruktureringen er som følger:

- Likviditetskrav på høyeste av (a) 75 MUSD eller (b) 5% av konsolidert netto rentebærende gjeld.
- 50% av overflødig kontantstrøm fra drift fratrukket investeringer skal anvendes til å tilbakebetale kredittfasiliteter når “*total leverage ratio*” overstiger 2.
- Ingen dividende før “*total leverage ratio*” har vært under 2,75 i to kvartal på rad.

Selskapet har som følger av restruktureringen fått lettelse i kravet om maksimal “*total leverage ratio*” på 4, men som nevnt tidligere har kostnaden fra den revolverende kredittfasiliteten til gjengjeld økt. Lettelsene knyttet til “*leverage ratio*” er forklart i appendiks 11.

9.1.4 Polarcus

Den 7 desember 2015 annonserte Polarcus formelle planer om å adressere den langsiktige finansieringsstrukturen, og en måned etter, 6 januar 2016, publiserte selskapet en restrukturingsplan med støtte fra viktige interessenter. De aktuelle interessentene, henholdsvis banker, leasing leverandører og visse obligasjonseiere og aksjonærer, hadde i forkant inngått skriftlige avtaler med selskapet om å støtte opp om restruktureringene (Polarcus, 2016a).

9.1.4.1 Aksjonærer

Planen innebar ingen kapitalinnhenting i form av emisjon, men de eksisterende aksjonærene måtte tåle en betydelig utvanning i forbindelse med konvertering av obligasjonsgjeld til aksjer. Det ble utstedt 463 491 579 for konvertering av ca. 0,6 MUSD av utestående verdi av den usikrede obligasjonsgjelden. Dette medførte en utvanning på 87,37 % av aksjonærene. Maksimal mulig utvanning fra konvertering hvis alle obligasjonseierne hadde akseptert ville

vært 89,94 % ved utstedelse av 598 981 605 nye aksjer. Sett i lys av dette kom aksjonærene bedre ut enn verst tenkelig utfall.

Aksjer	Antall aksjer	Aksjekurs	Verdi NOK	Verdi USD
+ Før	66 981 368			
+ Obligasjonslån konvertert til aksjer	463 491 579	0,0115 NOK	5 330 153	602 539
= Etter	<u>530 472 947</u>			
Utvanning	87,37 %			
Aksjonærenes gjenværende eierandel	12,63 %			
<i>Noteringsdato nye aksjer:</i>	<i>11.03.2016</i>			
<i>Aksjekurs i dollar</i>	<i>0,0013 USD</i>			
<i>Implisitt valuta kurs</i>	<i>8,84615</i>			

Tabell 35 - Aksjer før og etter restrukturering i Polarcus.

Pålydene verdi av gjeld som kunne konverteres til aksjer	778 676 USD
Maksimal konvertering	598 981 605 Aksjer
Maksimal grad av utvanning	89,94 %

Tabell 36 - Maksimal grad av utvanning i Polarcus.

9.1.4.2 Obligasjonseiere

De usikrede obligasjonseierne ble presentert to ulike alternativ gjennom en pakke kalt “mix & match”, hvorav de kunne velge grad av “allokering” til to transjer. Det første alternativet kalt “*Unsecured A Tranch*” ga selskapet en kjøpsopsjon med en utøvelsespris økende fra 33 % til 50 % av pari på obligasjonen. I det andre alternativet, “*Unsecured B Tranch*”, fikk obligasjonseierne muligheten til å konvertere 0,5 % av den pålydende verdien på obligasjonen til aksjer, og samtidig godta at selskapet får en kjøpsopsjon på resterende beløp av obligasjonen med en utøvelsespris økende fra 24% til 36% av pari.

Den samme løsningen ble presentert for 30 % av den sikrede obligasjonsgjelden, fordi kun 70 % av utestående pålydende verdi ble ansett som sikret på bakgrunn av en analyse foretatt av Deloitte (Polarcus, 2016b). Transjene i forbindelse med den sikrede obligasjonsgjelden ble kalt A, B1 og B2, hvorav A inneholdt den sikrede andelen på 70 %. Transje B1 og B2 tilsvarer henholdsvis A og B fra det usikrede alternativet. Videre i oppgaven vil vi benytte følgende inndeling:

- Transje A = Sikret obligasjonsgjeld
- Transje B = B1 sikret og A usikret
- Transje C = B2 sikret og B usikret

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>		
Ticker	PLCS02	PLCS03
ISIN	NO0010680150	NO0010714389
Opprinnelig beløp	95	350 MNOK
Balanseført 31.12.2015	84,7	39,3
Pålydende	85,6	39,6
Rente	8 %	3 mnd nibor + 7,25 %
Inngått dato	07.06.2013	08.07.2014
Forfallsdato	07.06.2018	08.07.2019

Tabell 37 - Obligasjonslån før restrukturering i Polarcus.

Selskapet kjøpte tilbake 9,4 MUSD av obligasjonslånet PLCS02 i 2014, hvilket gir ny pålydende verdi på 85,6 MUSD som er utgangspunktet ved allokering til transjer. Obligasjonslånet på 350 MNOK er konvertert til USD med kurs 8,8462.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist (unntatt aksjer)</i>		
Ticker	PLCS02 og PLCS02-B	PLCS03 og PLCS03-B
ISIN Transje B	NO0010680150	NO0010714389
ISIN Transje C	NO0010757248	NO0010757255
Pålydende før konvertering	85,6	39,6
Pålydende transje B	16,6	8,8
Pålydende transje C	68,7	30,6
Antall aksjer til transje C	265 384 592	118 260 837
Pålydene verdi av gjeld konvert til aksjer	0,3	0,2
Pålydende etter konvertering	85,3	39,4
Balanseført 31.12.2016	7,0	3,9
Rente Transje B	3.5% - 5%	3.5% - 5%
Rente Transje C	2.5% - 3.6%	2.5% - 3.6%
Nytt forfall	30.12.2022	30.12.2022

Tabell 38 - Obligasjonslån i Polarcus etter restrukturering.

I tillegg til inkludering av kjøpsopsjoner med utøvelseskurser fra 24-50 % av pålydende, har de usikrede obligasjonseierne godtatt en vesentlig reduksjon av kupong og utsettelse av

forfallsdato fra 2018 og 2019 til samlet forfallsdato 22.12.2022. I appendiks 12 vises de ulike utøvelsespriser og tilhørende rente for de ulike årene frem mot forfall i 2022.

I 2011 tok selskapet opp en rekke lån, deriblant det nåværende banklånet som den gang tilsvarte 410 MUSD, samt at de utstedte et konvertibelt obligasjonslån på 125 MUSD. I 2015 inngikk selskapet en avtale med obligasjonseierne om å forlenge det konvertible obligasjonslånet fra 2016 til 2018. Ved forlengelse økte renten fra 2,875% til 5,60%, og konverteringsprisen ble redusert fra 1,9345 USD per aksje til 1,54 USD per aksje. Lånet ble med andre ord betraktelig dyrere. Ettersom selskapet kjøpte tilbake konvertible obligasjoner i 2014 og 2015 var pålydende verdi før restruktureringen 101.9 MUSD.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>	
Navn fra årsrapport	Secured convertible bond issue 125 MUSD
ISIN	NO0010607435
Ticker	
Opprinnelig beløp	125,0
Balanseført 31.12.2015	96,6
Pålydende	101,9
Rente	5,60 %
Inngått dato	15.04.2015
Forfallsdato	27.04.2018
Konverteringspris per aksje i USD	1,54751

Tabell 39 - Sikrede obligasjonslån før restrukturering i Polarcus.

I restruktureringen ble det konvertible lånet fra 2011 endret nok en gang. Som nevnt tidligere ble en andel tilsvarende 30% av lånet reklassifisert som usikret gjeld, mens resterende 70% forble sikret. Eierne av den usikrede andelen fikk de samme valgene og betingelsene som de usikrede obligasjonseierne, mens den sikrede andelen ble gitt en egen transje kalt "transje A". Nytt forfall for den sikrede delen i transje A ble fastsatt til 30.03.2022.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>	
Navn	Secured convertible bond issue 125 MUSD
Navn Transje A	Polarcus Ltd 11/16 2,875% USD CONV
Navn Transje B	Polarcus Ltd 16/22 0,00% USD STEP C CONV
Navn Transje C	Polarcus Ltd 16/22 0,00% USD STEP C CONV
ISIN Transje A	NO0010607435
ISIN Transje B	NO0010757271
ISIN Transje C	NO0010757263
Pålydende før konvertering	101,9
Pålydende Transje A	71,3
Pålydende Transje B	9,8
Pålydende Transje C	20,7
Pålydene verdi av gjeld konvert til aksjer	2076,2
Antall aksjer til transje C	79846150
Pålydende etter konvertering	101,8
Balanseført 31.12.2016 Transje A	16,427
Balanseført 31.12.2016 Transje B	2,332
Balanseført 31.12.2016 Transje C	4,853
Rente Transje A	5,60 %
Rente Transje B	3.50 % - 5,00 %
Rente Transje C	2.50 % - 3.60 %
Nytt forfall Transje A	30.03.2022
Nytt forfall Transje B og C	30.12.2022

Tabell 40 - Sikrede obligasjonslån etter restrukturering i Polarcus.

De to ulike alternativene for den usikrede gjelden ble gitt for å tilfredsstille investorer med ulike behov, eksempelvis vil enkelte obligasjonsfond ikke ha mandat til å eie aksjer. Alternativene skal i prinsippet være likeverdige, men som beregningene i tabellen nedenfor viser var det 77,38 % som valgte transje C med muligheten til å konvertere 0,5 % av pålydende til aksjer, hvilket tyder på at dette var et mer attraktivt alternativ.

Konvertering av obligasjoner		NOK	USD		
<i>Implisitt valuta kurs</i>		8,8462			
Kurs dollar		0,0115		0,0013	
Antall aksjer				463 491 579	
PLCS02				85 600 000	
PLCS03	350 000 000			39 565 217	
30 % av sikret konvertibel obligasjon				30 570 000	
Sum				155 735 217	
Maks sum til konvertering (0,5% * SUM)				778 676	
Pålydende verdi konvertert				602 539	
Prosentandel				77,38 %	
	PLCS 02 - 95 USD	PLCS03 - 350 NOK	30% av konv. oblig.		Totalt
Pålydende	85 600 000	350 000 000	30 570 000		
Maksimalt mulig aksjer	329 230 769	152 173 913	117 576 923		598 981 605
Valgt transje C	80,61 %	77,71 %	67,91 %		77,38 %
Antall aksjer	265 384 592	118 260 837	79 846 150		463 491 579

Tabell 41 - Kalkulasjoner av konvertering av obligasjoner til aksjer.

For å komme fram til et estimat på hvor stor den potensielle nedskrivningen av obligasjonsgjelden kan bli som følge av kjøpsopsjonene, må fordeling av hvert obligasjonslån på de ulike transjene først beregnes. I tabell 42 beregnes potensiell nedskrivning som følge av utøvelse av kjøpsopsjonene i siste år rett før de forfaller. Dette gir en total nedskrevet nominell verdi av gjelden på ca. 94,4 MUSD, som tilsvarer 60,59 % av den totale usikrede obligasjonsgjelden. Hadde selskapet utøvet kjøpsopsjonene allerede i 2016 med utøvelsespriser på 24 og 33 % ville den potensielle nedskrivningen tilsvare hele 114,7 MUSD (Se appendiks 13). Tidlig utøvelse av kjøpsopsjonen vil med andre ord kunne spare selskapet for 20,3 MUSD. (Se appendiks 12 for utøvelsespris og rentestruktur).

	Transje B	Transje C	Sum USD
PLCS02	19,39 %	80,61 %	85 600 000
PLCS 03	22,29 %	77,71 %	39 565 217
30 % av sikret obligasjon	32,09 %	67,91 %	30 570 000
Sum usikret obligasjonsgjeld	22,62 %	77,38 %	155 735 217
	Transje B	Transje C	Sum USD
PLCS02	16 600 006	68 999 994	85 600 000
PLCS03	8 817 400	30 747 818	39 565 217
30 % av konv. oblig. (sikret)	9 810 001	20 759 999	30 570 000
Verdi av transje	35 227 407	120 507 811	155 735 217
Pålydende verdi konvertert til aksje (Verdi transje * 0,5 %)	0	602 539	602 539
<i>Restsum transje</i>	<i>35 227 407</i>	<i>119 905 271</i>	<i>155 132 678</i>
Utovelsespris på kjøpsopsjon av pari	50,0 %	36,0 %	
Verdi gitt utøvelse av call (restsum * kjøpsopsjon)	17 613 703	43 165 898	60 779 601
Restsum implisitt nedskrevet	17 613 703	76 739 374	94 353 077
Andel nedskrevet	50,00 %	63,68 %	60,59 %

Tabell 42 - Kalkulasjon av andel obligasjonseiere som aksepterte de ulike alternativene og effekten av dette.

Fra tabell 42 finner vi også at 80,81% og 77,71% av obligasjonseierne i henholdsvis obligasjonslånene “PLCS02” og “PLCS03” valgte alternativet med delvis aksjeoppgjør, transje C. Den usikrede andelen (30%) av det konvertible lånet valgte i langt mindre grad dette alternativet, en mulig årsak kan være at de sikrede obligasjonseierne er mer risikoaverse.

9.1.4.3 Banker

Hensikten med restruktureringen rettet mot banklånene var å få utvidet garantiordningen som stod som sikkerhet for lånene, med opprinnelig forfall 30.06.2017. Ved utløp av garantiordningen ville alle lånene kalt “fleet bank facility” forfalt tilsvarende, selv om opprinnelig forfall på disse lånene ikke var før i 2022 og utover (se tabell 43 under). En utvidelse av denne garantiordningen ble sikret, og nytt forfall på garantiordningen ble fastsatt til 30.06.2022. Selskapet fikk i tillegg totale avdragsutsettelse på 2 år tilsvarende 140 MUSD.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2015	Opprinnelig beløp
Fleet bank facility - Transje 1 Del 1 - Polarcus Asir	6,68 %	August 2022*	32,8	55,0
Fleet bank facility - Transje 1 Del 2 - Polarcus Asir	libor + 2.75%	August 2022*	15,3	25,0
Fleet bank facility - Transje 2 - Polarcus Alima	libor + 2.75%	Mars 2023*	35,5	55,0
Fleet bank facility - Transje 3 - Polarcus Amani	6,38 %	Mars 2024*	82,4	114,0
Fleet bank facility - Transje 4 - Polarcus Adira	6,45 %	Juni 2024*	86,8	114,0
Seismikkutstyr Lån	1,81 %	April 2017	4,9	10,7
Sum			257,6	373,7

Tabell 43 - Banklån før restrukturering i Polarcus.

* Sikring utgår 30.06.2017

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2016	Opprinnelig beløp
Fleet bank facility - Transje 1 Del 1 - Polarcus Asir	0,0668	August 2022*	32,8	55,0
Fleet bank facility - Transje 1 Del 2 - Polarcus Asir	LIBOR + 2.75%	August 2022*	13,6	25,0
Fleet bank facility - Transje 2 - Polarcus Alima	LIBOR + 2.75%	Mars 2023*	34,4	55,0
Fleet bank facility - Transje 3 - Amani	0,056	Mars 2024*	80,5	114,0
Fleet bank facility - Transje 4 - Polarcus Adira	0,056	Juni 2024*	82,3	114,0
Seismikkutstyr lån	0,0181	April 2017	0,7	10,7
Nytt seismikkutstyr lån	5 % + LIBOR	Februar 2018	6,2	8,0
Sum			250,5	381,7

Tabell 44 - Banklån etter restrukturering for Polarcus.

* Sikring utgår 30.06.2022

Videre ble det innført en rekke endringer i gjeldsbetingelsene som medførte frigjøring av likviditet og arbeidskapital for selskapet. Et utdrag av de mest vesentlige gjeldsbetingelsene og endringene er som følger:

- Minimumskravet til likviditetsreserven er redusert fra 25 MUSD til 10 MUSD
- Minimumskravet til arbeidskapital ekskl. kortsiktig gjeld redusert fra 22 MUSD til et krav om at den skal være "positiv".
- Krav til bokført egenkapitalandel forholdes likt på 25 %.
- Det ble også avtalt en midlertidig frys av rentebetalinger og avdrag frem til 01.01.2018, hvorav de påløpte rentene i perioden legges til på siste nedbetaling ved forfall.
- "Cash sweep" som innebærer at alle kontanter over 75 MUSD skal utbetales til de sikrede aktørene hvert kvartal frem 01.01.2018 eller til den dato hvor alle forfalte avdrag er oppgjort.

Polarcus hadde i 2015 balanseførte leasingforpliktelser på 166 MUSD som følge av en “*sale and leaseback*” avtale med kjøpsopsjon foretatt for to av selskapets skip, hvilket gjorde at leasingavtalen ble klassifisert som finansiell leasing. I forbindelse med restruktureringen har kjøpsopsjonene blitt fjernet slik at leasingavtalen nå blir ansett som operasjonell leasing. Ettersom de aktuelle skipene hadde en balanseført verdi på 127,4 MUSD medførte denne endringen en regnskapsmessig gevinst 38,6 MUSD, i tillegg til at selskapets balanseførte gjeld ble redusert med 166 MUSD. Dette er i våre øyne kun regnskapsmessige korreksjoner og vil ikke bli regnet med som en del av “utfallet” av restruktureringen i sammenligningen i kapittel 9.2 En gunstig endring i forbindelse med leasingavtalene er dog at de avtalte leasing-ratene for de respektive skipene er redusert med 75 % for 2016 og 2017, og fra 2018 og utover vil leasing-ratene være 20 % lavere enn den opprinnelige.

9.1.5 Prosafe

I forbindelse med presentasjon av første kvartalsresultat den 12.05.2016 annonserte Prosafe at de var i dialog om en restrukturering for å forbedre selskapets finansielle posisjon. For å sikre tilstrekkelig likviditet underveis i forhandlingene ble det avtalt en lettelse på gjeldsbetingelsene som frigjorde 20 MUSD frem til slutten av september 2016, og i tillegg valgte selskapet å benytte seg av en tidligere avtalt mulighet til å utsette en nedbetaling på banklånene.

Restruktureringsplanen som 2 måneder senere ble annonsert og godkjent ble utarbeidet i samarbeid med bankene og store aksjonærer og obligasjonseiere (Prosafe, 2016).

9.1.5.1 Aksjonærer

Første ledd i restrukturingsplanen var å foreta en kapitalinnhenting i et foreslått intervall på 130-150 MUSD, tilsvarende en utstedelse av minimum 4 368 millioner og maksimum 5 040 millioner nye aksjer. Selskapets største aksjonærer forhåndstegnet for 85 MUSD av emisjonen, noe som tilsvarte over 50 %, men var begrenset opp til deres pro rata andel av selskapet på 29,9 %. Emisjonen endte på ca. 132 MUSD med utstedelse av 4 376 millioner nye aksjer, helt i det nedre sjiktet av det mulige intervallet. Dette antyder at interessen for emisjon ikke var spesielt høy, og at det dermed var liten villighet fra aksjonærene til å skyte inn mer kapital enn nødvendig for å opprettholde sin eksisterende eierandel.

Ettersom emisjonen var begrenset med en minimumstegning på 100 000 Euro ble det gjennomført en reparasjonsemisjon, hvor de små aksjonærene som ikke hadde anledning til å

delta kunne tegne seg for aksjer. Reparasjonsemisjonen ble fulltegnet for 15 MUSD, hvilket medførte utstedelse av 504 millioner nye aksjer i november.

Konvertering av obligasjoner til aksjer og utstedelse av et nytt konvertibelt obligasjonslån som en del av oppgjøret til obligasjonseierne, vil medføre en maksimal utvanning av eksisterende aksjonærer på 25,20 % etter full konvertering.

Aksjer	Antall aksjer	Aksjekurs	Pålydende NOK	Noteringsdato aksjer
Før	259 570 359			
+ Emisjon	4 376 600 000	0,25 NOK	1 094 150 000	14.09.2016
+ Aksjer utstedt til oblig konvertering	1 400 839 757	0,25 NOK	350 209 939	19.09.2016
+ Nytt konvertibelt obligasjonslån	331 163 764	0,25 NOK	82 790 941	-
+ Reparasjonsemisjon	504 000 000	0,25 NOK	126 000 000	09.11.2016
= Etter	6 872 173 880			
Utvanning	25,20 %			
Aksjonærenes gjenværende verdi	74,80 %			
<i>Utvanning uten emisjon:</i>	<i>86,97 %</i>			
<i>Utvanning ved å ikke delta i emisjon</i>	<i>96,22 %</i>			

Tabell 45 - Aksjer før og etter i Prosafe.

