

Handelshøgskolen

Hvordan forholder styret seg til aksjelovens forsvarlighetskrav under restruktureringer i norske offshorerederi?

En empirisk studie av styrets arbeid under restruktureringer av selskapet

Niklas Tobiassen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon – september 2018

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen i Tromsø. Studien er en obligatorisk del av masterprogrammet, og tilsvarer 30 studiepoeng.

På bakgrunn av min interesse for selskapsrett og styrearbeid sammen med mine erfaringer fra oljeservicenæringen ble det et enkelt valg å kombinere disse fagfeltene. Gjennomføringen av studien har vært interessant, lærerik, og utrolig krevende.

Det er mange som fortjener en takk for å ha gjort det mulig for meg å levere denne masteroppgaven. Først vil jeg takke min veileder, Bjørn Sælen for gode diskusjoner i studiens innledende fase. Videre vil jeg takke undersøkelsens respondenter og spesielt rette en stor takk for samarbeidet i forbindelse med pilotprosjektet. Jeg vil også rette en takk til arbeidsplassen min som har lagt til rette for at jeg har kunne jobbe med utdannelsen ved siden av jobb.

Jeg har fått uvurderlig hjelp fra min søster, Linnea Emilie Svellingen, som jeg setter utrolig stor pris på. Hadde det ikke vært for din hjelp hadde jeg aldri kommet i mål med oppgaven.

Takk til mine gode venner, Jørgen Jordet og Kamilla Michalsen for all støtte, oppmuntring og hjelp i de siste månedene.

Tilslutt vil jeg takke min fantastiske samboer, Ane Marit Færøvig som har holdt ut alle disse årene jeg har studert.

Tromsø 03.09.2018

Niklas Tobiassen

Sammendrag

Fallet i oljeprisen våren 2014 markerte starten på det som skulle vise seg å bli en svært krevende periode for oljeservicenæringen. Oljekrisen medførte betydelige tap for norske offshorerederi og som et resultat av dette har mange selskap sett seg nødt til å gjennomføre restruktureringer for å styrke kapitalstrukturen og begrense sin tap.

Aksjelovens bestemmelse i § 3-4 om forsvarlig egenkapital og likviditet har fått økt aktualitet i nedgangstiden innenfor oljeservicenæringen. Bestemmelsen er skjønnsmessig utformet, og det kan derfor være utfordrende for selskapet å avgjøre hva som kreves av selskapet i forbindelse med forsvarlighetsvurderingen.

Denne studien har til hensikt å undersøke hvordan styret i norske offshorerederi forholder seg til forsvarlighetskravet i aksjelovens § 3-4 under restrukturingsprosesser. Studien tar utgangspunkt i tre forskningsspørsmål som til sammen svarer på studiens problemstilling og avgrenser forskningen.

Den empiriske undersøkelsen ble utarbeidet som et semistrukturert spørreskjema og omfatter svar fra til sammen seks norske offshorerederi. Etter å ha foretatt et pilotprosjekt i samarbeid med et relevant offshorerederi i bransjen, ble spørreundersøkelsen distribuert på mail til styret i selskapene som oppfylte studiens utvalgsriterier.

Studiens resultater tyder på at brudd på aksjelovens forsvarlighetsbestemmelse i § 3-4 og handlingsregelen i § 3-5 ikke er den utløsende faktoren for om norske offshorerederi gjennomfører restruktureringer. Observasjoner fra studiens undersøkelser viser at kreditorenes covenantskrav i stor utstrekning er bakgrunnen for de fleste restruktureringer. Videre gir ikke forskningsresultatene et entydig svar på om aksjelovens § 3-4 er sentral for beslutninger som treffes under restruktureringer i norske offshorerederi, men de aller fleste rederiene i undersøkelsen mener forsvarlighetskravet både øker oppmerksomheten rundt selskapets økonomiske stilling og er styrende for selskapets beslutninger.

Studien finner at aksjeloven § 3-4 ikke ivaretar aksjonærens og kreditorenes interesser under restruktureringer i norske offshorerederi. Hensynet til kreditorenes interesser er styrende under restruktureringsprosessene og forsvarlighetskravet ser ikke ut til å verne om både eiernes og kreditorenes interesser slik bestemmelsen har til hensikt å gjøre.