Per 31.12.2016 var det kun konvertert 12 millioner av 331 millioner aksjer fra det konvertible lånet, men ettersom vilkårene tilsier full konvertering ved forfall har hele antallet blitt hensyntatt ved vurdering av utvanning da dette i blir ansett som egenkapital.

9.1.5.2 Obligasjonseiere

Obligasjonseierne i alle de utestående obligasjonene ble tilbudt oppgjør i form av en kontantutbetaling og aksjer eller konvertibelt obligasjonslån. Det nye konvertible obligasjonslånet er et subordinert, nullkuponglån med rett på dividende, 5 år til forfall og tvungen konvertering. Regnskapsteknisk anses dette som egenkapital ettersom det ikke foreligger en eksisterende plikt for selskapet. Dette ble tilbudt som et alternativ til obligasjonseiere som ikke har mulighet til å holde aksjer som følge av restriksjoner i deres forvaltningsmandater.

PRS07 ble betalt ned ved forfall 25.02.2016 før restruktureringen. Summen av de utestående obligasjonene inkludert i restruktureringsplanen var dermed 2 400 MNOK, tilsvarende 290 MUSD på datoen for gjennomføring av transaksjonene (14.09.2016). Dette beløpet avviker fra den balanseførte summen på grunn av store valutadifferanser.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>			
Ticker	PRS07	PRS08	PRS09
ISIN	NO0010600299	NO0010635725	NO0010669633
Opprinnelig beløp	260 MNOK	500 MNOK	500 MNOK
Balansført 31.12.2015	29,5	56,8	56,8
Pålydende	29,5	56,8	56,8
Rente	3mnd nibor + 3,50 %	3mnd nibor + 3,75 %	3mnd nibor + 3,75
Inngått dato	25.02.2011	08.02.2012	17.01.2013
Forfallsdato	25.02.2016	08.02.2017	17.01.2020

Tabell 46 - Obligasjonslån del 1 før restrukturering i Prosafe.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>		
Ticker	PRS10	PRS11
ISIN	NO0010691892	NO0010717473
Opprinnelig beløp	700 MNOK	700 MNOK
Balansført 31.12.2015	79,5	79,5
Pålydende	79,5	79,5
Rente	3mnd nibor + 2,95%	3mnd nibor + 3,10%
Inngått dato	22.10.2013	09.09.2014
Forfallsdato	22.10.2018	09.09.2019

Tabell 47 - Obligasjonslån del 2 før restrukturering i Prosafe.

Av det totale utestående beløp på 2 400 MNOK skulle opp til 1 440 MNOK konverteres til aksjer eller et konvertibelt obligasjonslån, til en verdi av 30 % av pålydende. Konverteringen til aksjer medførte en utstedelse av ca. 1 400 millioner nye aksjer, og det konvertible obligasjonslånet vil medføre ca. 327 millioner aksjer før eller ved forfall. Denne konverteringen ga en nedskrivning av obligasjonslånene på 1 008 MNOK.

Planen var å bruke deler av emisjonen, fra 336 til 500 MNOK (40-60 MUSD), på kontantutbetaling til obligasjonseierne. Dette tilbudet ble strukturert som en reversert bokbygging, hvor obligasjonseierne kunne søke om deres ønskede kontantinnløsning i et intervall på 25 % - 35 % av pålydende. Selskapet ville deretter betale ut på bakgrunn av intervallet og etterspørsel etter kontantinnløsningen. Ved lav oppslutning rundt dette alternativet ville 35% av pålydende bli betalt ut, hvilket ble utfallet her på grunn av høy

oppslutning om den alternative konverteringen til aksjer. Det ble med andre ord betalt ut 336 MNOK i kontanter i oppgjør til en pålydende verdi på 960 MNOK, tilsvarende restsummen etter konverteringen til aksjer. Dette medførte en nedskrivning av lånene på totalt 624 MNOK.

Som vist av beregningene i tabell 48 kunne selskapet skrive ned totalt 1632 MNOK (197,6 MUSD), noe som tilsvarte 68 % av de utestående obligasjonslånene før restruktureringen.

<i>USD/NOK 8.26*</i>	Aksjer	kurs	MNOK	MUSD
Konvertering av obligasjon	1 400 839 757	0,25	350,2	42,4
Nytt konvertibelt lån	331 163 764	0,25	82,8	9,8
Sum konvertert til aksjer			433,0	52,4
Pålydende gjeldsverdi av aksjer (Aksjer / 30 %)			1443,3	174,7
Nedskrevet gjeld			1010,3	122,3
Total usikret gjeld			2400,0	290,6
Pålydende konvertert			1443,3	174,7
Restsum			956,7	115,8
Kontantutbetaling (35 % av restsum)			334,8	40,5
Nedskrevet gjeld (Restsum - kontantutbetaling)			621,8	75,3
Sum nedskrevet gjeld			1632,17	197,60

Tabell 48 - Kalkulasjon av konvertering, utbetaling og nedskrivning av obligasjonsgjeld i Prosafe.

**Kalkulasjonene har tatt utgangspunkt i Norges Banks USD/NOK kurs på 8,2678 per 14.09.2016, da dette opplyses som transaksjonsdato for majoriteten av oppgjørene. Grunnet en mindre differanse i nedskrivningen av gjeld fra årsregnskapet er det valgt å justere kursen ned til 8,26 USD/NOK.*

Etter restruktureringen i september stod selskapet kun igjen med et konvertibelt obligasjonslån på 81,8 MNOK (9,9 MUSD) som er klassifisert som egenkapital. 2 måneder etter restruktureringen, den 10.11.2016 annonserte selskapet oppkjøp av 2 rigger fra selskapet Vega og 25 % av aksjene i Dan Swift med oppgjør i aksjer og konvertible obligasjoner. Disse transaksjonene inngår ikke i beregningen av utfallet av restruktureringen, men informeres om for å forklare den samlede balanseførte summen av konvertible obligasjoner på 57 MUSD under egenkapital. Som vist i tabell 49 nedenfor.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist (unntatt aksjer)</i>			
Ticker	Restrukturering	Kjøp av Vega og Dan Swift	Kjøp av Vega og Dan Swift
ISIN	NO0010771025	NO0010780992	NO0010781008
Opprinnelig beløp	82,8 MNOK	70 MNOK	250 MNOK
Inngått dato	14.09.2016	16.12.2016	16.12.2016
Forfallsdato	23.08.2021	30.11.2021	30.11.2021
Balansført sum	9,8 MUSD	Samlet 47,2 MUSD	
Konverteringspris	0,25 NOK	0,30 NOK	0,30 NOK

Tabell 49 - Obligasjonslån etter restrukturering i Prosafe.

9.1.5.3 Banker

I 2015 refinansierte Prosafe banklånene på 1100 MUSD og 420 MUSD, til et enkelt lån på 1300 MUSD. Dette nye lånet er så delt inn og sikret i ulike rigger, men enkelte deler av det totale lånet forble ubrukt grunnet senere leveranse av rigger. I tabellen nedenfor er disse lånene markert med "I.T.". I løpet av 2014 fikk selskapet finansiering for riggene "Safe Notos" og "Safe Eurus", hvorav lånet tilknyttet førstnevnte ble anvendt ved levering i februar 2016. Levering av Safe Eurus ble utsatt etter avtale, og vil først leveres i fjerde kvartal 2019 eller på et tidligere tidspunkt om det ønskes av selskapet.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balansført 2015	Opprinnelig beløp
Credit Facility, 800 MUSD	3 mnd libor + 2,00 %*	Februar 2022	745,0	800,0
Credit Facility for Safe Zephyrus - I.T.	3 mnd libor + 2,00 %*	Februar 2022	0	200,0
Revolving Credit Facility	3 mnd libor + 2,00 %*	Februar 2022	200,0	300,0
Credit Facility for Safe Notos, 144 MUSD - I.T.	3 mnd libor + 2,25 %**	Mai 2021	0	144,0
Credit Facility for Safe Eurus, 144 MUSD - I.T.	3 mnd libor + 2,25 %**	Mai 2021	0	144,0
Sellers credit - Safe Zephyrus - I.T.	6,70 %	Juni 2017	0	30,0
Sum			945,0	1618,0

Tabell 50 - Banklån før restrukturering i Prosafe. - I.T. = Ikke trukket

Rente på de ulike banklånene er markert med en enkelt *asterisk* (*) eller dobbelt *asterisk* (**), ettersom renten avhenger av ulike nivåer på "*leverage ratio*". Lånene markert med en enkelt *asterisk* avhenger av "*leverage ratio*". Lånene markert med dobbelt *asterisk* avhenger også av det samme kravet, men størrelsen på nøkkeltallet og rentepåslaget er ulik. Se appendiks 14 for liste over de ulike kravene til "*leverage ratio*" før og etter restrukturering. Felles for lånene før restruktureringen er at "*leverage ratio*" ikke overstiger 6. I tabell 51 presenteres lånene etter restruktureringen som presentert i årsrapporten for 2016.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2016	Opprinnelig beløp
Sum kredittfasiliteter	3 mnd libor + 2,00 - 2,25%*		1350,0	1588,0
- <i>Credit Facility, 800 MUSD</i>	3 mnd libor + 2,00 %*	Februar 2022	<i>Ikke spesifisert</i>	800,0
- <i>CF Safe for Zephyrus</i>	3 mnd libor + 2,00 %*	Februar 2022	<i>Ikke spesifisert</i>	200,0
- <i>Revolving Credit Facility</i>	3 mnd libor + 2,00 %*	Februar 2022	<i>Ikke spesifisert</i>	300,0
- <i>CF for Safe Eurus, 144 MUSD - I.T.</i>	3 mnd libor + 2.25 %**	Mai 2021	<i>Ikke spesifisert</i>	144,0
- <i>CF for Safe Eurus, 144 MUSD - I.T.</i>	3 mnd libor + 2.25 %**	Mai 2021	0	144,0
Sum selgerkreditt	6% - 6,7%	2017 til 2019	56,0	59,0
- <i>Sellers credit - Safe Zephyrus</i>	6,70 %	Juni 2017	<i>Ikke spesifisert</i>	30,0
- <i>Sellers credit - Safe Notos</i>	6,00 %	Q4 2019	<i>Ikke spesifisert</i>	29,0
Sum			1406,0	1647,0

Tabell 51 - Banklån etter restrukturering i Prosafe. - I.T. = Ikke trukket

De balanseførte verdiene er i tillegg redusert med en ikke spesifisert uamortisert lånekostnad på -15,2 som gir en balanseført sum på 1390,8.

Etter restruktureringen ble det gjort ulike endringer i gjeldsbetingelsene til banklånene:

- Likviditetskrav på 65 MUSD uendret.
- Egenkapitalkrav på 25 % fjernet.
- Krav til "Leverage ratio" suspendert frem til 31.12.2020.
- Krav til markedsverdi på flåten suspendert frem til 31.12.2018, deretter settes den til 110% av totale utestående lån.
- Rentedekningsgradskrav på 1 frem til 31.12.2019, og ikke under 1,5 etter dette.
- Årlig restriksjoner på kapitalutgifter ("Capital expenditures").

Bankene krevde også at det iverksettes en "cash sweep" hvert år fra og med april 2018. Ved de ulike "sweep"-tidspunktene foretas en test. Testen vil kontrollere hvorvidt selskapet har en kontraktsstørrelse eller "backlog" tilsvarende 350 MUSD for de neste 12 månedene eller ikke, samt at det settes en minimumsgrense for hvor mye kontanter som skal beholdes i selskapet (se tabell 52). Minimumsgrensen for når "cash sweep" er gjeldende vil til en viss grad forhindre en forverring av likviditeten til selskapet. "Sweepen" fordeles pro-rata til de ulike bankene.

Dato	31.03.2018	31.03.2019	31.03.2020	31.03.2021
Nedre grense for likviditet	155 MUSD	135 MUSD	115 MUSD	95 MUSD

Tabell 52 - Andel likviditet beskyttet fra cash sweep for Prosafe i perioden 2018 til 2021.

9.1.6 Songa Offshore

Ved rapportering av tredje kvartal for 2015 kommuniserte Songa Offshore til markedet at selskapet var i diskusjoner med långivere for å sikre en ny finansiering. Bakgrunnen for dette var at selskapet så det som sannsynlig at de ville komme i brudd med gjeldsbetingelser relatert til egenkapitalandelen i løpet av 2016.

Den 15 mars 2016 annonserte de en omfattende restruktureringsplan for å sikre iverksettelsen av fire langsiktige kontrakter med Statoil og skape en bærekraftig langsiktig finansiell plattform for selskapet. Disse kontraktene er forventet å gi selskapet et fortrinn overfor konkurrenter i et svakt marked fremover. Planen innebar blant annet full konvertering til aksjer av det utestående konvertible lånet på 150 MUSD, utstedelse av et nytt konvertibelt lån på 100-125 MUSD og diverse utsettelse på banklånene (Songa Offshore, 2016). Alle vilkårene i planen ble godkjent litt over en måned etter annonsering, den 20.04.2016.

9.1.6.1 Aksjonærer

For selskapets aksjonærer medførte restruktureringsplanen en vesentlig utvanning ved utstedelse av aksjer til betaling av forfalte renter på flere lån, konvertering av hele obligasjonslånet SONG06 og i tillegg utstedelse av warrants til investorer i det nye konvertible obligasjonslånet. Ved referanse til selskapets aksjonærer er det imidlertid i dette tilfellet viktig å påpeke at selskapets hovedaksjonær og styreleder Fredrik Mohn, representert ved Perestroika AS, ikke ble like påvirket som de øvrige aksjonærer i selskapet på grunn av at de satt på betydelige størrelser av Songa Offshores konverterte gjeld.

Den første delen av planen innebar full konvertering av obligasjonslånet SONG06 til 100 % av den utestående verdien på 150 MUSD. Konvertering av dette tilsvarte en utstedelse av ca. 7 348 millioner nye aksjer, og stod for brorparten av de nye aksjene. I tillegg valgte selskapet en løsning hvor forfalte renter på lånene SONG04, SONG05 og aksjonærlånet fra Perestroika AS,

ble tilbakebetalt i form av totalt 1 100 millioner nye aksjer. Med et opprinnelig aksjeantall på 873 millioner før restruktureringen medførte dette følgelig en betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer.

En annen del av restruktureringsplanen var utstedelse av et nytt konvertibelt obligasjonslån. Investorene i dette lånet fikk tildelt ca. 2 140 millioner frittstående tegningsrettigheter (“*transferable warrants*”) med en svært gunstig utøvelsespris på 0,001 Euro, tilsvarende under 0,01 norske kroner på daværende kurs. Disse kan utøves i perioden 20.04.2017 til 20.04.2019, med et bytteforhold på 10 tegningsretter for 10 aksjer i selskapet. På bakgrunn av den svært gunstige utøvelsesprisen er det urimelig ikke å anta at disse blir utøvet, og de vil følgelig bli medregnet for å vise det fulle utfallet av restruktureringen med hensyn på aksjonærene.

Som siste ledd i restruktureringen med hensyn på aksjonærene ble det gjennomført en reparasjonsemisjon med utstedelse av 1 418 millioner nye aksjer. Som vist i tabell 53 nedenfor medførte restruktureringen en utvanning av eksisterende aksjonærer på 82,23 %.

Aksjer	Antall aksjer	Aksjekurs	Pålydende NOK	Noteringsdato aksjer
Før	873 912 544			
+ Utstedt aksjer til betaling av renter SONG04	608 399 269	0,176 NOK	107 078 271	20.04.2016
+ Utstedt aksjer til betaling av renter SONG05	325 889 248	0,176 NOK	57 356 508	20.04.2016
+ Konvertering av hele SONG06	7 347 678 915	0,176 NOK	1 293 191 489	20.04.2016
+ Utstedt aksjer til betaling av aksjonærlån	184 871 725	0,176 NOK	32 537 424	20.04.2016
+ Reperasjonsemisjon	1 418 100 000	0,150 NOK	212 715 000	23.06.2016
+ Tegningsrettigheter til nytt konvertibelt lån	2 141 427 856	0.001 EUR		
= Etter	<u>12 900 279 557</u>			
Utvanning	82,23 %			
Aksjonærenes gjenværende verdi	17,77 %			
<i>Utvanning ved å ikke delta i emisjon</i>	<i>93,23 %</i>			

Tabell 53 - Aksjer før og etter restrukturering i Songa Offshore.

Den beregnede utvanningen er ikke representativ for selskapets styreleder og hovedaksjonær, Fredrik Mohn og hans Perestroika AS. Dette forklares ved at Perestroika AS satt på en betydelig andel av det konverterte obligasjonslånet SONG06, hvor de ved utstedelse i november 2013 fikk rett til tegning av 50.1 % av pålydende på lånet (Songa Offshore, 2013). I tillegg til aksjer for betaling av forfalte renter på aksjonærlånet, tegnet også Perestroika AS seg i det nye konvertible lånet for ca. 55 MUSD, som da igjen ga rett på rundt 44 % av de frittstående tegningsrettene til investorene i dette lånet.

Det er som kjent ingen innsynsrett i obligasjonseierregisteret i VPS, men fra børsmelding i forbindelse med reparasjonsemisjonen kan vi lese at Perestroika AS mottok ca 3 827 millioner av aksjene fra konvertering av SONG06, som tilsvarer en eierandel på rundt 52 % av det konverterte lånet. Fra endringen i aksjonærlistene fra 31.12.2015 til 31.12.2016, og fraværet av meldte innsidehandler i perioden etter restruktureringen, kan vi se at styrelederen gikk fra en andel på 49,44 % til 44,35 %. Noe av denne endringen kan forklares med at andre investorer i det nye konvertible obligasjonslånet har konvertert sine obligasjoner til aksjer eller utøvet sine tegningsretter. Det er derfor grunnlag for å hevde at restruktureringen ikke medførte noen form for utvanning av hovedaksjonær og styreleder Fredrik Mohn.

9.1.6.2 Obligasjonseiere

Før restruktureringen hadde selskapet som kjent tre utestående obligasjonslån, med forfall i 2018 og 2019, hvorav selskapet hadde forfalte rentebetalinger på to av lånene. Planen rettet mot obligasjonseierne innebar som kjent full konvertering av SONG06 med utestående 150 MUSD til aksjer, og betaling av forfalte renter i aksjer. I tillegg presenterte selskapet en plan med hensikt den hensikt å utsette forfall på SONG04 og SONG05 med 2 år fra 2018 til 2020.

Fra tidligere har selskapet fått endrede vilkår på SONG04 og SONG05. Disse endringene forekom etter en omfattende refinansiering i 2013, hvor selskapet blant annet fikk utsettelse på SONG04 fra 17.11.2016 til 17.05.2018 og utsettelse for SONG05 fra 11.06.2015 til 11.12.2018.

På dette tidspunktet ble det også inngått rentebytteavtaler hvor obligasjonslånene ble byttet fra NOK til USD, se tabell 54.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>			
Ticker	SONG04	SONG05	SONG06
ISIN	NO0010628753	NO0010649403	NO0010697329
Opprinnelig beløp	1400 MNOK	750 MNOK	150,0
Rentebytteavtale beløp	250,0	124,7	
Balansført 31.12.2015	161,2	81,3	116,4
Pålydende	250,0	124,7	150,0
Rente etter rentebytteavta	7,73 %	7,37 %	4.00 %
Inngått dato	17.11.2011	11.06.2012	23.12.2013
Forfalls dato	17.05.2018	11.12.2018	23.12.2019
Konverteringspris per aksje i USD			0,51032

Tabell 54 - Obligasjonslån før restrukturering i Songa Offshore.

For det konvertible lånet SONG06 var konverteringsprisen satt lik 0.51032 USD per aksje. Den 31.12.2015 tilsa dette en utøvelsespris på 4,4954 NOK per aksje. Dersom en tar hensyn til den reverserte splitten på 100:1 som forekom 12.12.2016 gir dette en pris på 449,54 NOK per aksje. Sammenlignet med prisen på Oslo børs på tilsvarende tidspunkt på 59,55 NOK per aksje, og markedsverdien av den konvertible, kan en si at sannsynligheten for konvertering var lav.

Like etter at restruktureringsplanen ble annonsert tok selskapet opp et midlertidig subordinert lån på 91,5 MUSD fra de største aksjonærene i selskapet, dette lånet fremkommer ikke av tabellene, da lånet kun varte et par måneder. Lånet, kalt “*bridge bond*”, ble utstedt 17.03.2016, og allerede 20.04.2017 var det nye subordinerte konvertible obligasjonen (SONG07) fulltegnet og “*bridge bond*” ble flyttet over i dette større lånet på 125 MUSD (SONG07). “*Bridge bond*” må sees i lys av at selskapet hadde behov for umiddelbar likviditet knyttet til iverksettelsen av de langsiktige kontraktene med Statoil, og fungerte dermed som en garantist for tegning i den nye konvertible obligasjonen. Den konvertible obligasjonen hadde behov for godkjenning av aksjonærene, dersom dette ikke hadde forekommet ville lånerenten på “*bridge bond*” steget fra 10% til 12,5% per år. Til sammenligning har det omdannede konvertible obligasjonslånet kun en rente på 2,00%.

Obligasjonseierne i SONG04 og SONG05 godtok utsettelse av forfall med 2,5 år, men med delbetaling av 1/3 av lånene på opprinnelig forfall. Videre ble kupong frem til opprinnelig forfall redusert betraktelig til henholdsvis 2,55 % og 2,45 %, før de deretter økes til 6,90 % og 6,00 % for de respektive lånene.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>			
Ticker	SONG04	SONG05	SONG07
ISIN	NO0010628753	NO0010649403	NO0010760036
Opprinnelig beløp	250	124,7	125,8
Pålydende	250	124,7	125,8
Rente før delbetaling	2,55 %	2,45 %	2 %
Delbetaling	83,3	41,6	0
Rente etter delbetaling	6,90 %	6,00 %	2 %
Ved forfall	166,7	83,1	125,8
Delbetalingsdato	17.05.2018	11.12.2018	
Forfallsdato	17.11.2020	11.06.2021	19.04.2022
Balansført sum	164,7	81,9	37,8
Konverteringspris per aksje i USD			0,0202

Tabell 55 - Obligasjonslån etter restrukturering i Songa Offshore.

Songa har etter restruktureringen en kjøpsopsjon med utøvelsespris på 103,3% og 100% av pari på henholdsvis SONG04 og SONG05 ved første delbetaling. Etter den første delbetalingen stiger utøvelsesprisen til 104,25% og 100% av pari på de respektive obligasjonene.

Når den reserverte splitten er hensyntatt og Norges Banks valutakurs per 20.04.2016 på USD/NOK 8,1146 legges til grunn har SONG07 en konverteringspris tilsvarende 16,39 NOK per aksje. Konverteringsprisen på 16,39 NOK per aksje er betraktelig lavere enn aksjekursen på børsen samme dag på hele 33,00 NOK per aksje. På bakgrunn av dette er det rimelig å anta full konvertering av dette lånet, hvilket vil medføre en potensiell utvanning av eksisterende aksjonærer på 88,02 %, mot tidligere beregnet 82,23 %.

Pålydende nytt konvertibelt lån	125 839 025
Konverteringspris per aksje i USD	0,0202
Nye aksjer	6 229 654 703
Aksjonærers aksjer etter restrukturering	2 292 012 544
Aksjer etter restrukturering	12 900 279 557
Konvertering av konvertibelt lån	6 229 654 703
Antall mulige aksjer	19 129 934 260
Potensiell utvanning	88,02 %
Aksjonærenes gjenværende verdi	11,98 %

Tabell 56 - Kalkulasjon av fullstendig utvanning gitt konvertering av SONG07.

9.1.6.3 Banker

For Songa er listen over lån endret grunnet mangelfulle opplysninger om hvor store lånene var ved opptak, da selskapet nevner en rekke lånestørrelser som ikke er konsistente. Grunnet denne problematikken er det her valgt å vise pålydende verdi istedenfor opprinnelig lånebeløp. Det bør også påpekes at lånet med navnet “*Syndicate*” endrer navn i notene i 2016 til “Dee, Trym and Delta”, men lånet er ellers det samme og det opprinnelige navnet fra 2015 er derfor videreført.

I tabell 57 presenteres banklånene før restrukturering som vist i årsrapporten fra 2015. Lånet med navnet “*Shareholder Loan*” er markert med en *asterisk* grunnet Perestroikas rett til å kreve lånet tilbakebetalt i juni 2018.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet anvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2015	Pålydende
Junior Facility Cat D 1 - Equinox	0,075	29.06.2025	<i>Ikke spesifisert</i>	114
Senior Facility Cat D 1 - Equinox	3 mnd libor + 3.00%	29.09.2021	<i>Ikke spesifisert</i>	377,8
Junior Facility Cat D 2 - Endurance	0,075	19.08.2025	<i>Ikke spesifisert</i>	117
Senior Facility Cat D 2 - Endurance	3 mnd libor + 3.00%	19.11.2021	<i>Ikke spesifisert</i>	387
Facility Cat D 3 - Encourage	3 mnd libor + 2.50%	10.12.2020	<i>Ikke spesifisert</i>	550
Pre Delivery Facility Cat D 4 - Enabler	3 mnd libor + 3.00%	30.03.2021	<i>Ikke spesifisert</i>	90
Syndicate	3 mnd libor+ 2.90%	31.03.2018	<i>Ikke spesifisert</i>	277,8
Shareholder Loan	3 mnd libor + 8.00%	30.04.2021*	<i>Ikke spesifisert</i>	50
Sum			1808,826	1963,6

Tabell 57 - Banklån før restrukturering i Songa Offshore.

I juni 2015 ga Perestroika AS et aksjonærlån til Songa med en lånerente på 3 måneders LIBOR og en margin på 8,00%. Dette lånet skiller seg fra de andre lånene i tabellen over og under ettersom det er et usikret lån.

Banklånene til Songa har i liten grad blitt endret i restruktureringen. Lånene markert med en asterisk (*) i tabellen under har enkelte transjer som forfaller på andre uspesifiserte datoer enn forfallsdatoen i tabellen. Aksjonærlånet fra Perestroika AS markert med to asterisk (**) har fått mindre endringer i rentestrukturen og en ny forfallsdato på 30.12.2020. Aksjonærlånet har også en delbetaling 30.06.2018 på 16,67 MUSD, tilsvarende 1/3 av lånet. Etter denne delbetalingen vil renten øke til LIBOR pluss et rentepåslag på 9,00% til 30.12.2019. I den siste perioden vil renten tilsvare LIBOR pluss 6,50% frem til forfall på resterende 33,33 MUSD.

<i>Alle tall i MUSD om ikke annet avvist</i>				
Navn fra årsregnskap	Nominell rente	Forfallsdato	Balanseført 2016	Pålydende
Junior Facility Cat D 1 - Equinox	0,075	29.06.2025	Ikke spesifisert	102,0
Senior Facility Cat D 1 - Equinox	3 mnd libor + 3.00%	29.09.2021*	Ikke spesifisert	335,8
Junior Facility Cat D 2 - Endurance	0,075	19.08.2025	Ikke spesifisert	105,0
Senior Facility Cat D 2 - Endurance	3 mnd libor + 3.00%	19.11.2021*	Ikke spesifisert	345,0
Facility Cat D 3 - Encourage	3 mnd libor + 2.50%	10.12.2020*	Ikke spesifisert	490,1
Pre Delivery Facility Cat D 4 - Enabler	3 mnd libor + 2.50%	30.03.2021	Ikke spesifisert	508,6
Syndicate	3 mnd libor + 2.83%	31.03.2018	Ikke spesifisert	112,5
Shareholder Loan	3 mnd libor + 6,50% **	30.12.2020	Ikke spesifisert	50,0
Sum			1998,9	2049,0

Tabell 58 - Banklån etter restrukturering i Songa Offshore.

Til tross for relativt få endringer i både størrelsen og renten på de ulike banklånene har det vært betraktelig endring i gjeldsbetingelsene. De viktigste endringene gjelder frem til 31.12.2018 og er som følger;

- Likviditetskrav på 50 MUSD. Uendret.
- Suspendering av egenkapitalkravet på 25%
- Suspendering av maksimal "leverage ratio"
- Suspendering av minimumsrente rentedekningkrav på 2
- Ingen dividende
- Restriksjoner på belåning med sikkerhet i Songa Trym, Dee og Delta

9.2 Fellestrekk

Hver restrukturering er i utgangspunktet unik og avhenger av selskapenes behov, historiske prestasjoner og fremtidsutsikter. Utfallene av restruktureringene vil derfor variere, blant annet i størrelse av emisjoner, nedskrivninger og/eller konvertering av gjeld og eventuelle endringer i gjeldsbetingelser. Likevel ser vi at det foreligger fellestrekk i løsningene selskapene benytter seg av og de prosentvise bidragene fra de aktuelle aktørene.

Alle selskapene i utvalget har restrukturert som følge av finansielle problemer, og slik det fremstilles ville en finansiell krise vært nærliggende uten en restrukturering. I denne oppgaven er finansiell krise som kjent definert som tilstanden et selskap befinner seg i når selskapet ikke lenger kan møte sine forpliktelser (Berk & DeMarzo, 2014, s. 539). Det største fellestrekket for utvalget er at alle selskapene er indirekte påvirket av utviklingen i oljeprisen, og en eventuell nedgang vil forsterkes av de tidligere nevnte problemstillingene for rigg og skip. Følgelig ble

deres operasjonelle forutsetninger sterkt påvirket av det store fallet i oljeprisen siste halvår 2014.

9.2.1 Aksjonær

På bakgrunn av eksisterende økonomisk teori og juridiske bestemmelser vet vi at aksjonærene skal ta tap først ved finansiell krise. Deretter følger de usikrede kreditorene, her i form av obligasjonseiere, og til sist de sikrede kreditorene i form av banker. Som vi kan se av de ulike restruktureringene presentert over så er ikke dette nødvendigvis tilfellet, og definisjonen av et tap for aksjonærene avhenger som kjent av flere faktorer. I delkapittel 5.1 legges det frem at tapet for aksjonærene blir vurdert ut ifra utvanning og den forholdsmessige egenkapitalemisjonen.

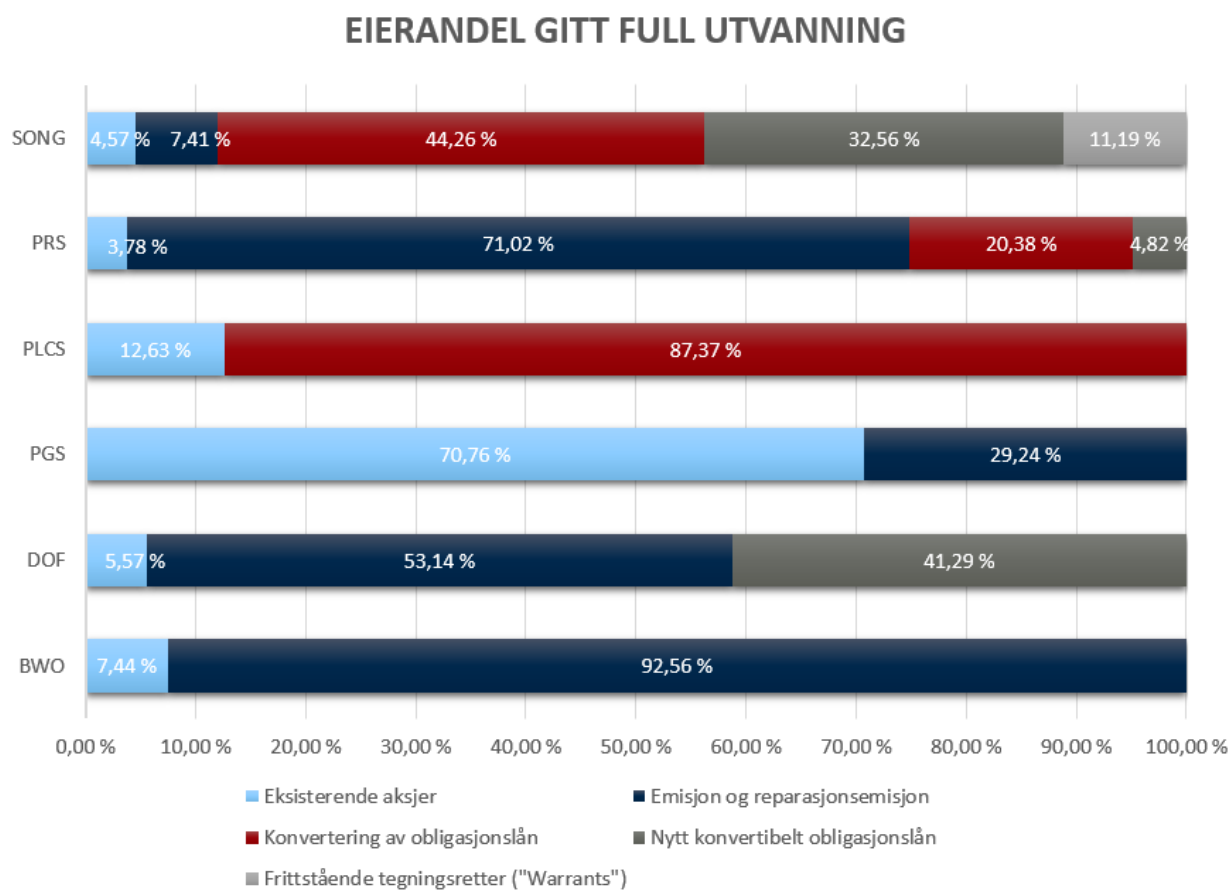
Utvanning som en følge av konvertering av gjeld til aksjer medfører et tap av eierandel for aksjonærene. Teoretisk sett vil ikke en emisjon ha negativ formueseffekt for aksjonær om salget av nye aksjer skjer til markedsverdi og kapitalen investeres til samme egenkapitalrentabilitet. Men når det foretas en fortrinnsrettet emisjon mot eksisterende aksjonærer må en delta i emisjonen eller selge tegningsrettigheter for å unngå en negativ formueseffekt, aksjonæren vil også måtte delta for å unngå en utvanning av eierandelen i selskapet. For en større aksjonær kan det argumenteres for at salg av tegningsrettigheter ofte ikke vil la seg gjøre til den samme kursen, da det ved større poster gjerne kreves en form for rabatt. På bakgrunn av dette, og det faktum at en finansiell krise er såpass nærliggende at selskapet sannsynligvis ikke er “det samme” som det var ved første investering, så må det påpekes at en slik emisjon absolutt kan vise seg å være negativ. For de aksjonærer som ønsker å opprettholde eierandelen kan det også være problematisk å skaffe tilstrekkelig kapital.

Av de seks selskapene i utvalget var det kun to selskaper, henholdsvis BW Offshore og Petroleum Geo-Services, hvor aksjonærene ikke ble utvannet som følge av konvertering av gjeld til aksjer eller utgivelse av tegningsretter til andre enn selskapets aksjonærer. Videre ser vi at grad av utvanning varierer veldig fra selskap til selskap, men det er tydelig at aksjonærene i Polarcus og Songa Offshore kommer desidert dårligst ut av restruktureringen om kun utvanning blir hensyntatt, etterfulgt av DOF og Prosafe.

Ticker:	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Før	688 006 004	111 051 348	239 579 996	66 981 368	2 595 704	8 739 125
Emisjon	8 559 810 000	1 059 869 852	85 500 000	0	43 766 000	0
Reparasjonsemisjon	0	0	13 500 000	0	5 040 000	14 181 000
Aksjer utstedt til oblig konvertering	0	0	0	463 491 579	14 008 398	84 668 392
Nytt konvertibelt obligasjonslån	0	823 640 182	0	0	3 311 638	62 296 547
Frittstående tegningsretter ("Warrants")	0	0	0	0	0	21 414 279
Etter	9 247 816 004	1 994 561 382	338 579 996	530 472 947	68 721 739	191 299 343
Utvanning (ekskl. emisjon)	0,00 %	41,29 %	0,00 %	87,37 %	25,20 %	88,02 %

Tabell 59 - Fordeling av nye aksjer og grad av utvanning.

Figur 11 under viser en prosentvis fordeling av aksjene med alle effektene fra restruktureringen, og en kan tydelig se at de eksisterende aksjene utgjør en svært lav andel i alle selskapene foruten PGS. Selskapenes løsninger medfører en stor konvertering av gjeld til aksjer og innhenting av ny kapital gjennom emisjoner. De eksisterende aksjene kan derfor anses å være opsjoner på å delta som eier i det nye restrukturerte selskapet.



Figur 11 - Eierandel gitt full utvanning.

Grad av utvanning må dog sees i sammenheng med kapitaltilførsel i form av emisjoner, og dette kan forklare noen av forskjellene mellom selskapene. I tabell 60 har vi beregnet hva en aksjonær med aksjer tilsvarende 100 kr i verdi må skyte inn av ekstra kapital for å opprettholde sin eierandel. Dagskursen benyttet er den ujusterte sluttkursen dagen før emisjonen ble annonsert, hvilket er utgangspunktet til selskapene for beregning av tegningsrettigheter per aksje. Den ujusterte kursen vil samsvare med nåværende kurs dersom nye aksjer, utbytte og reversert splitt hensyntatt.

Polarcus og Songa, hvor utvanningen av eksisterende aksjonærer var størst, hadde lavest emisjoner. Aksjonærene i Songa opplevde den største prosentvise utvanningen om effektene av det nye konvertible lånet medregnes. Denne utvanningen ville vært betydelig større uten emisjonen som tilsvarte 32 % av en opprinnelig investering på 100 kr dagen før annonsering av emisjonen. Polarcus på sin side hadde nest størst utvanning av aksjonærene og ingen emisjon. Videre følger PGS hvor det krevdes en ytterligere investering på ca. 37 % for å delta i emisjonen og opprettholde eierandelen.

De selskapene som krevde det høyeste bidraget fra aksjonærene dersom de ønsket å ivareta eierandelen var DOF og Prosafe, og det kan tyde på å ha begrenset utvanningen. Uten emisjon i disse selskapene ville utvanningen blitt henholdsvis 88 % og 87 %.

Ticker:	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Dato for pris per aksje	24.06.2016	06.07.2016	23.11.2016	-	07.07.2016	14.03.2016
Investert før emisjon	100	100	100	100	100	100
Pris per aksje	0,68	1,14	25,39	-	0,88	0,76
Antall aksje	147,06	87,72	3,94	100,00	113,64	131,58
Tegningsrettigheter per aksje	12,48664	10,80581	0,41322	0	18,80261	1,62270
Tegningsrettighetskurs	0,10	1,00	22,50	0,00	0,25	0,15
Emisjonskostnad	183,6	947,9	36,6	0,0	534,2	32,0
Antall aksjer fra emisjon	1836,3	947,9	1,6	0,0	2136,7	213,5
Antall aksjer etter emisjon	1983,3	1035,6	5,6	100,0	2250,3	345,1
Investert etter emisjon	283,6	1047,9	136,6	100,0	634,2	132,0
Emisjon i % av opprinnelig investering	183,6 %	947,9 %	36,6 %	0,0 %	534,2 %	32,0 %

Tabell 60 - Emisjon i prosent av opprinnelig investering på 100 NOK.

For BWO og DOF blir tegningsrettighet per aksje oppgitt. De resterende selskapenes tegningsrettigheter blir beregnet implisitt ved å ta aksjer fra emisjon delt på aksjer før emisjonen.

Dersom selskapenes emisjoner sees i lys av markedsverdien dagen før emisjonene blir annonsert, så er det tydelig at DOF og Prosafe krevde mest av aksjonærene, mens aksjonærene i Songa Offshore og Polarcus bidro minst. Med forutsetningen om at en emisjon er negativ fordi

du blir tvunget til å skyte inn mer kapital for å opprettholde eierandelen, så har altså DOF og Prosafes aksjonærer kommet dårligst ut. Av beregningen kan vi også lese at behovet for ny kapital er relativt stort i DOF, Prosafe og BW Offshore med tanke på størrelsen til emisjonene i forhold til daværende markedsverdi.