Innhold

FORORD	I
SAMMENDRAG	II
TABELLISTE	VI
FIGURLISTE	VI
BAKGRUNN FOR TEMA OG PROBLEMSTILLING	1
PROBLEMSTILLING:	3
AVGRENSNING	3
TEORI	4
OLJESERVICENÆRINGEN	4
AKSJESELSKAP	8
BAKGRUNNEN FOR BESTEMMELSEN	10
VURDERING AV FORSVARLIG EGENKAPITAL	12
EGENKAPITAL	15
LIKVIDITET	18
FORSVARLIG	20
TIDSPUNKT FOR VURDERING	20
OMFANG OG RISIKO	22
HANDLEPLIKTEN ETTER AKSJELOVEN § 3-5	23
BESTEMMELSENS ADRESSAT	26
FORVALTNINGSANSVARET	26
TILSYNSANSVARET	28
GENERALFORSAMLINGEN	29
RESTRUKTURERING OG FINANSIELL KRISE	30
FINANSIELL KRISE	31
KONKURS ELLER RESTRUKTURERING	32
<i>Konkurs</i>	33
<i>Restruktureringer</i>	33
KAPITALSTRUKTUREN	34
BANKLÅN	34
OBLIGASJONER	34
EGENKAPITAL	35
PARTER I RESTRUKTURERINGEN	36
SAMFUNNSVITENSKAPELIG METODE	39
VITENSKAPELIG STÅSTED	39
FORSKNINGSDESIGN	40
FORSKNINGSMETODE	41
VALG AV METODE - SPØRREUNDERSØKELSE	42
REKRUTTERING AV RESPONDENTER	44
PRIMÆR OG SEKUNDÆRDATA	45
FEILKILDER	46
EVALUERING AV METODEVALG	48
RELIABILITET	48
TROVERDIGHET	49
OVERFØRBARHET	50
BEKREFTBARHET	50
ETISKE HENSYN	51
INNLEDENDE SPØRSMÅL	52
FORSKNINGSSPØRSMÅL 1	54
FORSKNINGSSPØRSMÅL 2	56
FORSKNINGSSPØRSMÅL 3	60

ANALYSE	64
FORSKNINGSSPØRSMÅL 1	64
FORSKNINGSSPØRSMÅL 2	66
FORSKNINGSSPØRSMÅL 3	68
KONKLUSJON	71
VIDERE FORSKNING.....	72
KILDELISTE	73
LOVER.....	73
FORARBEIDER	73
RETTSPRAKSIS	74
LITTERATUR.....	75
NETTSIDER	77
VEDLEGG	81

Tabelliste

Tabell 1 - Markedsoversikt.....	7
Tabell 2 -	36

Figurliste

Figur 1: Prisutvikling Brent Spot – (Dagens Næringsliv, 2018)	5
Figur 2: Årlig Spot Rate – (Clarkson Platou, 2017).....	5
Figur 3: Årlig Term Rate – (Clarkson Platou, 2017).....	6
Figur 4: Oppstilling av egenkapital jf. Regnskapsloven § 6-2 post C.....	16
Figur 5: Spørsmål 1. Hva er din rolle i styret?	52
Figur 6: Spørsmål 3. Har selskapet vært gjennom restruktureringsprosesser i årene 2014 til 2017?.....	53
Figur 7: Spørsmål 4. Hvilke restruktureringsprosesser har selskapet vært gjennom i årene 2014 til 2017?.....	53
Figur 8: Spørsmål 21. Hvordan dokumenterer styret forsvarlighetsvurderingen etter § 3-4?.....	54
Figur 9: Spørsmål 10. Hva var begrundningen for beslutningen om å restrukturere selskapet?.....	55
Figur 10: Spørsmål 7. Hvem initierte beslutningen om å restrukturere selskapet?.....	56
Figur 11: Spørsmål 12. Kravet om en forsvarlig egenkapital og likviditet har vært styrende for selskapets beslutninger under restruktureringen/e.....	57
Figur 12: Spørsmål 13. Forsvarlighetskravet i aksjelovens § 3-4 bidrar til økt oppmerksomhet rundt selskapets økonomiske situasjon.	57
Figur 13: Spørsmål 14. Styret har tilstrekkelig kunnskap til å foreta en forsvarlighetsvurdering av selskapet.	58
Figur 14: Spørsmål 15. Styret har tilstrekkelig informasjon til å foreta en forsvarlighetsvurdering av selskapet.	58
Figur 15: Spørsmål 20. Hvordan vurderer styret om selskapet har en forsvarlig egenkapital og likviditet?.....	59
Figur 16: spørsmål 24. Hva er selskapets hovedfokus under restruktureringen/e?	59
Figur 17: Spørsmål 11. Er styret kjent med interessemotsetninger mellom selskapets aksjonærer og selskapets kreditorer under restruktureringsprosessen/e?	60
Figur 18: Spørsmål 16. Forsvarlighetskravet etter aksjelovens § 3-4 ivaretar aksjonærenes interesser under restruktureringen/e.	61
Figur 19: Spørsmål 17. Kreditorenes interesser er styrende for beslutninger tatt under restruktureringen/e.....	61
Figur 20: Spørsmål 18. Overholdelse av forsvarlighetskravet i aksjeloven § 3-4 sikrer kreditorenes interesser.....	62

Figur 21: Spørsmål 19. Aksjonærenes interesser blir sidestilt med kreditorenes interesser under restruktureringsprosessen/e.	62
Figur 22: Spørsmål 23. Hvordan jobber styret for å ivareta selskapets interesser under restruktureringsprosessen?	63

Bakgrunn for tema og problemstilling

Fallet i oljeprisen fra juni 2014 ble begynnelsen på flere års nedgang for virksomheter innenfor petroleumssektoren i Norge. Særlig oljeservicebransjen ble hardt rammet av prisfallet, som gikk ut over omsetningen og førte til en økonomisk krevende tid i årene som fulgte. En rapport fra Rystad Energy til Olje og energidepartementet i oktober 2017 viser at den totale omsetningen til norske oljeserviceselskap falt fra 192 mrd. NOK i 2015 til 132 mrd. NOK i 2016. Rapporten bygger på data fra over 1100 norske oljeserviceselskap, og dekker 88 % av den totale internasjonale omsetningen fra norske oljeserviceselskap. Ifølge rapporten skyldes fallet i omsetningen i hovedsak lav ordretterspørsel og kraftig nedgang i kontrakter for leie av rigg og fartøy (Rystad Energy, 2017).