Ticker:	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Dato for markedsverdi	24.06.2016	06.07.2016	23.11.2016	-	07.07.2016	14.03.2016
Markedsverdi i MNOK	467,8	126,6	6082,9	-	228,4	664,2
Emisjon i MNOK	856,0	1059,9	2227,5	-	1220,2	212,7
Emisjon / Markedsverdi	183,0 %	837,2 %	36,6 %	-	534,2 %	32,0 %

Tabell 61 - Emisjon og markedsverdi.

Aksjonærene i PGS opplevde ingen utvanning i restruktureringen, og det krevdes en lav tilførsel av ny kapital sett i lys av en opprinnelig investering på 100 kr før investeringen. På bakgrunn av dette virker PGS å være det selskapet hvor aksjonærene fikk det beste utfallet. Dette kan delvis forklares ved at selskapet blant annet hadde en emisjon i slutten av 2015 som trolig begrenset behovet i denne restruktureringen.

9.2.2 Kreditor

Kreditorene skal få dekning før egenkapitalinvestor ved konkurs, og innad blant kreditorene får de sikrede dekning før de usikrede. På bakgrunn av denne prioriteringen ved forfall skal derfor obligasjonseierne ta et tap før eventuelt bankene som sitter med sikkerhet må ta tap. Et realisert tap for disse kreditorene kan i utgangspunktet kun oppstå ved en nedskrivning av gjeld eller ved videresalg av gjeld under pålydende verdi, og vil representere et dårlig utfall for kreditorene. Akkurat som for egenkapitalinvestorer så er det imidlertid flere faktorer som spiller inn ved vurdering av hva som er et godt eller et dårlig utfall av en restrukturering. I tillegg til nedskrivning av gjeld, så kan lettelsener i gjeldsbetingelser eller utsettelsener på låneforfall også sies å representere et dårlig utfall for disse kreditorene dersom dette medfører økt kredittrisiko. I et normalt tilfelle skal kreditor derimot få en kompensasjon for økt risiko i form av økt rente.

9.2.2.1 Obligasjoner

Alle selskapene i utvalget har flere obligasjonslån, men Polarcus er det eneste selskapet som har sikrede obligasjoner. Dette sikrede obligasjonslånet er derfor inkludert i beregningen over obligasjonslån som i utgangspunktet kun består av usikrede obligasjonslån. Tabell 62 under gir en oversikt over endringene som har forekommet i selskapenes obligasjonslån. Ettersom

oljeservicenæringen befinner seg i en nedgangsperiode har alle selskapene hatt behov for å lette på balansen og/eller tilføre ny likviditet for å komme seg gjennom perioden. Obligasjonseierne er nestemann i rekka etter at aksjonærene har kommet med sitt bidrag, og her er det i utgangspunktet benyttet en miks av tre mulige løsninger for å redusere gjeldsbyrden. Obligasjonseierne har i fire av seks selskaper godtatt en nedskrivning av gjeld på gjennomsnittlig 38,5 %, og samme antall har fått gjeld konvertert til egenkapital. Den siste løsningen har vært at selskapet kjøper tilbake obligasjoner ved å komme med et kontanttilbud til obligasjonseierne.

Kalkulasjonen i tabell 62 viser de faktiske endringene på de utestående verdiene av lånet for å vise den reelle effekten for obligasjonseierne. Dette vil i deler av selskapene avvike fra de balanseførte verdier som vist i appendiks 15.

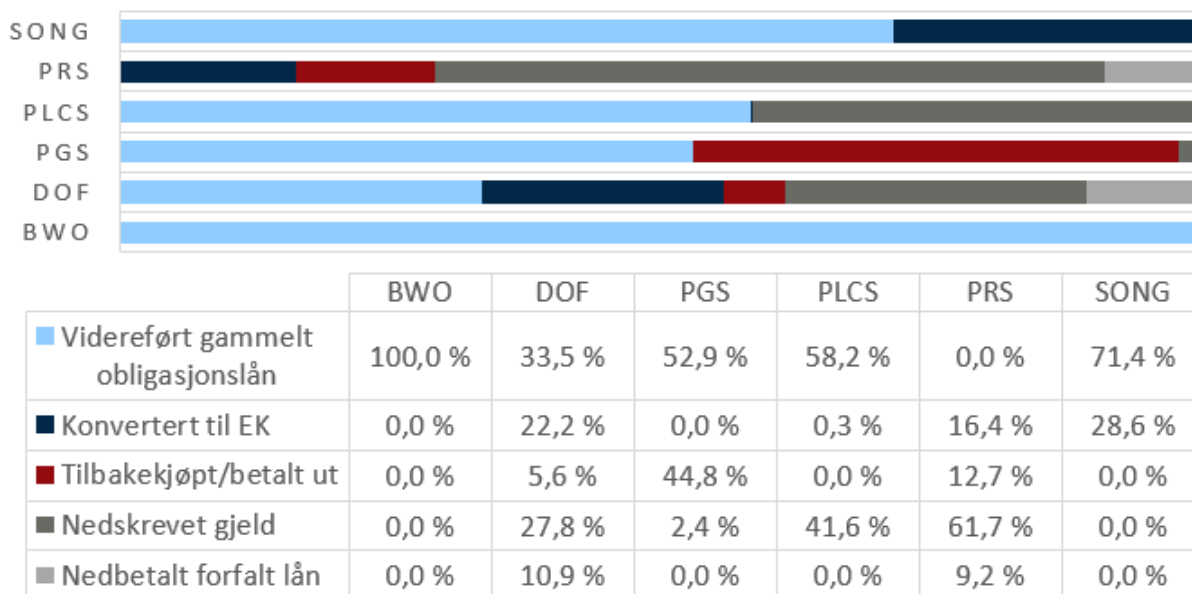
<i>Alle tall i MUSD</i>						
Før restrukturering	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Obligasjonslån	296,1	440,9	450,0	125,2	320,1	374,7
Konvertibelt obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	101,9	0,0	150,0
Sum	296,1	440,9	450,0	227,1	320,1	524,7
Etter restrukturering						
Videreført gammelt obligasjonslån	0,0	147,6	26,0	0,0	0,0	0,0
Konvertibelt obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	71,3	0,0	0,0
Gammelt obligasjonslån med endrede gjeldsbetingelser	304,0	0,0	212,0	60,8	0,0	374,7
Nytt konvertibelt obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	125,8
Nedskrevet gjeld	0,0	122,7	10,6	94,4	197,6	0,0
Gjeld konvertert til EK	0,0	97,9	0,0	0,6	52,4	150,0
Tilbakekjøpt obligasjoner/betalt ut	0,0	24,8	201,4	0,0	40,5	0,0
Nedbetalt forfalt lån	0,0	47,9	0,0	0,0	29,5	0,0
Sum	304,0	440,9	450,0	227,0	320,1	650,5
Vesentlige utsettelse/endringer:	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0	125,8

Tabell 62 - Endring i obligasjonslån.

Differansen i SONG er det nye konvertible lånet, mens for BWO er det valuta forskjell.

BW Offshore var det eneste selskapet som ikke betalte tilbake, konverterte eller slettet deler av de gamle obligasjonslånene, men de fikk innført utsettelse av forfallsdatoer på alle lånene til 2020 og utover. Obligasjonseierne ble kompensert for denne utsettelsen med delvis økte renter og kom dermed godt ut av restruktureringen sammenlignet med de andre. For de andre selskapene kommer de valgte løsningene tydelig frem i figur 12, hvor de ulike beløpene er vist i prosent av obligasjonslånene per 31.12.2015.

ENDRINGER I OBLIGASJONSLÅN



Figur 12 - Endring i obligasjonslån 2

Songa Offshores obligasjonslån ble heller ikke nedskrevet, men det konvertible lånet ble konvertert til 100 % av pålydende. Forøvrig på en kurs langt under den opprinnelige ved inngåelse av obligasjonen. Dette lånet utgjorde ca. 29 % av selskapets obligasjonslån per 31.12.2015, og årsaken til at dette lånet ble fullt konvertert kan ha vært påvirket av at hovedaksjonær og styreleder Fredrik Mohn satt på betydelig andeler av lånet. Utover dette var Songa eneste selskap som tok opp et nytt obligasjonslån, og også her var Mohn representert. De resterende obligasjonslånene fikk utsatt forfall på 2/3 av pålydende med 2 år, og reduserte renter.

Obligasjonseierne i PGS kom også godt ut, med en begrenset nedskrivning på 2,4 % mot tidlig tilbakebetaling av 44,8 % av lånet. Resterende 50 % av lånet ble videreført i et nytt lån med 2 års forlenget forfall, mens 2,9 % av lånene ikke aksepterte restruktureringsplanen og gikk videre uten endringer.

I de resterende selskapene, DOF, Polarcus og Prosafe, måtte obligasjonseierne akseptere store nedskrivninger av gjelden. DOF skrev ned 27,8 % av den totale verdien av de utestående obligasjonslånene, men som det ble påpekt ved gjennomgang så har datterselskapet DOF Subsea AS blitt utelukket fra restruktureringen. Ved ekskludering av obligasjonslånene tilhørende datterselskapet har DOF skrevet ned hele 50 % av pålydende, samt tilbakebetalt 10

% og konvertert resterende til et konvertibelt lån som har tvungen konvertering til aksjer ved forfall. Etter restruktureringen sitter DOF ASA følgelig kun igjen med et obligasjonslån tilhørende det 51 % eide datterselskapet DOF Subsea AS. Prosafe gjennomførte en tilsvarende løsning, og satt igjen uten obligasjonslån balanseført som gjeld etter restruktureringen.

Når det kommer til Polarcus så var løsningen her ganske annerledes enn den av de øvrige selskapene, og den største forskjellen er den lave andelen av gjelden som krevdes for at obligasjonseierne skulle ta over tilnærmet hele selskapet. Selskapet konverterte ca. 0,3 % av gjeldens pålydende til aksjer, hvilket medførte at obligasjonseierne satt igjen med ca. 87 % av de utestående aksjene. Dette må sees i sammenheng med at markedsverdien på egenkapitalen ved konvertering var svært lav (se tabell 61), og de gunstige kjøpsopsjonene som ble innført på obligasjonslånene. Kjøpsopsjonene som i teorien tilsier at selskapet er å anse som konkurs dersom disse ikke utøves, vil gi nedskrivninger på minimum 41,6 % av pålydende ved utøvelse rett før forfall. Sett i lys av dette var muligens ikke konverteringen så gunstig for obligasjonseierne. Det er også verdt å nevne at 30 % av det som i utgangspunktet var et sikret obligasjonslån ble omgjort til en usikret obligasjon på bakgrunn av en ekstern verdsettelse av eiendelene stilt som sikkerhet.

9.2.2.2 Banklån

Omgjøringen av deler av det sikrede obligasjonslånet til et usikret lån i Polarcus står i sterk kontrast til fellestrekket blant banklånene, hvor det ikke nevnes noe om verdiene av eiendelene stilt til sikkerhet. Bankenes villighet til å ta tap synes å være fraværende, da det ikke foretas en eneste nedskrivning av gjelden. Dette kan tolkes som at sikkerheten for lånene fortsatt anses som fullverdig.

Alle selskapene unntatt Prosafe har fått en utsettelse på banklånene med to år eller mer, avhengig av når de opprinnelige forfallsdatoene forelå. Utgangspunktene for forhandlingene virker som nevnt å være at det forventes en vesentlig forbedring av markedsforholdene innen 2020, og dette gjenspeiles i utsettelse på lånene. Bankene virker videre å være villig til å lette på gjeldsbetingelser vedrørende selskapets likviditet i kortere perioder, og i ytterste grad godtas utsettelse av faste avdrag på lånene. Polarcus hadde til forskjell fra de andre selskapene overkommelige forfallsdatoer på alle banklånene, men en garantiordning stilt til disse lånene fra Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK) med opprinnelig forfall 30.06.2017 måtte reforhandles, og det ble innvilget nye 5 år. DOF fikk refinansiert et lån som dekket hele 27 skip med nytt forfall i 2021.

Endringene i banklån fra 2015 til 2016 i tabell 63 viser stor variasjon blant selskapene, hvorav vi kan se at PGS, Prosafe og Songa sine utestående andeler øker. Dette skyldes at levering av skip/rigger tillater ytterligere trekk på tidligere innvilgede lån for Songa og Prosafe. For PGS har restruktureringen tillatt selskapet å trekke ytterligere på en revolverende kredittfasilitet uten å bryte med gjeldsbetingelser. Denne kredittfasiliteten ble i tillegg utsatt med 2 år. Ingen av selskapene har fått nye banklån som et resultat av restruktureringen.

<i>Alle tall i MUSD</i>						
Banklån						
Før:	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Banklån	1445,5	2266,5	697,2	257,6	945,0	1808,8
Etter:						
Banklån	1437,8	2129,2	953,4	250,5	1406,0	1998,9
Endring	-0,5 %	-6,1 %	36,7 %	-2,7 %	48,8 %	10,5 %

Tabell 63 - Banklån fra 31.12.2015 til 31.12.2016 og prosentvis endring.

I tabell 64 nedenfor oppsummeres de viktigste endringene i gjeldsbetingelser fra bankene i en forenklet form. Bankene virker å være mindre villig til å gi avdragsutsettelse, men alle synes å være medgjørlig til å gi mindre lettelse i kravene om maksimal “*leverage ratio*” og minimums egenkapitalandel. Likviditetskravene forholdes uendret hos fem av selskapene, samt at flere har fått innført kapitalrestriksjoner.

Ticker:	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Forfall (2016 tall)	Ca. 6 % forfaller i 2018, deretter ingen før 2020	Ikke spesifisert, men avdragsprofil indikerer ingen store forfall før 2020	Ingen forfall før 2020	Ca. 3 % forfaller 2017/2018, deretter ingen forfall før 2022	Ca. 4 % forfaller 2017-2019, deretter ingen forfall før 2021	Ca. 6 % forfaller 2018, deretter ingen forfall før 2020
Rente	Økt	<i>Ikke spesifisert</i>	Økt	Redusert	Uendret	Uendret
EK-krav	Redusert (25 til 20%)	Uendret (30%)	<i>Ikke spesifisert</i>	Uendret (25 %)	25 % til 0 (Slettet)	Redusert* (25 % til 0)
Avdragsuttelselser	Ja	Ja	Nei	Ja	Nei	Nei
Leverage ratio	Redusert* *	Ikke opplyst	Redusert**	Redusert	Redusert	Redusert
Likviditetskrav	Uendret (75 MUSD)	Uendret (500 MNOK)	Uendret (75 MUSD)	Redusert (25 til 10 MUSD)	Uendret (65 MUSD)	Uendret (50 MUSD)
Kapitalrestriksjoner	Ingen dividende	<i>Ikke spesifisert</i>	Cash sweep (50 % av overflødig driftsKS)	Cash sweep (75 MUSD)	Cash sweep (155 MUSD)	Ingen dividende

Tabell 64 - Endringer gjeldsbetingelser og forfall i banklån

* Egenkapitalkrav er midlertidig suspendert.

**BW Offshore og PGS har som tidligere nevnt et krav til "total leverage ratio (TLR)", dette beregnes med total gjeld istedenfor netto finansiell gjeld over EBITDA.

9.2.3 Selskapet

Det viktigste for selskapene sin del var å skaffe tilstrekkelig likviditet og lettelsener i balansen for å komme seg gjennom nedgangsperioden. Selv om hvert selskap vil ha ulike behov, ser vi at

det foreligger flere fellestrekk med tanke på løsningene som velges, og bidragene fra de enkelte aktørene involvert i restruktureringene.

I vårt utvalg ser vi blant annet at aksjonærene i Songa og Polarcus, som skyter inn lavest andel ny kapital, også opplever størst utvanning, hvilket indikerer at emisjoner begrenser den totale utvanningen. Videre ser vi på utfallene av restruktureringene at selskapene har behov for et betydelig innskudd av ny kapital, og det er derfor hensiktsmessig for kreditorene å ha med aksjonærene videre. Selskapene BWO, DOF, Songa og PGS har kapitalsterke familier på eiersiden som har skutt inn en betydelig andel ny kapital for å opprettholde sine eierandeler. I BWO og PGS ser vi at utvanningen er fraværende, mens den i DOF ville vært tilnærmet 90 % uten en emisjon. Tilsvarende kan det spekuleres i om utvanningen ville vært betydelig lavere i Songa hvis det ikke var for at hovedaksjonær satt godt eksponert i obligasjonsgjelden.

Hovedessensen i restruktureringene er at eventuelle lettelser i selskapenes balanse foretas med hensyn på de usikrede obligasjonslånene, ettersom disse ikke har eiendeler stilt som sikkerhet og dermed er dyrere som en følge av risikopåslaget i rentene. Bankene har som forventet ikke foretatt nedskrivninger på gjelden, og fellestrekket er at de gir mindre lettelser på gjeldsbetingelser i en kort periode, før de stiger tilbake til normalen, og at de i noen tilfeller gir utsettelse på forfallsdato uten en betydelig økning i renter. Mangelen på særlig økning i rentene kan forklares ved at tilførselen av ny likviditet gjennom egenkapitalemisjon og reduksjoner i obligasjonsgjelden veier opp for den eventuelle økningen i kredittrisiko ved utsatt forfall og lettelser i gjeldsbetingelsene. Bankene har som kjent selskapenes eiendeler som sikkerhet for lånene, men det er likevel en bemerkelsesverdig tendens til forskyvning av gjelden. En forklaring på dette er naturligvis at sikkerheten anses som tilstrekkelig, men i noen av tilfellene kan det også spekuleres i om bankene rett og slett ikke har interesse av å overta eiendelene, da dette trolig vil medføre konkurssalg langt under markedsverdi.

9.2.4 Juridiske fellestrekk

Selskapene i utvalget har alle valgt å gjennomføre sine forhandlinger om restrukturering utenfor gjeldende lover i deres respektive hjemland. De har med andre ord foretrukket private gjeldsforhandlinger til sine formål, og det er derfor ikke noe grunnlag for å vurdere de direkte forskjellene mellom private og offentlige gjeldsforhandlinger. Likevel kan for eksempel de nevnte begrensninger (se kapittel 8) ved gjeldende konkurslov i selskapenes hjemland ha påvirket utfallet av restruktureringene indirekte ved å motivere til å gjennomføre private gjeldsforhandlinger.

Den mest vesentlige forskjellen på private gjeldsavtaler og de offentlige løsningene er som kjent fleksibiliteten selskapene har til å utarbeide ulike løsninger i restruktureringsplanene.

Som vi har sett av de forskjellige utfallene så har de et felles hovedfokus på å lette på balansen og tilføre ny likviditet, men hvordan de kommer fram til “målet” varierer. Konkursloven har flere bestemmelser for hvordan planen skal utarbeides, og tillater ikke en løsning hvor gjeld konverteres til aksjer, som 4 av 6 selskaper i utvalget benyttet seg av.

På bakgrunn av eksisterende teori så er det klart at verdien av fortsatt drift ble beregnet til å være høyere enn likvidasjonsverdien for alle selskapene ettersom restruktureringsplanene ble gjennomført. Vi ser av alle tilfellene at forhandlingene startet før en konkurs forelå rent juridisk, og det var ingen av selskapene som var i brudd med sine gjeldsbetingelser. Det gis ingen form for innsyn i forhandlingsprosessene, men alle selskapene annonserer at de har startet en dialog med viktige interessenter minimum en måned før selve restruktureringsplanen blir publisert. Da planene omsider ble publisert, var det med støtte fra viktige interessenter, som da naturligvis inkluderer banker, store obligasjonseiere og hovedaksjonærer. Den gjenværende avstemming for å godkjenne planene virker derfor å være en formalitet, ettersom de nevnte interessentene har gitt forpliktende forhåndsgodkjennelser. Som eksempel kan vi nevne at Songa Offshore opplyser om en ikke reverserbar forpliktelse til å stemme for planen i obligasjonslånene SONG04, 05 og 06, på henholdsvis 71 %, 72 % og 78 % av stemmene. Dette er med andre ord innenfor de typiske majoritetskravene på 2/3 for norske obligasjonslån.

Vi ser at selskapene beholder en høy grad av kontroll under prosessene, da forhandlingene rettes mot finansielle kreditorer for å sikre en bærekraftig kapitalstruktur. Aktørene relatert til den generelle driften er med andre ord utelatt, hvilket innebærer at driften trolig får fortsette som normalt. Det ville eksempelvis vært uheldig for selskapene om deres leverandører kuttet kredittider og krevde forskuddsbetaling i frykt for økt motpartsrisiko. Ettersom vi ikke har noe innsyn i forhandlingsprosessene og er det vanskelig å komme med noen konkrete slutninger rundt denne. Sett i lys av den korte tiden mellom selskapenes annonsering av inngåtte forhandlinger og presentasjon av ferdig restruktureringsplan, kan det likevel tyde på at ingen har støtt på noen betydelige problemer under forhandlingene, som for eksempel “*holdout*”-problemet. Det skal også som påpekt i kapittel 8 mer til for å tilegne seg negativ kontroll i norske obligasjoner med majoritetskrav på 66,6 % (2/3), enn i amerikanske obligasjoner hvor du gjerne har et majoritetskrav på 90 %, slik at “*holdout*”-problematikken sannsynligvis ikke er like utbredt.

9.3 Rangering av utfall

Ved vurdering av hva som er et godt utfall av en restrukturering må det sees på fra flere ulike perspektiver. Det som er bra for aksjonærer er ikke nødvendigvis bra for obligasjonseiere og banker, og i tillegg kan det som er bra for begge disse aktørene være dårlig for selskapet i sin helhet. Med utgangspunkt i analysen har vi foretatt en rangering av selskapenes utfall basert på de ulike perspektivene og den nevnte vurderingen av tap for hver aktør i kapittel 5.

I tabell 65 nedenfor er en kort oppsummering av de ulike restruktureringene presentert i en forenklet utgave. Kategoriene “Konvertert til EK”, “Nedskrevet gjeld” og “Tilbakekjøp” er alle presentert i prosent av obligasjonslån og i parentes vises den i prosent av den totale utestående gjelden slik disse er presentert i årsrapportene for 2015. Kategorien “Emisjon” er beregnet som et nødvendig prosentvis innskudd av kapital dersom eier ønsker å beholde eierandelen, i parentes er kapitalen hentet inn ved emisjon vist i prosent av den totale utestående gjelden per 31.12.2015.

Ticker:	BWO	DOF	PGS	PLCS**	PRS	SONG	Gj.snitt
Utvanning	0 %	41,29 %	0 %	87,37 %	25,20 %	82,23 % (88,02)*	39,35 % (40,31 %)*
Konvertert gjeld til EK	0 %	22,20 % (3,62 %)	0 %	0,27 % (0,12 %)	16,38 % (4,14 %)	28,59 % (6,43 %)	11,24 % (2,39 %)
Nedskrevet gjeld	0 %	27,83 % (4,53%)	2,36 % (0,92 %)	41,56 % (19,47 %)	61,74 % (15,62 %)	0 %	22,14 % (6,76 %)
Tilbakekjøp	0 %	5,63 % (0,92 %)	44,76 % (17,56 %)	0 %	12,67 % (3,20 %)	0 %	10,51 % (3,61%)
Emisjon	183 % (5,58 %)	837 % (4,44 %)	36,6 % (22,04%)	0 %	534 % (10,95 %)	32 % (1,03 %)	270,43% (7,34%)

Tabell 65 - Hovedelementer i restruktureringene.

* Ved full konvertering av det nye konvertible lånet vil den totale utvanning tilsvare 88,02%

**Nedskrivning i Polarcus avhenger av når kjøpsopsjonene på 24%-50% av pålydende verdi av obligasjonslånene utøves.

Gjennomsnittlig konvertering av gjeld til egenkapital utgjorde 11 %, og dette medførte en utvanning av aksjonærene på 40 %. Disse gjennomsnittene blir imidlertid redusert av at BWO og PGS ikke gjennomførte en slik konvertering. Videre ser vi at nedskrivningen av

obligasjonslånene utgjorde gjennomsnittlig 22 % av pålydende, samt at gjennomsnittlig tilbakekjøp av obligasjoner var på 11 %. Når det kommer til størrelsen på emisjonene i prosent av markedsverdien dagen før annonsering av betingelsene, så varierer denne betydelig på tvers av selskapene. Følgelig vil gjennomsnittet på 270 % være noe misvisende da dette i all hovedsak består av emisjonene i DOF og Prosafe.

Bankene tar ingen tap i form av nedskrivning på gjelden i noen av selskapene, og bidragene deres i restruktureringene er tilnærmet like for alle selskapene. Ved rangering av utfallene med tanke på kreditor-perspektivet har vi derfor vektlagt obligasjonseiernes utfall og likestilt bankene. Nedenfor presenteres en rangering av selskaperens utfall i restruktureringene basert på perspektivene:

Rangering ut av de perspektivene: Fra best (1) til dårligst utfall (6)		
Aksjonær	Kreditor	Selskap
1. PGS 2. BW Offshore 3. Prosafe 4. DOF 5. Songa Offshore 6. Polarcus	1. BW Offshore 2. PGS 3. Songa Offshore 4. DOF 5. Polarcus 6. Prosafe	1. Prosafe 2. PGS 3. Polarcus 4. DOF 5. BW Offshore 6. Songa Offshore

Tabell 66 - Rangering av utfall.

Rangering aksjonærer

Utvanning er det mest konkrete tapet for aksjonærer og vektlegges derfor mest. Ved mindre forskjeller vil nedskrivning av gjeld og emisjon også bli vurdert.

Aksjonærene i PGS og BWO opplever ingen utvanning i restruktureringen og kommer således godt ut sammenlignet med de andre. Ettersom det kreves et betydelig kapitalinnskudd av aksjonærene i BWO plasseres PGS over BWO. Videre følger Prosafe og DOF med en middels utvanning av aksjonærer og høye emisjoner. Nederst på rangeringen finner vi Songa og Polarcus med tilnærmet lik utvanning. Ettersom nedskrivningen av gjelden i Polarcus i utgangspunktet kommer de nye eierne til gode, altså enkelte obligasjonseiere, plasseres de nederst ved rangering av utfallene for aksjonærene.

Rangering kreditor

Nedskrivninger medfører et tap for kreditor og vektlegges mest ved rangering, før eventuelle positive effekter som emisjon og utvanning vurderes. Tilbakekjøpene blir hensyntatt indirekte gjennom nedskrivningene ved at et tilbakekjøp under pålydende vil føre til en nedskrivning.

Obligasjonseierne i BWO opplevde ingen nedskrivninger og har dermed det beste utfallet, etterfulgt av PGS hvor tilnærmet halve obligasjonslånet ble betalt ut kontant mot en minimal nedskrivning. Obligasjonseierne i Songa opplevde heller ingen nedskrivning, men lånet ble konvertert til aksjer som vi anser som mindre gunstig enn en kontantutbetaling sett i lys av bransjens daværende problemer. Bakgrunnen for rangeringen av de resterende selskapene kommer av nedskrivningen. Selv om nedskrivningen i Polarcus i utgangspunktet vil komme obligasjonseierne som konverterte til aksjer til gode, så er denne som kjent avhengig av et betydelig kapitalinnskudd eller rask bedring av markedsforholdene.

Rangering selskap

Rangeringen av utfall for selskapene vil baseres på lettelser i totalbalansen, og ikke på tapsfordelingen. Følgelig er emisjoner, nedskrevet gjeld og eventuell konvertering av gjeld til aksjer positivt.

Prosafeplasseres øverst da de har fått redusert den totale gjelden med tilnærmet 20 %, samtidig som selskapet hentet inn egenkapital tilsvarende 10% av den totale gjelden. Videre følger PGS med sin høye prosentvise emisjon av den totale gjelden. Polarcus plasseres som nummer 3, foran DOF, på bakgrunn av den høye nedskrivningen som medfører en betydelig lettelse i selskapets balanse. Til tross for at denne som nevnt avhenger av andre faktorer for å bli realisert for obligasjonseierne, ga den en umiddelbar regnskapsmessig lettelse for selskapet. Songa og BWO hadde ingen nedskrivning av gjeld, og her vil konvertering av ca. 6 % av gjelden til EK plassere Songa over BWO.

10. Resultat

For å besvare problemstillingen har vi analysert økonomiske og juridiske faktorer, og deretter kartlagt og analysert restruktureringer gjennomført av børsnoterte selskaper i oljeservicenæringen i løpet av 2016 for å se etter fellestrekk. Til slutt har faktorene blitt vurdert opp mot utfallene av restruktureringene for å se etter eventuelle sammenhenger og påvirkning. Resultatene fra analysen vil bli presentert i dette kapittelet. Først presenteres resultater fra analysen av de økonomiske faktorene og fellestrekk fra utfallene, og deretter presenteres de juridiske faktorene. Til slutt vil resultatene fra analysen av sammenhengene mellom de økonomiske faktorene og utfallene av restruktureringene bli lagt frem og kommentert.

10.1 Økonomiske resultat

De økonomiske faktorene ble analysert gjennom regnskapsanalyse, hvor vi studerte selskapenes prestasjoner i ulike nøkkeltall og summerte dette opp til to mål på kredittrisiko for selskapene. Fra den syntetiske ratingen fant vi at fire av seks selskaper oppnådde en rating under BBB som tilsier at de er å anse som *“speculative grade”* eller *“high yield”*, mens to selskaper oppnådde ratingen BBB. Følgelig viser analysen at risikoen var stor før restruktureringen. Likevel virker ikke den syntetiske ratingen å fange opp den fulle kredittrisikoen til selskapene i utvalget, selv om vi ser at risikoen også var økende i de siste årene før restruktureringene. Dette begrunnes blant annet ved at vi vet at alle måtte gjennom en restrukturering, slik at ratingen burde vært lavere for å reflektere risikoen for en finansiell krise. En årsak til dette kan være at selskapenes prestasjoner i nøkkeltallene ikke forverrer seg betydelig før i 2014 til 2015, slik at den underliggende risikoen ikke reflekteres i nøkkeltallene over hele tidsperioden. Fra analysen av de enkelte nøkkeltallene kunne vi blant annet se at egenkapitalprosenten lå på et gjennomgående høyt nivå frem til 2015, før den falt betraktelig for alle selskapene. Av regnskapene kan vi lese at dette stort sett kommer som en konsekvens av svært høye nedskrivninger i 2015. Ettersom fallet i oljeprisen startet i andre halvår 2014 skulle likevel selskapene muligens foretatt deler av nedskrivningene gjort i 2015 i slutten av 2014. Dette kan tyde på at selskapene enten vegrer seg fra å foreta nedskrivninger, eller at de hadde for høye forventninger til utviklingen i oljeprisen.

Fra den relative kredittrisikoen fant vi at PGS var det selskapet som presterte best i de ulike nøkkeltallene i forkant av restruktureringen, og dermed hadde den laveste kredittrisikoen. I motsatt ende presterte BWO dårligst og fikk på bakgrunn av analysen den høyeste relative kredittrisikoen. Metoden vurderte selskapenes relative risiko ut i fra prestasjoner i nøkkeltallene som fremkommer i den syntetiske ratingen, samt to ekstra nøkkeltall. Det forelå også en ulik vektning av nøkkeltallene. Den fulle rangeringen av selskapene blir presentert nedenfor hvor dette settes opp mot utfallene av restruktureringene. Oppsummert ga denne analysen en annen rangering enn den syntetiske ratingen på grunn av ulik vektning og flere nøkkeltall.

Alle selskapene i utvalget forventer at markedet skal bedre seg innen 2020. Dette har lagt føringen for forhandlingene, da løsningene som har blitt akseptert virker å ha fokusert på å skaffe nok kapital til å sikre driften ut 2020. Dette innebar at lån med forfall på et tidligere tidspunkt enn 2020 i de fleste tilfeller ble forskjøvet. Fellestrekkene er i all hovedsak i tråd med den økonomiske- og juridiske teorien som angår kapitalstruktur og tapsfordeling, og i hvilken grad de ulike aktørene må bidra i restruktureringen. Bankene har sikkerhet i flåtene og må således ikke ta noen tap. Utover dette bidrar bankene i all hovedsak kun med utsettelse og lettelse på gjeldsbetingelsene i kortere perioder. Obligasjonseierne uten sikkerhet må bidra i langt større grad, med både utsettelse og nedskrivninger av gjeld. Vi kan gjenkjenne tre ulike løsninger rettet mot obligasjonseierne for å oppnå lettelse på balansen. Aksjonærene opplever utvanning av eierandeler og må bidra betydelig med innskudd av ny kapital.

Den første løsningen rettet mot obligasjonseierne var konvertering av gjeld til aksjer. Dette forekommer i 4 av 6 selskaper og utgjør gjennomsnittlig 16,86 % av de fire selskapenes obligasjonslån, og for hele utvalget var gjennomsnittlig konvertering 11,24 %. Konverteringen av gjeld til aksjer medfører som nevnt en utvanning av aksjonærene. Dette førte til en gjennomsnittlig utvanning for utvalget på 40,31%, mens for de fire selskapene var den gjennomsnittlige utvanningen på hele 60,47%. Vi ser også en tendens til at emisjonene begrenser utvanningen.

I utvalget var det 5 selskaper som foretok en emisjon, dette bringer oss til den andre løsningen som var tilbakekjøp av obligasjoner. Halvparten av selskapene i utvalget benyttet den økte likviditeten fra emisjonen til å kjøpe tilbake gjennomsnittlig 21 % av de usikrede obligasjonslånene, for utvalget som helhet utgjorde tilbakekjøp i snitt 10,51 %. Til tross for at denne løsningen var vanlig i utvalget var det store variasjoner i hvilken pris obligasjonslånene ble kjøpt (eller kan kjøpes tilbake) for av selskapene, alt fra 24% til 95%.

Den siste løsningen var for obligasjonseierne å ta en direkte nedskrivning av obligasjonslånene. For hele utvalget var gjennomsnittlige nedskrivninger på 22,14 %, mens for de 4 selskapene hvor nedskrivningene faktisk forekom så var gjennomsnittet på hele 33,21 %. Det må imidlertid påpekes at nedskrivning er beregnet residualt, ved å trekke ut den pålydende andelen av obligasjonslånet som ble tilbakekjøpt eller konvertert til aksjer. I snitt gir dette obligasjonseierne en gjenvinningsprosent eller "*recovery rate*" tilsvarende 77,86% for utvalget, noe som samsvarer med funnet til Franks og Torous (1994) på 78,50% for amerikanske selskaper.

Med hensyn til aksjonærene er det som nevnt foretatt 5 emisjoner, og disse varierte betydelig i størrelse. I scenarioet hvor aksjonæren eide aksjer tilsvarende 100 NOK dagen før annonsering av tegningsretter og betingelsene for emisjonen, så ser vi at emisjonene i prosent av denne eierandelen varierte fra 32 % til 837 %. Emisjonene var med andre ord store i forhold til markedsverdien på den nevnte datoen, men de utgjorde imidlertid kun fra 1,03% til 22,04% av den totale gjelden i selskapene.

10.2 Juridisk resultat

Alle selskapene i utvalget valgte å gjennomføre sine restruktureringer ved å foreta private gjeldsforhandlinger, før de var i brudd med gjeldsbetingelsene. Planene var også forhåndsgodkjent av hovedinteressenter ved annonsering, tilsynelatende godt innenfor majoritetskravene ved avstemninger.

Fra juridiske bestemmelser og teorien om kapitalstruktur, vet vi at egenkapital skal bli nedskrevet til 0 før eventuelt usikrede kreditorer tar tap. Til tross for dette ser vi at de usikrede kreditorene velger å akseptere nedskrivning av gjeld fremfor å ta over fullt ut som nye eiere eller likvidere selskapet. Aksjonærene blir med andre ord sittende igjen med verdier etter restruktureringen. Dette kan sees på som et brudd på teorien om den juridiske tapsfordelingen kalt "*Absolute priority rule (APR)*" i USA, og samsvarer med funnene til Franks & Torous (1989, 1994) og Eberhart et al. (1990). Deres forklaring på dette var delvis begrunnet ved at aksjonærene blir gitt en kompensasjon for godvilje slik at planene godkjennes på generalforsamlingen. Andre forklaringer kan være at kreditorene har interesse av å ha med aksjonærene videre fordi de kan inneha nødvendig kompetanse og fordi flere av selskapene har behov for tilskudd av ny kapital for å lette på balansen. Ettersom alle selskapene i utvalget valgte å gjennomføre private gjeldsforhandlinger for å utarbeide restruktureringsplanene, så kan

det også ha foreligget en trussel som har påvirket utfallet av restruktureringen ved at tilgjengelig lovverk presenterer et dårlig alternativ.

Selskapets ledelse er valgt av aksjonærene, og deres kompetanse bør være reflektert i tallene. Følgelig bør selskapene som har prestert bedre i forhold til andre, altså de som har lavere kredittrisiko, oppleve en lavere utvanning av eksisterende aksjonærer. Dette ser imidlertid ikke ut til å forekomme. Det vi derimot ser er at 5 av 6 selskaper har emisjoner, og at disse til en viss grad begrenser utvanningen.

Drøftelsen i kapittel 8 fremhevet at norsk konkurslov representerer et dårlig alternativ for restrukturering, da den kan sies å være for fokusert på likvidering. Til forskjell fra amerikanske *Chapter 11*, presenterer den norske tvangsakkorden også en uttømmende liste over mulige løsninger, og er således mye mindre fleksibel. Private gjeldsforhandlinger og *Chapter 11* har derimot flere likhetstrekk, da aktørene ikke begrenses av krav til utforming av planene. Likevel viste studien til Franks & Torous (1994) at den usikrede gjelden typisk sitter igjen med lavere verdier ved restrukturering under *Chapter 11* enn ved private forhandlinger. Dette kan fungere som en trussel for kreditorene og bidra til økt villighet til å komme frem til en løsning under private gjeldsforhandlinger, og således ha påvirket utfallet av restruktureringen med hensyn på tapsfordelingen.

Ved forutsetningen om at norsk konkurslov er gjeldende tilgjengelig lovverk for utvalget ser vi også at en av de mest brukte løsningene i restruktureringen ikke hadde vært mulig. Fire av seks selskaper i utvalget konverterte gjeld til aksjer for å betale ut obligasjonseiere og lette på balansen. Denne muligheten er ikke akseptert ved tvangsakkord. Følgelig hadde selskapene som benyttet denne løsningen måtte omformulert sine restruktureringer betydelig. Bankene sitter tilsynelatende også med brorparten av verdiene i selskapet som sikkerhet for lånene, og dette begrenser selskapene til å finne løsninger utover en likvidering av eiendelene. Samtidig som at dette medfører at bankene ikke er villig til å ta noe tap, så gir dette et ekstra incentiv til å unngå en restrukturering under loven.

10.3 Analyse av påvirkning

For å undersøke de økonomiske faktorenes påvirkning på utfallet av restruktureringene har vi en rangering av selskapene basert på relativ kredittrisiko som settes opp mot de tre nevnte perspektivene. Den relative kredittrisikoen er et samlet mål på selskapenes prestasjoner, og sier

noe om risikoen for finansiell krise. Ved å vurdere denne kredittrisikoen opp mot selskapenes rangerte utfall av restruktureringene vil vi se hvilken grad av påvirkning de historiske nøkkeltallene kan ha hatt på utfallene, og således hvorvidt dette kan sies å være en god indikator på tapsfordeling. Fra nøkkeltallsanalysen i kapittel 7 og analysen av selskapenes utfall i kapittel 9 har vi kommet fram til følgende rangeringer:

Fra lavest (1) til høyest risiko (6)	Fra best (1) til dårligst utfall (6)
Relativ kredittrisiko	Utfall for aksjonær
1. PGS 2. Prosafe 3. Songa Offshore 4. Polarcus 5. DOF 6. BW Offshore	1. PGS 2. BW Offshore 3. Prosafe 4. DOF 5. Songa Offshore 6. Polarcus

Tabell 67 - Relativ kredittrisiko og utfall for aksjonærer.

Fra analysen kan vi se at det er en begrenset sammenheng mellom den relative kredittrisikoen og utfallet av restruktureringene med hensyn på tap for aksjonærene. Rangeringene tenderer ikke til å samsvare betydelig med forventningene om at en høy kredittrisiko medfører et dårlig utfall i form av høyere tap for aksjonærene, hvilket indikerer at selskapenes historiske prestasjoner trolig ikke har påvirket utfallene i stor grad. Likevel ser vi at for eksempel aksjonærene i PGS og Prosafe, som innehar en lav relativ kredittrisiko, får et bedre utfall enn aksjonærene i Polarcus og DOF som har en høyere kredittrisiko. Dette reflekteres også av den moderate positive korrelasjonen på 0,3714 (Se appendiks 16).

Fra lavest (1) til høyest risiko (6)	Fra best (1) til dårligst utfall (6)
Relativ kredittrisiko	Utfall for kreditorer
1. PGS 2. Prosafe 3. Songa Offshore 4. Polarcus 5. DOF 6. BW Offshore	1. BW Offshore 2. PGS 3. Songa Offshore 4. DOF 5. Polarcus 6. Prosafe

Tabell 68 - Relativ kredittrisiko og utfall for kreditorer.

For kreditorerne er det tilsynelatende ingen sammenheng mellom relativ kredittrisiko og utfallet. Vi ser at BWO som på bakgrunn av analysen skal være det mest risikable selskapet gir det beste utfallet for kreditorerne, og dette strider med våre forventninger om at en høy kredittrisiko gir et dårlig utfall. I tillegg ser vi at Prosafe som har en lav relativ kredittrisiko gir det dårligste utfallet for kreditorer. Selv om dette isolert sett skulle gi en sterk negativ korrelasjon, så ender den faktiske korrelasjonen på svakt negative $-0,0857$ (se appendiks 17). Dette kan forklares av at PGS og Songa som har en lav kredittrisiko får et bedre utfall enn Polarcus og DOF som har en høy kredittrisiko. På bakgrunn av de avvikende resultatene kan altså ikke de historiske prestasjonene til selskapene sies å ha påvirket utfallet for kreditorerne i nevneverdig grad.

Fra lavest (1) til høyest risiko (6)	Fra best (1) til dårligst utfall (6)
Relativ kredittrisiko	Utfall for selskapene
1. PGS 2. Prosafe 3. Songa Offshore 4. Polarcus 5. DOF 6. BW Offshore	1. Prosafe 2. PGS 3. Polarcus 4. DOF 5. BW Offshore 6. Songa Offshore

Tabell 69 - Relativ kredittrisiko og utfall for selskapene.

Det var her forventet at en høy kredittrisiko skulle gi et godt utfall for selskapet i restruktureringen, fordi dette medfører et dårlig utfall for kreditorer og aksjonærer. Da et dårlig utfall for disse vil bety lettelse i balansen for selskapet i form av nedskrivninger og emisjoner, vil derfor selskapet komme godt ut av restruktureringer i selskaper med høy kredittrisiko. Følgelig har vi i utgangspunktet forventet en negativ korrelasjon mellom den relative kredittrisikoen og utfallet for selskapet. Dette ser vi imidlertid at ikke forekommer, da vi får en moderat positiv korrelasjon på 0,5429 (Se appendiks 18). En mulig forklaring på dette er at aktørene er mer villig til å investere videre i selskaper som historisk sett har prestert bedre enn andre. Til tross for at dette kan virke som et opplagt resultat så var restruktureringen gitt før analysen ble gjennomført, og følgelig er det fastsatt at verdien av fortsatt drift er høyere enn likvidering. Villigheten til aktørene bør derfor være tilstede for at de skal sikre egne verdier. På bakgrunn av dette mener vi det var naturlig å forvente at selskapenes behov i større grad ville diktere utfallet, som i og for seg bør være høyere ved en høy kredittrisiko. Analysen strider med våre forventninger, og det er ikke grunnlag for å si at en høy kredittrisiko medfører større lettelse i balansen og dermed et godt utfall for selskapet. Dette betyr dog ikke at de historiske prestasjonene ikke kan ha påvirket utfallet, da vi ser at det muligens i stedet kan være en indikator på aktørenes villighet til å investere videre i selskapet, og således ha påvirket utfallet.

Oppsummert tyder analysen på at det er en tendens til at de historiske prestasjonene har en sammenheng med utfallet av restruktureringene, sammenhengene strider dog med våre forventninger i to av tre tilfeller. Likevel har vi ikke grunnlag for å forkaste nullhypotesen ettersom observasjonene ikke er statistisk signifikante med p-verdier langt over 0,05. Dette skyldes trolig at vi har et for lite utvalg eller at selskapenes historiske prestasjoner målt med de utvalgte nøkkeltallene ikke utgjør en god indikator på utfall av restruktureringene. Beaver (1966), Altman (1968) og Ohlson (1980) har dog bevist at historiske nøkkeltall har en høy prediksjonsverdi for konkurs, samt at annen økonomisk teori konkluderer med at historiske prestasjoner er med på å danne grunnlaget for verdien av fortsatt drift. Det er med andre ord grunnlag for å tro at det er mulig å oppnå et statistisk signifikant resultat med et større utvalg.

11. Konklusjon

Utredningens mål har vært å vurdere økonomiske og juridiske faktorerens påvirkning på utfallet av restruktureringer i oljeservicenæringen, samt å finne fellestrekk ved utfallene. Vi har foretatt regnskapsanalyse av oljeservicenæringen og kartlagt risiko for denne. Deretter har vi kartlagt restruktureringene og vurdert de opp mot hverandre for å finne fellestrekk. Oppgaven har også sett på juridiske bestemmelser og eventuelle begrensninger ved gjeldende konkurslov i Norge. Ved vurdering av de økonomiske faktorenes påvirkning har vi vurdert selskapenes historiske prestasjoner målt som kredittrisiko opp mot restruktureringene med hensyn på tapsfordelingen.

Den syntetiske ratingen avdekket at utvalget hadde en høy risiko forut for restruktureringen. Analysen viser at risikoen var økende i perioden 2013 til 2015, men med tanke på at restruktureringene forekom i 2016 burde selskapene hatt en høyere kredittrisiko. Den syntetiske ratingen fanger med andre ord ikke opp hele den underliggende risikoen i selskapene. Dette skyldes trolig at oljeservicenæringens lønnsomhet er svært avhengig av oljeprisen og utviklingen i denne. De historiske prestasjonene kan derfor samlet i form av en syntetisk rating være en dårlig indikator på risikoen for finansiell krise, men dersom nøkkeltallene analyseres enkeltvis kan en tydelig negativ trend observeres.

Kartleggingen av utfallene av restruktureringene viser at selskapene hovedsakelig benytter seg av de samme løsningene for å lette på balansen og tilføre ny likviditet. Fellestrekket er at den usikrede gjelden blir nedskrevet, konvertert til egenkapital eller tilbakekjøpt av selskapet. Den gjennomsnittlige nedskrivningen av obligasjonslån var på 22 %, mens konvertering av gjeld til egenkapital var på 11 %. Denne konverteringen medførte en utvanning av aksjonærene på gjennomsnittlig 40 % for hele utvalget. Videre har 5 av 6 selskaper gjennomført egenkapitalemisjoner på betydelige summer om de sees i lys av selskapenes markedsverdier. Det er også en tendens til at emisjonene begrenser utvanningen. Store deler av tilskuddet av ny kapital gjennom disse emisjonene benyttes av selskapene for å kjøpe tilbake obligasjoner, hvorav det gjennomsnittlige tilbakekjøpet var på 11%. Bankene med sikkerhet tar ingen tap, og virker mest villig til å forskyve på lånene. Gjenvinningsprosenten til de usikrede obligasjonseierne og bankene samsvarer med tidligere empiriske studier av amerikanske selskaper fra Franks & Torous (1994).

Vi finner at alle selskapene i utvalget gjennomfører sine restruktureringer privat, utenfor gjeldende lovverk i deres respektive hjemland. De private gjeldsforhandlingene har også blitt

innledet før selskapene var i brudd med gjeldsbetingelsene. Videre ser vi at det foreligger et brudd på APR, da aksjeeierne sitter igjen med betydelige verdier selv om obligasjonseierne må ta tap i form av nedskrivninger. Dette fremkommer også i tidligere funn fra Franks & Torous (1989, 1994) og Eberhart et al. (1990), og kan forklares ved at aksjonærene får en kompensasjon for å godkjenne restruktureringsplanen. Samtidig ser vi også at aksjonærene bidrar med betydelige innskudd av kapital, slik at kreditorene trolig har hatt interesse av å ha de med videre for å sikre selskapets fortsatte drift.

En årsak til at selskapene velger å gjennomføre sine restruktureringer privat kan være at begrensninger ved gjeldende lovverk vanskeliggjør forhandlingsprosessene og utformingen av planene. Fire av seks selskaper benyttet seg av løsningen om å konvertere gjeld til egenkapital, en løsning som ikke er mulig ved tvangsakkord under norsk konkurslov. Konkursloven har med andre ord en manglende fleksibilitet. Loven virker også å medføre en risiko for likvidering av eiendeler som i våre øyne vil være uheldig for alle aktørene. Samlet kan dette påvirke aktørene til å komme frem til løsninger under de private gjeldsforhandlingene.

Analysen av de økonomiske faktorenes påvirkning på utfallet av restruktureringene med hensyn på tapsfordelingen ble vurdert gjennom en korrelasjonsanalyse. Denne analysen ga ikke grunnlag for å forkaste nullhypotesen og dermed si at det foreligger sammenhenger ettersom resultatene ikke var statistisk signifikante. Dette skyldes et for lite utvalg.

Selv om det er tendenser i tallene er utvalget for lite til å konkludere noe rundt sammenhenger, da dette kan vise seg å være tilfeldigheter. Ved rangering av utfallene med hensyn på de ulike perspektivene vil det være flere kryssende vurderinger, og selv om rangeringene har grunnlag i økonomisk teori vil den ikke være fullstendig objektiv. Det kan også være et problem at vår vurdering av utfallene er farget av mediens dekning og børsens mottakelse av restruktureringsplanene, men dette har vi imidlertid forsøkt å unngå. Når det kommer til metoden for å komme fram til den relative kredittrisikoen er vektene i denne basert på våre vurderinger av viktigheten av det enkelte nøkkeltall sett i lys av næringens syklikalitet. Av dette innebærer det at denne ikke nødvendigvis vil være optimal ved inkludering av selskaper i andre næringer. Vurderingen har heller ikke bakgrunn i empiriske undersøkelser ved fastsettelse av de ulike vektene, slik som kreditratingtabellen som benyttes for å utarbeide den syntetiske ratingen.

Ved videre forskning kan det være interessant å foreta en statistisk analyse med et større utvalg, da oppgaven har avdekket at det foreligger tendenser i tallene. Vi mener også at det kan foreligge et behov for en reform av norsk konkurslov da denne ser ut til å sette for store begrensninger på forhandlingene, spesielt sett i lys av selskapenes foretrukne løsninger. For videre å kunne vurdere eventuelle ulemper med norsk konkurslov kan det være interessant å studere et utvalg av selskaper som har benyttet seg av gjeldsforhandlinger under konkursloven, og sette utfallene opp mot selskaper som har restrukturert utenfor loven.

Litteraturliste

- Altman, Edward I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(No. 4), S. 589-609.
- Anderson, Edward J. (2013). *Business Risk Management: Models and Analysis*: Wiley.
- Arzac, Enrique R. (2005). *Valuation for mergers, buyouts, and restructuring*. USA: Wiley.
- Baker, Kent, & Kiyamaz, Halil. (2011). *The art of capital restructuring: creating shareholder value through mergers and acquisitions*: Wiley.
- Beaver, William H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 4, s. 71-111
- Berk, Jonathan, & DeMarzo, Peter. (2014). *Corporate Finance 3rd international edition*. England: Pearson education.
- Bjerknes, Christian, & Trumpny, Jacob. (2017, 29. september). Professor om Norske Skogstyrets forslag: - En dårlig løsning. *Dagens Næringsliv*. Hentet 30.09.2017 fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/09/29/1956/Industri/professor-om-norske-skogstyrets-forslag-en-darlig-losning>
- Bluewater. (2017). What is a FPSO? Hentet 5. oktober 2017 fra: <http://www.bluewater.com/fleet-operations/what-is-an-fpso/>
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, & Marcus, Alan J. (2014). *Investments. 10th global edition*. Berkshire: McGraw-Hill.
- Bøhren, Øyvind, & Michalsen, Dag. (2012). *Finansiell økonomi. 4. utgave*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Courts, Administrative Office of the U.S. (2017). Chapter 11 - Background basics. Hentet fra <http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>
- Dahiya, Sandeep, John, Kose, Puri, Manju, & Ramirez, Gabriel. (2003). Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 69(No. 1), s. 259-280.
- Damodaran, Aswath. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd university edition*. New Jersey, USA: Wiley.
- Eberhart, Allan C., Moore, William T., & Roenfeldt, Rodney L. (1990). Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings. *The Journal of Finance*, Vol. 45(No. 5), S. 1457-1469.

-
- Eckbo, Espen B., & Masulis, Ronald W. (1992). Adverse selection and the rights offer paradox. *Journal of financial economics*, 32(No. 3), S. 293-332.
- EIA. (2017). Europe Brent Spot Price FOB. Hentet 13. november 2017 fra <https://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBRTE&f=D>
- Finansdepartementet. (2016, 8. november). Høring - forslag til ny verdipapirregisterlov (forordning om verdipapiroppgjør og verdipapirregistre) og regler om innsyn i hvem som eier obligasjoner. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---forslag-til-ny-verdipapirregisterlov-forordning-om-verdipapiroppgjor-og-verdipapirregistre-og-regler-om-innsyn-i-hvem-som-eier-obligasjoner/id2519622/>
- Finans Norge (2013, 30. januar). Hva er Nibor? *Finans Norge*. Hentet fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2013/01/hva-er-nibor-/>
- Finans Norge. (2017, 7. februar). Hørings svar fra Finans Norge - Ny verdipapirregisterlov. *Finans Norge*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---forslag-til-ny-verdipapirregisterlov-forordning-om-verdipapiroppgjor-og-verdipapirregistre-og-regler-om-innsyn-i-hvem-som-eier-obligasjoner/id2519622/?uid=bf116496-243d-43d3-86be-3722f64a7565>
- Franks, Julian R., & Torous, Walter N. (1989). An empirical investigation of U.S. Firms in Reorganization. *The Journal of Finance*, 44(No. 3), s. 747-769.
- Franks, Julian R., & Torous, Walter N. (1994). A comparison of financial restructuring in distressed exchanges and chapter 11 reorganizations. *The Journal of Finance*, 35(No. 3), S. 349-370.
- Garrido, Jose M. (2012). Out-of-Court Debt Restructuring. *The World Bank Study*. Hentet fra: <http://documents.worldbank.org/curated/en/417551468159322109/Out-of-court-debt-restructuring>
- GIEK. (2017). Internasjonaliseringsgaranti. *Garantiinstituttet for eksportkreditt*. Hentet 20. september fra <https://www.giek.no/garantiene/internasjonaliseringsgaranti-article2067-878.html>
- Hagland, Jan. (2014a). Boligplattform. *Store Norske Leksikon*. Hentet 20. september 2017 fra <https://snl.no/boligplattform>
- Hagland, Jan. (2014b). Boreplattform. *Store Norske Leksikon* Hentet 20. september 2017 fra <https://snl.no/boreplattform>
- Hagland, Jan. (2014c). Produksjonsplattform. *Store Norske Leksikon* Hentet 20. september 2017 fra <https://snl.no/produksjonsplattform>
- Kaldestad, Yngve, & Møller, Bjarne. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 2. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

-
- Knudsen, Gudmund. (2009). Tegningsrett. *Store Norske Leksikon* Hentet 30. september 2017 fra <https://snl.no/tegningsrett>
- Konkursrådet. (2016). Grenseoverskridende konkursbehandling - endringer i konkursloven. *Konkursrådet*: Hentet fra <http://www.konkursradet.no/grenseoverskridende-konkursbehandling-endringer-i-konkursloven.5885219-296667.html>
- Kristoffersen, Trond. (2012). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. 3. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Loen, Roger. (2014). Likviditet. *Store Norske Leksikon* Hentet 5. september 2017 fra <https://snl.no/likviditet>
- Lundberg, Nils H., & Gundersen, Nils. (2014). Leteboring. *Store Norske Leksikon*. Hentet 20. september 2017 fra <https://snl.no/leteboring>
- Løvås, Gunnar G. (2013). *Statistikk: For universiteter og høyskoler*. 3. utgave. Oslo: Universitetsforlaget.
- McConnell, John J., & Servaes, Henri. (1991). The Economics of Prepackaged Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(No. 2), s. 93-97.
- Nordic Trustee. (2017). Obligasjoner. *Nordic trustee*. Hentet 01. oktober 2017 fra <https://nordictrustee.com/obligasjoner>
- Ohlson, James A. (1980). Financial Ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(No. 1), S. 109-131.
- Oljedirektoratet. (2014). Mangfoldet i norsk leverandørindustri. *Oljedirektoratet og olje- og energidepartementet*. Hentet 21. september 2017 fra http://www.norskpetroleum.no/?attachment_id=8330
- Oljedirektoratet. (2017a). Leverandørindustrien. *Oljedirektoratet og olje- og energidepartementet*. Hentet 21. september 2017 fra <http://www.norskpetroleum.no/utbygging-og-drift/leverandorindustrien/>
- Oljedirektoratet. (2017b). Norsk petroleumshistorie. *Oljedirektoratet og olje- og energidepartementet*. Hentet 23. september 2017 fra <http://www.norskpetroleum.no/rammeverk/rammeverkpetroleumshistorie/>
- Oljedirektoratet. (2017c). Seismikk. *Oljedirektoratet og olje- og energidepartementet*. Hentet 23. september 2017 fra <http://www.norskpetroleum.no/leting/seismikk/>
- Oljedirektoratet. (2017d). Seismikk. *Oljedirektoratet*. Hentet 23. september 2017 fra <http://www.npd.no/no/Seismikk/>
- OsloBørs. (2017a). Nordic ABM. *Oslo Børs*. Hentet 30. september 2017 fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Renteprodukter/Nordic-ABM>

-
- OsloBørs. (2017b, April). Regler for utstedere - Obligasjonsreglene. *Oslo Børs*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>
- Palepu, Krishna G., Healy, Paul M., & Peek, Erik. (2013). *Business Analysis and Valuation. 3rd IFRS edition*. Singapore: Cengage Learning EMEA.
- Penman, Stephen H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. United States of America: McGraw-Hill/Irwin.
- Petersen, Christian V., Plenborg, Thomas, & Kinserdal, Finn. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation, credit analysis, performance evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Picker, Ruth, Clark, Kerry, Dunn, John, Kolitz, David, Livne, Gilad, Loftus, Janice, & Van der Tas, Leo. (2016). *Applying IFRS Standards 4. edition*. United Kingdom: Wiley.
- Ratner, Ian, Stein, Grant T., & Weitnauer, John C. (2009). *Business Valuation and Bankruptcy*. New Jersey, USA: Wiley.
- Rederiforbund, Norges. (2014). Rapport: *Norske offshorerederier - skaper verdier lokalt, vinner globalt*. rederi.no: Norges rederiforbund.
- Rederiforbund, Norges. (2017). *Konjunkturrapport 2017*. rederi.no: Norges Rederiforbund.
- Rigzone. (2017). How do semisubmersibles work? Hentet 30. september 2017 fra https://www.rigzone.com/training/insight.asp?insight_id=338
- Saita, Francesco. (2007). *Value at Risk and Bank Capital Management: Risk adjusted performances, capital management and capital allocation decision making*: Elsevier Science.
- Saunders, Anthony, & Cornett, Marcia Millon. (2012). *Financial Markets and Institutions. 5th international edition*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Sirnes, Espen. (2017, 16. oktober). Motpartsrisiko. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/motpartsrisiko>
- Skatteetaten. (2017). Konkurs i aksjeselskap. *Altinn*. Hentet 10. oktober 2017 fra <https://www.altinn.no/starte-og-drive/avvikling-sletting-og-konkurs/konkurs/konkurs-i-aksjeselskap/>
- SSB. (2016). Nøkkeltall for børsnoterte selskaper fra Statistisk sentralbyrå. *Statistisk sentralbyrå*. Hentet fra <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/regnbors/kvartal/2017-03-07?fane=tabell&sort=nummer&tabell=298591>
- Standard & Poor's. (2017, 26. juni). S&P Global Ratings Definitions. Hentet fra https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/article/-/view/sourceId/504352

Stein, Jeremy C. (1992). Convertible bonds as backdoor equity financing. *Journal of financial economics*, 32(No. 1), S. 3-21.

Subsea7. (2017). Annual report and consolidated financial statements of the Subsea7 Group 2016: Subsea7 Group. Hentet fra <https://www.subsea7.com/en/media-centre/publications/annual-report-and-financial-statements.html>

Thomson Reuters. (2017a). Cash Sweep. *Practical law Thomson Reuters*. Hentet 23. November 2017: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-583-0486?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-583-0486?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

Thomson Reuters. (2017b). Standstill agreement (restructuring). *Practical law Thomson Reuters*. Hentet fra 8. oktober 2017 [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-553-3206?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-553-3206?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)

Verdipapirsentralen. (2017). Om VPS. *Vps.no* Hentet 17. oktober 2017 fra <https://www.vps.no/pub/om-oss/om-vps/>

Wiker, Håvard, & Ro, Knut. (2003). *Konkursloven: kommentarutgave*. Oslo: Universitetsforlaget.

Lovgrunnlag:

Allmennaksjeloven. Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (asal.)

Børsforskriften. Forskrift 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder (børsforskriften)

Konkursloven. Lov 8. juni 1984 nr 58. om gjeldsforhandling og konkurs (kkl.)

Konkursloven. Lov 17. juni 2016 nr. 55 om endringer i Lov 8. juni 1984 nr 58. om gjeldsforhandling og konkurs (grenseoverskridende insolvensbehandling)

Panteloven. Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant (pantel.).

Tvisteloven. Lov 17. juni 2005 nr. 90 om mekling og rettergang i sivile tvister (tv1.)

Verdipapirregisterloven. Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (vprl.)

Verdipapirhandelloven. Lov 29. juni 2007 om verdipapirhandel (vphl.)

United States Bankruptcy Code (USBC). United States Code: Title 11 - Bankruptcy [USA] (*Chapter 11 and Chapter 7*)

NOU 1972:20. (1972). Gjeldsforhandling og konkurs. *Norsk Offentlig Utredning*. Hentet fra https://www.nb.no/items/URN:NBN:no-nb_digibok_2012053108183

Markedsinformasjon:

Listen er todelt, den første er vedrørende generell markedsinformasjon om selskapene på Oslo børs, mens den andre delen tilhører informasjon til markedet fra selskapet via Newsweb.

Oslo Børs. (2017c). Selskapsinformasjon. *Oslo Børs*. Hentet 10. oktober 2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/BWO.OSE/data>
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/DOF.OSE/data>
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/PGS.OSE/data>
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/PLCS.OSE/data>
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/PRS.OSE/data>
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SONG.OSE/data>

Datastream (2017). Datainnsamling via Datastream. hentet 03.09.2017 “*Ujusterte aksjepriser og justerte aksjepriser for perioden 2009 til 2017*”.

Selskapsinformasjon

BW Offshore Limited: <http://www.bwoffshore.com>

- Årsrapporter for 2010 til 2016 og kvartalsrapporter fra første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2016 hentet fra selskapets hjemmeside: <http://www.bwoffshore.com/ir/reports-and-presentations/>

Børsmeldinger i tidsperioden 23.05.2016 - 22.05.2016

- 23.05.2016: Restruktureringsplan annonsert
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402468>
- 26.05.2016: Innkalling til obligasjonseiermøte
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402815>
- 09.06.2016: Obligasjonseierne godkjennelse
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=403865>
- 14.06.2016: Ekstraordinær generalforsamling og aksjonærenes godkjennelse
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=404103>
- 21.06.2016: Bankenes godkjennelse
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=404571>
- 27.06.2016: Annonsering av emisjons betingelser
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=404932>
- 22.07.2016: Restruktureringsplan fullført
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=406304>

Referert direkte i tekst:

BW Offshore. (2016, 23. mai). BW Offshore: Q1 2016 - condensed interim consolidated financial information and announcement of a fully underwritten rights issue. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402468>

DOF ASA: <http://www.dof.no>

- Årsrapporter for 2010 til 2016 og kvartalsrapporter fra første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2016 hentet fra selskapets hjemmeside: <http://www.dof.no/en-GB/Investor-Relations/Reports-Presentations>

DOF børsmeldinger i tidsperioden: 06.06.2016 - 03.08.2016

- 06.06.2016: Restruktureringsplan annonsert
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=403569>
- 21.06.2016: Innkalling obligasjonseiermøte
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=404594>
- 28.06.2016: Restruktureringsplan presentasjon
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405005>
- 05.07.2016: Obligasjonseiernes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405461>
- 06.07.2016: Ekstraordinær generalforsamling og aksjonærenes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405511>
- 15.07.2016: Godkjent av bankene
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=406021>
- 28.07.2016: Resultat av emisjon
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=406454>
- 03.08.2016: Ny aksjekapital og overføring til nye konvertible lån
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=406673>

Referert direkte i tekst:

DOF Group. (2016, 6. juni). DOF ASA: Refinansieringsplan. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=403569>

DOF Group. (2017). Capabilities. *DOF ASA*. Hentet 15. september 2017 fra <http://www.dof.no/en-GB/Capabilities>

Petroleum Geo-Service: <https://www.pgs.com>

- Årsrapporter for 2010 til 2016 og kvartalsrapporter fra første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2016 hentet fra selskapets hjemmeside: <https://www.pgs.com/investor-relations/reports-and-results/>

Petroleum Geo-Service børsmeldinger i tidsperioden: 12.11.2015 - 23.12.2016

- 12.11.2015: Emisjon 1 år før restrukturering:
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=389221>
- 25.05.2016: Endring av bankenes gjeldsbetingelser
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=402744>
- 22.11.2016: Endring av obligasjonene
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=414339>
- 22.11.2016: Restruktureringsplan presentasjon
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=414336>
- 23.11: Annonsering av emisjons betingelser
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=414364>
- 14.12.2016: Ekstraordinær generalforsamling og aksjonærenes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=415985>
- 23.12.2016: Obligasjonseiernes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=416875>
- 06.01.17: Reparasjonsemisjon fullført
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=417474>

Polarcus: <https://www.polarcus.com>

- Årsrapporter for 2010 til 2016 og kvartalsrapporter fra første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2016 hentet fra selskapets hjemmeside: <https://www.polarcus.com/investor-relations/financial-information/>

Polarcus børsmeldinger i tidsperioden: 06.01.2016 - 25.02.2016

- 06.01.2016: Restruktureringsplan annonsert
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=392617>
- 06.01.2016: Restrukturering godkjent av viktige interessenter
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=392598>

-
- 13.01.2016: Endring av obligasjonene
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=393009>
 - 27.01.2016: Ekstraordinær generalforsamling og aksjonærenes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=393615>
 - 28.01.2016: Resultat fra "Mix & Match" tilbudet til obligasjonseierne
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=393727>
 - 02.02: Oppdatert resultat fra "Mix & Match" tilbudet til obligasjonseierne
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=393960>
 - 25.02: Restruktureringsplan fullført
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=395899>

Direkte referert i tekst:

Polarcus. (2016a, 6. januar). Polarcus announces restructuring plan with support from key stakeholders. *Newsweb*. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=392598>

Polarcus. (2016b, 6. januar). Polarcus summons to bondholders' meeting. *Newsweb*. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=392617>

Prosafe: <http://www.prosafe.com>

- Årsrapporter for 2010 til 2016 og kvartalsrapporter fra første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2016 hentet fra selskapets hjemmeside: <http://www.prosafe.com/financial-reports/category80.html>

Prosafe børsmeldinger i tidsperioden: 12.05.2016 – 15.10.2016

- 12.05.2016: Første kvartalsrapport, annonserer at de er i dialog med hovedinteressenter, samt annonserer at de har mottatt likviditets lettelser
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=401781>
- 07.07.2016: Restruktureringsplan annonsert
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405629>
- 07.07.2016: Annonsering av emisjons betingelser
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405630>
- 13.07.2016: Info om reparasjonsemisjon
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405827>
- 26.07.2016: Kostnadseffektivisering
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=406358>

-
- 11.08.2016: Informasjon om tilbakekjøps mulighet og konvertering av konvertibelt lån
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=406977>
 - 12.08.2016: Obligasjonseiernes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=407200>
 - 23.08.2016: Ekstraordinær generalforsamling og aksjonærenes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=407897>
 - 05.09.2016: Bankenes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=408810>
 - 13.09.2016: Restrukturering fullført
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=409353>
 - 19.09.2016: Oppdatert informasjon om konvertering av lån
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=409692>
 - 23.09.2016: Siste konvertering av lån
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=410101>
 - 15.09: Tidtabell for utbetalinger og tilgjengelighet av aksjer
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=409565>
 - 15.10: Class A aksjer gjort om til ordinære aksjer
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=411245>
 - 09.11.2016: Reparasjonsemisjon
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=413183>
 - 10.11.2016: Kjøpe av nye skip
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=413216>

Direkte referert i tekst:

Prosafe. (2016, 7. juli). Prosafe SE: Announces comprehensive refinancing. *Newsweb*. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=405629>

Songa Offshore: <http://www.songaoffshore.com>

- Årsrapporter for 2010 til 2016 og kvartalsrapporter fra første kvartal 2010 til fjerde kvartal 2016 hentet fra selskapets hjemmeside:
<http://www.songaoffshore.com/Pages/Reports.aspx>

Songa Offshore børsmeldinger i tidsperioden: 15.03.2016 – 24.08.2016.

- 15.03.2016: Restruktureringsplan annonsert
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=397268>

-
- 17.03.2016: nytt "bridge bond" lån
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=397655>
 - 07.04.2016: Nytt konvertibelt obligasjonslån
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=398719>
 - 11.04.2016: Obligasjonseiere godkjent
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=398981>
 - 13.04.2016: Ekstraordinær generalforsamling og aksjonærenes godkjenning
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=399105>
 - 20.04.2016: Fullført restrukturering
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=399607>
 - 23.06.2016: Fullført emisjon
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=404727>
 - 24.08.2016: Listing av det nye konvertible obligasjonslånet
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=407932>

Direkte referert i tekst:

Songa Offshore. (2013, 25. november). Songa Offshore SE: Extensive recapitalization plan including USD 425 million in new equity and convertible bonds. *Newsweb*. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=340699>

Songa Offshore. (2016, 15. mars). Songa Offshore SE: Announces comprehensive refinancing. *Newsweb*. Hentet fra <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=397268>

Forelesningsplansjer:

BUS 440 – Regnskapsanalyse og verdivurdering ved Kjell Henry Knivsflå (Vår 2017)

Knivsflå, K. H. (2017). Kjell Henry Knivsflå (NHH): BUS440 – Regnskapsanalyse og verdivurdering:

Bergen. Kursets hjemmeside: <http://course.nhh.no/master/BUS440/>.

[2017a]: Forelesning 4 - Foilnummer: 3 & 57-77

[2017b]: Forelesning 5 - Foilnummer: 7

[2017c]: Forelesning 7 - Foilnummer: 4 & 5

[2017d]: Forelesning 8 - Foilnummer: 3,20,38,40,45,47,48,50,64,81

Tabelloversikt

Tabell 1 - Skille mellom drift og finans i totalbalansen.	25
Tabell 2 - Kredittratingtabell. (Knivsflå, 2017d – forelesning 8 – s. 81).....	34
Tabell 3 - Vekting av de ulike nøkkeltallene.	36
Tabell 4 - Aktørenes mulige bidrag i restrukturering.	40
Tabell 5 - Hypoteser	60
Tabell 6 - Likviditetsgrad 1 i perioden 2010 til 2015.....	71
Tabell 7 - Finansiell gjeldsdekning i perioden 2010 til 2015.....	72
Tabell 8 - Rentedekningsgrad i perioden 2010 til 2015.	72
Tabell 9 - Egenkapitalprosent i perioden 2010 til 2015.	73
Tabell 10 - Netto driftsrentabilitet for perioden 2011 til 2015.....	74
Tabell 11 - Leverage ratio i perioden 2010 til 2015.....	74
Tabell 12 - Utvikling i kredittrating fra 2011 til 2015.	75
Tabell 13 - Poeng fra likviditetsanalysen.	76
Tabell 14 - Poeng fra soliditetsanalysen.....	77
Tabell 15 - Samlet poeng fra likviditet- og soliditetsanalyse.....	77
Tabell 16 - Syntetisk rating vs. relativ kredittrisiko.	78
Tabell 17 - Aksje før og etter restrukturering i BW Offshore.....	84
Tabell 18 - Obligasjonslån før restrukturering i BW Offshore.	85
Tabell 19 - Obligasjonslån etter restrukturering i BW Offshore.....	86
Tabell 20 - Banklån før restrukturering i BW Offshore.....	86

Tabell 21 - Banklån etter restrukturering i BW Offshore.....	87
Tabell 22 - Aksje før og etter restrukturering i DOF.	88
Tabell 23 - Obligasjonslån før restrukturering i DOF.	89
Tabell 24 - Nedbetalt obligasjonslån før restrukturering i DOF.	89
Tabell 25 - Restrukturering av obligasjonslån i DOF. USD/NOK kurs hentet fra Norges Bank 03.08.2016.....	90
Tabell 26 - Obligasjonslån etter restrukturering i DOF.	90
Tabell 27 - Banklån før restrukturering i DOF.....	91
Tabell 28 - Banklån etter restrukturering i DOF.	91
Tabell 29 - Aksjer før og etter restrukturering i PGS.....	93
Tabell 30 - Obligasjonslån før restrukturering i PGS.....	93
Tabell 31 - Endring obligasjonslån.	94
Tabell 32 - Obligasjonslån etter restrukturering i PGS.	95
Tabell 33 - Banklån før restrukturering i PGS.	95
Tabell 34 - Banklån etter restrukturering for PGS.	96
Tabell 35 - Aksjer før og etter restrukturering i Polarcus.	97
Tabell 36 - Maksimal grad av utvanning i Polarcus.....	97
Tabell 37 - Obligasjonslån før restrukturering i Polarcus.	98
Tabell 38 - Obligasjonslån i Polarcus etter restrukturering.....	98
Tabell 39 - Sikrede obligasjonslån før restrukturering i Polarcus.....	99
Tabell 40 - Sikrede obligasjonslån etter restrukturering i Polarcus.	100
Tabell 41 - Kalkulasjoner av konvertering av obligasjoner til aksjer.	101

Tabell 42 - Kalkulasjon av andel obligasjonseiere som aksepterte de ulike alternativene og effekten av dette.	102
Tabell 43 - Banklån før restrukturering i Polarcus.	103
Tabell 44 - Banklån etter restrukturering for Polarcus.	103
Tabell 45 - Aksjer før og etter i Prosafe.	105
Tabell 46 - Obligasjonslån del 1 før restrukturering i Prosafe.	106
Tabell 47 - Obligasjonslån del 2 før restrukturering i Prosafe.	106
Tabell 48 - Kalkulasjon av konvertering, utbetaling og nedskrivning av obligasjonsgjeld i Prosafe.	107
Tabell 49 - Obligasjonslån etter restrukturering i Prosafe.	108
Tabell 50 - Banklån før restrukturering i Prosafe. - I.T. = Ikke trukket.	108
Tabell 51 - Banklån etter restrukturering i Prosafe. - I.T. = Ikke trukket.	109
Tabell 52 - Andel likviditet beskyttet fra cash sweep for Prosafe i perioden 2018 til 2021. .	110
Tabell 53 - Aksjer før og etter restrukturering i Songa Offshore.	111
Tabell 54 - Obligasjonslån før restrukturering i Songa Offshore.	112
Tabell 55 - Obligasjonslån etter restrukturering i Songa Offshore.	114
Tabell 56 - Kalkulasjon av fullstendig utvanning gitt konvertering av SONG07.	114
Tabell 57 - Banklån før restrukturering i Songa Offshore.	115
Tabell 58 - Banklån etter restrukturering i Songa Offshore.	116
Tabell 59 - Fordeling av nye aksjer og grad av utvanning.	118
Tabell 60 - Emisjon i prosent av opprinnelig investering på 100 NOK.	119
Tabell 61 - Emisjon og markedsverdi.	120

Tabell 62 - Endring i obligasjonslån.	121
Tabell 63 - Banklån fra 31.12.2015 til 31.12.2016 og prosentvis endring.	124
Tabell 64 - Endringer gjeldsbetingelser og forfall i banklån.....	125
Tabell 65 - Hovedelementer i restruktureringene.....	128
Tabell 66 - Rangering av utfall.....	129
Tabell 67 - Relativ kredittrisiko og utfall for aksjonærer.....	135
Tabell 68 - Relativ kredittrisiko og utfall for kreditorer.....	136
Tabell 69 - Relativ kredittrisiko og utfall for selskapene.	136

Figurliste

Figur 1 - Analysemodell.....	11
Figur 2 - Kilder til resultatet.....	19
Figur 3 - Fra total kapital til sysselsatt kapital	26
Figur 4 - Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	27
Figur 5 - Mål på kredittrisiko	28
Figur 6 - Syntetisk rating.....	28
Figur 7 - Mål på relativ kredittrisiko	29
Figur 8 - Utviklingen i balansen ved en finansiell krise.....	55
Figur 9 - Livssyklusen til et oljefelt. Olje- og energidepartementet (2014): Mangfoldet i norsk leverandørindustri (med tillatelse).....	63
Figur 10 - Brent spot pris i perioden 1988 til 2017 (EIA, 2017).....	66
Figur 11 - Eierandel gitt full utvanning.	118
Figur 12 - Endring i obligasjonslån 2	122

Appendiks

A1. Sensitivitetsanalyse med 4 ulike skattesenarioer.

Ulike skattesenarioer for BWO							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NDE+((ANDE-NDR)/2)	2785,81	2827,495	2750,395	2731,78	2712,81	2638,96	
Scenario 1							
sss	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	25,0 %
ndss	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
NDR	46,10	91,58	16,73	140,05	214,13	206,50	147,15
NFI	4,72	1,87	0,33	1,95	1,72	2,30	1,42
NFK	23,04	34,92	38,59	45,43	47,52	36,21	34,65
							Snitt 2011-2015
rdg	2,21	2,68	0,44	3,13	4,54	5,77	4,29
ndr		3,29 %	0,59 %	5,09 %	7,84 %	7,61 %	5,58 %
dss	-827,02 %	2388,10 %	48,74 %	29,46 %	20,62 %	-45,81 %	-133,19 %
							13,25 %
Scenario 2							
sss	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
ndss	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
NDR	46,10	91,58	16,73	140,05	214,13	206,50	147,15
NFI	4,83	1,92	0,33	2,00	1,75	2,33	1,42
NFK	24,00	36,38	40,20	47,33	48,83	37,20	34,65
							Snitt 2011-2015
rdg	2,12	2,57	0,42	3,00	4,42	5,61	4,29
ndr		3,29 %	0,59 %	5,09 %	7,84 %	7,61 %	5,58 %
dss	-784,65 %	2313,14 %	46,77 %	28,41 %	20,09 %	-44,91 %	-133,19 %
							12,59 %
Scenario 3 (Valgt til BWO)							
sss	10,0 %	10,0 %	10,0 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %
ndss	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
NDR	50,16	97,70	17,78	149,34	228,26	220,24	156,92
NFI	5,41	2,15	0,37	2,20	1,93	2,57	1,56
NFK	28,80	43,65	48,24	55,21	56,96	43,40	40,43
							Snitt 2011-2015
rdg	1,93	2,29	0,38	2,74	4,04	5,13	3,92
ndr		3,51 %	0,63 %	5,43 %	8,36 %	8,12 %	5,95 %
dss	-572,81 %	1938,33 %	36,87 %	24,01 %	16,80 %	-39,30 %	-112,52 %
							9,59 %
Scenario 4							
sss	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
ndss	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
NDR	50,16	97,7	17,78	149,34	228,26	220,24	156,92
NFI	5,8	2,3	0,4	2,4	2,1	2,8	1,7
NFK	32	48,5	53,6	63,1	65,1	49,6	46,2
							Snitt 2011-2015
rdg	1,75	2,06	0,34	2,40	3,54	4,50	3,43
ndr		3,51 %	0,63 %	5,43 %	8,36 %	8,12 %	5,95 %
dss	-431,58 %	1688,46 %	30,27 %	19,62 %	13,50 %	-33,69 %	-91,85 %
							7,43 %

Tallene i rød skrift er ikke tatt med i gjennomsnittet.

Vi forsøkte med 4 ulike skattesenarioer, basert på de ulike selskapenes oppgitte skattesatser.

sss = Selskapskattesats, ndss = normal driftsskattesats, dss = driftsskattesats, NDR = Netto driftsresultat, NFI = Netto finansinntekter, NFK = Netto finanskostnader, rdg = Rentedeckningsgrad

A2. Reell skattesats basert på rapporterte tall og utregning av dss basert på et 25% selskapskattesats senario for hele utvalget.

*Gitt sss = 25%	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Average	Median
BWO									
Res før skatt	-83,1	-70,9	28,7	120	225,4	-175,9	-100,2		
Skattekostnad	16,4	43,9	28,7	36,4	38,2	40,5	32,7		
Reell skatt i %	-19,7 %	-61,9 %	100,0 %	30,3 %	16,9 %	-23,0 %	-32,6 %	1,4 %	-19,7 %
dss	-784,7 %	2313,1 %	46,8 %	28,4 %	20,1 %	-44,9 %	-133,2 %	12,6 %	20,1 %
DOF									
Res før skatt	-200,303	-691	265	-25	420	-410	359		
Skattekostnad	14,687	-186	-85	27	-78	-87	158		
Reell skatt i %	-7,3 %	26,9 %	-32,1 %	-108,0 %	-18,6 %	21,2 %	44,0 %	-10,5 %	-7,3 %
dss	39,0 %	18,3 %	15,4 %	24,3 %	17,2 %	21,8 %	-126,2 %	1,4 %	18,3 %
PGS									
Res før skatt	-2,2	64,5	228,5	327,9	16,7	-505,5	-262,9		
Skattekostnad	-13,9	-30	-42,9	-89,6	-67,6	-22,4	-31,2		
Reell skatt i %	631,8 %	-46,5 %	-18,8 %	-27,3 %	-404,8 %	4,4 %	11,9 %	-15,3 %	-18,8 %
dss	45,2 %	31,6 %	19,2 %	26,5 %	76,3 %	-8,1 %	-24,3 %	23,8 %	26,5 %
PLCS									
Res før skatt	-28340	-31476	11692	44075	-78392	-373010	23516		
Skattekostnad	0	24	1863	609	243	1093	3243		
Reell skatt i %	0,0 %	-0,1 %	15,9 %	1,4 %	-0,3 %	-0,3 %	13,8 %	4,3 %	0,0 %
dss	288,5 %	79,4 %	23,9 %	15,8 %	-1392,5 %	-4,8 %	15,3 %	25,9 %	15,8 %
PRS									
Res før skatt	202,2	157,1	178,1	203,7	191,3	-40,1	189,7		
Skattekostnad	3,7	-0,9	0,5	4,6	12,5	10,5	17,1		
Reell skatt i %	1,8 %	-0,6 %	0,3 %	2,3 %	6,5 %	-26,2 %	9,0 %	-1,0 %	1,8 %
dss	4,7 %	4,4 %	5,1 %	5,9 %	10,1 %	83,7 %	2,7 %	16,7 %	5,1 %
SONG									
Res før skatt	206329	82658	-294786	-102408	-56566	-432367	-46941		
Skattekostnad	1672	-41820	10675	56777	97	37364	-87		
Reell skatt i %	0,8 %	-50,6 %	-3,6 %	-55,4 %	-0,2 %	-8,6 %	0,2 %	-16,8 %	-3,6 %
dss	7,1 %	-47,5 %	-7,3 %	-267,0 %	159,1 %	-13,4 %	30,3 %	-6,1 %	-7,3 %

Tallene i rød skrift er ikke tatt med i gjennomsnittet.

Hensikten med denne er å vise den store variasjonen i den faktiske skatten de ulike selskapene betaler over perioden 2010 til 2016, samt belyse at 25% selskapskattesats ikke passer for hele utvalget.

A3. Omgruppert resultat for BW Offshore

BW Offshore	SYMBOL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rateinntekter	DI1	311,5	619,8	770,7	927,9	1022,9	791,7	639,8
+ Byggeinntekter	DI2	162,5	184,2	56,6	23,0	0,0	0,0	0,0
+ Leieinntekter	DI3	19,3	18,3	17,2	15,9	14,6	13,6	9,2
+ Andre driftsinntekter	DI4	56,0	24,0	64,9	15,6	32,9	302,7	195,7
= Driftsinntekter	DI	549,3	846,3	909,4	982,4	1070,4	1108,0	844,7
- Operasjonelle kostnader	VK1	186,0	311,9	351,7	400,4	466,9	493,2	311,3
- Byggekostnader	VK2	128,9	155,9	189,0	42,8	0,0	0,0	0,0
- Andre driftskostnader	AK	0,0	21,9	65,5	28,2	36,6	31,2	95,8
- Lønnskostnad	LK	66,0	51,1	55,3	59,5	61,2	46,3	14,8
- Avskrivning	AV	87,2	183,0	226,8	265,7	223,0	262,5	227,4
= Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	81,2	122,5	21,1	185,8	282,7	274,8	195,4
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	16,2	24,5	4,2	37,2	56,5	55,0	39,1
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	NRD	65,0	98,0	16,9	148,6	226,2	219,8	156,3
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	NRT	-14,8	-0,3	0,9	0,7	2,1	0,4	0,6
= Netto driftsresultat	NDR	50,2	97,7	17,8	149,3	228,3	220,2	156,9
+ Netto finansinntekt	NFI	5,4	2,1	0,4	2,2	1,9	2,6	1,6
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	55,6	99,8	18,2	151,5	230,2	222,8	158,5
- Netto finanskostnad	NFK	28,8	43,7	48,2	55,2	57,0	43,4	40,4
- Netto minoritetsresultat	NMR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	26,8	56,2	-30,1	96,3	173,2	179,4	118,1
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	32,4	-146,5	43,0	-7,7	28,9	-387,3	-232,0
+ Unormal netto finansresultat	UNFR	-22,7	-28,1	-16,6	-26,4	-45,8	-12,1	-6,9
- Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	36,4	-118,4	-3,7	62,2	156,3	-220,0	-120,8

A4. Totalbalanse til BW Offshore, omorganisert.

BW Offshores totalbalanse	SYMBOL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelatert anlegg i egen virksomhet	DAME	3287,4	3006,5	3080,2	2904,1	3110,6	2831,5	2756,4
+ Investering i driftstilknnyttet og felleskontrollert	DTS	0,0	3,1	3,9	4,6	4,7	7,7	7,8
= Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	3287,4	3009,6	3084,1	2908,7	3115,3	2839,2	2764,2
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	147,5	178,4	236,1	308,4	331,1	478,1	489,6
= Driftsrelaterte eiendeler	DE	3434,9	3188,0	3320,2	3217,1	3446,4	3317,3	3253,8
Finansielle anleggsmidler	FAM	0	0	0,4	2,0	1,1	0,6	7,1
+ Finansielle omløpsmidler	FOM	235,3	428,6	103,2	135,5	221,4	121,8	107,0
= Finansielle eiendeler	FE	235,3	428,6	103,6	137,5	222,5	122,4	114,1
-> TOTALE EIENDELER	TE	3670,2	3616,6	3423,8	3354,6	3668,9	3439,7	3367,9
Egenkapital	EK	1375,7	1171,9	1127,1	1124,1	1198,1	944,4	919,9
Minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	0	0
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	137,7	136,6	184,4	209,7	233,6	277,2	299,8
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	428,0	247,6	266,2	221,3	298,6	300,2	253,2
= Driftsrelatert gjeld	DG	565,7	384,2	450,6	431,0	532,2	577,4	553,0
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	200,0	1765,3	1603,6	1503,7	1534,1	1609,7	1709,8
+ Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	1528,8	295,2	242,5	295,8	404,5	308,2	185,2
= Finansiell gjeld	FG	1728,8	2060,5	1846,1	1799,5	1938,6	1917,9	1895,0
-> TOTALKAPITAL	TK	3670,2	3616,6	3423,8	3354,6	3668,9	3439,7	3367,9

A5. Omgruppert til sysselsatte eiendeler og kapital

BW Offshores sysselsatte kapital		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	SYMBOL							
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	3149,7	2873,0	2899,7	2699,0	2881,7	2562,0	2464,4
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-280,5	-69,2	-30,1	87,1	32,5	177,9	236,4
= Netto driftseiendeler	NDE	2869,2	2803,8	2869,6	2786,1	2914,2	2739,9	2700,8
+ Finansielle eiendeler	FE	235,3	428,6	103,6	137,5	222,5	122,4	114,1
= Sysselsatte eiendeler	SSE	3104,5	3232,4	2973,2	2923,6	3136,7	2862,3	2814,9
Egenkapital	EK	1375,7	1171,9	1127,1	1124,1	1198,1	944,4	919,9
+ Minoritetsinteresser	MI	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	FG	1728,8	2060,5	1846,1	1799,5	1938,6	1917,9	1895,0
= Sysselsatt kapital	SSK	3104,5	3232,4	2973,2	2923,6	3136,7	2862,3	2814,9

A6. Omgruppert til netto driftseiendeler og netto driftskapital

BW Offshores netto driftseiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	SYMBOL							
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	3149,7	2873,0	2899,7	2699,0	2881,7	2562,0	2464,4
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	-280,5	-69,2	-30,1	87,1	32,5	177,9	236,4
= Netto driftseiendeler	NDE	2869,2	2803,8	2869,6	2786,1	2914,2	2739,9	2700,8
Egenkapital	EK	1375,7	1171,9	1127,1	1124,1	1198,1	944,4	919,9
+ Minoritetsinteresser	MI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Netto finansiell gjeld	NFG	1493,5	1631,9	1742,5	1662,0	1716,1	1795,5	1780,9
= Netto driftskapital	NDK	2869,2	2803,8	2869,6	2786,1	2914,2	2739,9	2700,8

A7. Terminologi i restruktureringene

LIBOR kort for “*London interbank Offered Rate*”, er forenklet de rentene internasjonale banker vil kreve på usikrede lån til andre internasjonale banker over kortere perioder. LIBOR tilbys i en rekke større valutaer og løpetider fra dagslån kalt “*overnight*” til 12 måneder. (Saunders & Cornett, 2012, s.170).

NIBOR er den norske ekvivalenten av LIBOR, og står for “*Norwegian Interbank Offered Rate*”, dette er lånerentene mellom norske banker med varighet fra en uke til 12 måneder (Finans Norge, 2013).

“*Cash sweep*” er en mekanisme som akselererer tilbakebetalingen av banklånet. Når debitor har en fri kontantstrøm tilsvarende et gitt nivå vil alt over det spesifiserte nivået bli anvendt til å betale ned lånet (Thomson Reuters, 2017a).

“**Leverage Ratio**” blir definert ulikt blant selskapene i utvalget. Det benyttes både “*total leverage ratio*” og “*leverage ratio*”. Disse er derfor definert og beregnet på følgende måte i oppgaven; “*Total leverage ratio*” blir beregnet ved å dele finansiell gjeld (FG) på EBITDA. Enkelte benytter også en annen utregningsmetodene, heretter referert til som “*leverage ratio*”, som blir beregnet ved å ta netto finansiell gjeld (NFG) delt på EBITDA. Netto finansiell gjeld beregnes som nevnt ved å trekke fra de finansielle eiendelene (FE) fra den finansielle gjelden (FG).

A8. Avdragsprofil for DOF per 31.12.2015 - Note 22.

Avdrag og ballonger	2016	2017	2018	2019	2020	Deretter	Sum
Gjeld til kredittinstitusjoner	2 266	2 243	2 089	3 474	3 096	6 451	19 620

Ballong betalinger er større betalinger som gjøres på forhåndsbestemte tidspunkt og kan sammenlignes med større avdrag.

A9. Avdragsprofil for DOF per 31.12.2016 - Note 22.

Avdrag og ballonger	2017	2018	2019	2020	2021	Deretter	Sum
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 661	1 684	2 894	2 641	3 362	6 213	19 755

A10. Kalkulasjon av likviditetseffekt på avdragreduksjon

Avdrag og ballonger	2017	2018	2019	Sum
Avdragsprofil fra 2015 årsrapport	2 243	2 089	3 474	7 806
Avdragsprofil fra 2016 årsrapport	1 661	1 684	2 894	7 286
Differanse (2015 - 2016)	582	405	580	1 567

A11. Krav til “leverage ratio” for PGS

Q4 2016	5,50
Q1 2017	5,50
Q2 2017	5,50
Q3 2017	5,25
Q4 2017	4,75
Q1 2018	4,25
Q2 2018	4,00
Q3 2018	3,75
Q4 2018	3,50
Q1 2019	3,25
Q2 2019	3,00
Q3 2019 og fremover	2,75

A12. Rentestruktur og utøvelsespriser for kjøpsopsjoner tilhørende transje B og C

År	Transje B - Utøvelsespris	Transje C - Utøvelsespris	Transje B - Rente	Transje C - Rente
2016	33%	24%	0,00% eller 6.00%*	0,00% eller 6.00%*
2017	34%	24,5%	0,00% eller 8.00%*	0,00% eller 8.00%*
2018	35%	25%	3,50%**	2,50%**
2019	38%	27%	3,80%	2,70%
2020	41,5%	29,5%	4,15%	2,95%
2021	45%	32,5%	4,50%	3,25%
2022	50%	36%	5,00%	3,60%

(Polarcus, 2016a)

* Hvis 50% kjøpes tilbake innen 2016 eller 2017 vil en rente på henholdsvis 6% og 8% påløpe for resterende usikret obligasjonsgjeld. Denne renten vil kun være gjeldende dersom over 50% kjøpes tilbake innen 2018.

** Renter påløper fra 1.7.2018

A13. Kalkulasjon ved tidlig utøvelse av kjøpsopsjoner Polarcus – 2016

	Transje B	Transje C	Sum USD
PLCS02	19,39 %	80,61 %	85 600 000
PLCS 03	22,29 %	77,71 %	39 565 217
30 % av sikret obligasjon	32,09 %	67,91 %	30 570 000
Sum usikret obligasjonsgjeld	22,62 %	77,38 %	155 735 217
	Transje B	Transje C	Sum USD
PLCS02	16 600 006	68 999 994	85 600 000
PLCS03	8 817 400	30 747 818	39 565 217
30 % av konv. oblig. (sikret)	9 810 001	20 759 999	30 570 000
Verdi av transje	35 227 407	120 507 811	155 735 217
Pålydende verdi konvertert til aksje (Verdi transje *	0	602 539	602 539
<i>Restsum transje</i>	<i>35 227 407</i>	<i>119 905 271</i>	<i>155 132 678</i>
Utøvelsespris på kjøpsopsjon av pari	33,0 %	24,0 %	
Verdi gitt utøvelse av call (restsum * kjøpsopsjon)	11 625 044	28 777 265	40 402 309
Restsum implisitt nedskrevet	23 602 363	91 128 006	114 730 369
Andel nedskrevet	67,00 %	75,62 %	73,67 %

A14. Leverage ratios påvirkning på rente før og etter restrukturering i Prosafe.

For kredittfasilitene knyttet til lånet på 800 MUSD, Safe Zephyrus og den revolverende kredittfasiliteten. (Gjelder for alle lånene etter restruktureringen)	For kredittfasilitene knyttet til Safe Notos og Safe Eurus
*Rente avhenger av "leverage ratio", beregnet som net debt/EBITDA:	**Rente avhenger av "leverage ratio", beregnet som net debt/EBITDA:
2,00% per år hvis under 3,00	
2,15% per år hvis over 3,00 og mindre enn eller lik 4,00	2,25% per år hvis under 4,00
2,30% per år hvis over 4,00 og mindre enn eller lik 5,00	2,30% per år hvis over 4,00 og mindre enn eller lik 5,00
2,50% per år hvis over 5,00 og mindre enn eller lik 5,50	2,50 prosent. per år hvis over 5,00 og mindre enn eller lik 5,50
2,75% per år hvis over 5,50	2,75 % per år hvis over 5,50

A15. Regnskapseffekter på balansen grunnet endring i obligasjonslån

<i>Balanseførte verdier i MUSD</i>						
Før restrukturering	BWO	DOF	PGS	PLCS	PRS	SONG
Obligasjonslån	296,1	427,7	450,0	124,0	302,1	242,5
Konvertibelt obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	96,6	0,0	116,4
Sum	296,1	427,7	450,0	220,6	302,1	358,9
Valutakurs 31.12.2015		8,8090				
Valutakurs 31.12.2016		8,6200				
Etter restrukturering						
Videreført gammelt obligasjonslån	0,0	150,5	26,0	0,0	0,0	0,0
Konvertibelt obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	16,4	0,0	0,0
Gammelt obligasjonslån med endrede gjeldsbetingelser	304,0	0,0	212,0	18,2	0,0	246,6
Nytt konvertibelt obligasjonslån	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	37,8
Nedskrevet gjeld	0,0	119,8	10,6	139,0	197,6	0,0
Gjeld konvertert til EK	0,0	95,5	0,0	46,1	34,5*	116,4
Tilbakekjøpt obligasjoner	0,0	24,2	201,4	0,0	40,5	0,0
Nedbetalt forfalt lån	0,0	49,0	0,0	0,0	29,5	0,0
Sum	304,0	439,0	450,0	219,7	302,1	400,8
Differanse	7,9	11,2	0,0	-0,9	0,0	41,9
Valuta og renter	-7,9	-11,2		0,9		-4,1
Nytt lån						-37,8

Ellers skyldes differanser valutaendringer og renter, samt at det for Songa Offshore også er opptak av et nytt konvertibelt lån som balanseføres til 37,8. Alle tall er hentet fra selskapenes årsrapporter fra 2016, bortsett fra konvertering av gjeld til EK i Prosafe da denne måtte beregnes implisitt pga. mangelfull informasjon. Sist nevnte er markert med en asterisk.

A16. Resultat fra korrelasjon- og regresjonsanalyse i Stata, for RR (Relativ kredittrisiko) og A (Aksjonærens utfall).

```
. pwcorr, obs sig
```

	RR	A
RR	1.0000	
	6	
A	0.3714	1.0000
	0.4685	
	6	6

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	6
Model	2.41428571	1	2.41428571	F(1, 4)	=	0.64
Residual	15.0857143	4	3.77142857	Prob > F	=	0.4685
				R-squared	=	0.1380
				Adj R-squared	=	-0.0776
Total	17.5	5	3.5	Root MSE	=	1.942

RR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
A	.3714286	.4642308	0.80	0.468	-.9174827 1.66034
_cons	2.2	1.807919	1.22	0.291	-2.819588 7.219588

Korrelasjon på 0,3714 og p-verdi på 0,4685.

A17. Resultat fra korrelasjon- og regresjonsanalyse i Stata, for RR (Relativ kredittrisiko) og K (Kreditorers utfall).

```
. pwcorr, obs sig
```

	RR	K
RR	1.0000	
	6	
K	-0.0857	1.0000
	0.8717	
	6	6

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	6
Model	.128571429	1	.128571429	F(1, 4)	=	0.03
Residual	17.3714286	4	4.34285714	Prob > F	=	0.8717
				R-squared	=	0.0073
				Adj R-squared	=	-0.2408
Total	17.5	5	3.5	Root MSE	=	2.084

RR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
K	-.0857143	.4981599	-0.17	0.872	-1.468828 1.297399
_cons	3.8	1.940054	1.96	0.122	-1.586453 9.186453

Korrelasjon på -0,0857 og p-verdi på 0,8717.

A18. Resultat fra korrelasjon- og regresjonsanalyse i Stata, for RR (Relativ kredittrisiko) og S (Selskapenes utfall).

```
. pwcorr, sig obs
```

	RR	S
RR	1.0000	
	6	
S	0.5429	1.0000
	0.2657	
	6	6

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	6
Model	5.15714286	1	5.15714286	F(1, 4)	=	1.67
Residual	12.3428571	4	3.08571429	Prob > F	=	0.2657
				R-squared	=	0.2947
				Adj R-squared	=	0.1184
Total	17.5	5	3.5	Root MSE	=	1.7566

RR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
S	.5428571	.4199125	1.29	0.266	-.6230069 1.708721
_cons	1.6	1.635324	0.98	0.383	-2.940388 6.140388

Korrelasjon på 0,5429 og p-verdi på 0,2657.