Oljekrisen som har preget næringen de siste fire årene, har medført store tap for norske offshorerederi. Som et resultat av dette har mange måttet foreta endringer i kapitalstrukturen for å imøtegå en tøffere hverdag. En artikkel i E24 forteller at de 11 største offshorerederiene i Norge har, på grunn av høy gjeld og manglende betjeningsevne, måttet gjennomgå restruktureringer, refinansieringer og gjeldsforhandlinger i 2016 (Sundberg, 2016).

Administrerende direktør i Garantiinstituttet for norsk eksportkreditt, Wenche Nistad, uttaler til Dagens Næringsliv i februar 2018 at oljeservicesektoren må gjennom nok en runde med restruktureringer i tiden fremover og mener både oljeserviceselskapene og bankene har skjøvet på gjelden siden oljeprisfallet i stedet for å konvertere (Christensen, 2018).

Oljeservicebransjen kan defineres som alle selskap som leverer olje og gassrelaterte produkter eller tjenester til oljeselskapene (Rystad Energy, 2017). Bransjen omfatter alle selskap som leverer ulike tjenester opp mot oljeselskapene, eksempelvis innenfor vedlikehold, ingeniørfag, konstruksjon, brønn og boring, rigg og seismikk, samt transport og logistikk. I denne bransjen finner vi også offshorerederiene som eier og driver forsyningsfartøy, såkalte PSV (Plattform Supply Vessel). Disse fartøyene leverer varer og tjenester mellom land og rigginstallasjoner. Flere norske offshorerederier driver i tillegg ankerhåndteringsfartøy (AHTS), undervanns installasjonsfartøy (SUBSEA) og andre skip benyttet mot oljeselskaper.

Lov om aksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 44 (asl) § 3-4 stiller krav om forsvarlig egenkapital og likviditet: «Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig

ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet». Loven er en del av aksjelovens regler om selskapskapitalen. Selskapskapitalen kan bestå av aksjekapital, midler som aksjonærene har tilført selskapet og midler opptjent gjennom drift av virksomheten. Bestemmelsen i asl § 3-4 er ment som et vern for å beskytte selskapets kreditorer og aksjonærer. Deltagernes ansvarsbegrensning etter asl § 1-2 setter særlig fokus på hensynet til kreditorvernet. Når deltagere ikke hefter utover aksjeinnskuddet i selskapet, er selskapskapitalen kreditorenes eneste dekningsgrunnlag dersom de ikke er sikret ved pant eller annen sikkerhet. Dagens lovverk fastsetter at kravet til minste aksjekapital for aksjeselskap er 30 000 kr, jf. asl § 3-1 første ledd. Dette medfører at aksjekapitalen i realiteten gir liten dekningsgrad for kreditorene.

Loven har til hensikt å ivareta flere interessegrupper. Forarbeidene til aksjeloven av 1997 trekker frem at det kan oppstå interessekonflikter mellom selskapets aksjonærer og kreditorene over hvilke momenter som er avgjørende ved forsvarlighetsvurderingen av egenkapitalen og likviditeten (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 29).

Nils Bugge og Tor Herdlevær i advokatfirmaet Selmer, uttaler følgende om interessekonfliktene som kan oppstå i situasjoner hvor selskapet er under økonomiske vanskeligheter:

«I en normalsituasjon, vil styret i et selskap ha plikt og anledning til å ivareta hva man karakteriserer som både selskapsinteressen, kreditorinteressen, aksjonærinteressen og samfunnsinteressen. I en insolvenssituasjon, eller dersom insolvens truer, vil imidlertid kreditorinteressen være styrende. Ettersom selskapet i en slik situasjon drives for kreditorenes regning, må styret opptre med tilbørlig aktsomhet overfor kreditorene og ikke opptre på en måte som unødvendig påfører dem øket risiko.»

(Bugge, N. & Herdlevær T., 2017)

Aksjelovens bestemmelser om forsvarlig egenkapital og likviditet har økt sin aktualitet i nedgangstiden innenfor oljeservicenæringen. Bestemmelsen er skjønnsmessig utformet, og det kan derfor være utfordrende for selskapet å avgjøre hva som kreves av selskapet i forbindelse med forsvarlighetsvurderingen. Denne studien søker nærmere innsikt i hvordan styret i norske offshorerederi forholder seg til aksjelovens bestemmelse om forsvarlig egenkapital og likviditet under restruktureringer av selskapet, og prøver å klargjøre om alle interessegrupper hensyntas under slike prosesser.

Problemstilling:

Hvordan forholder styret seg til aksjelovens forsvarlighetskrav i § 3-4 under restruktureringer i norske offshorerederi?

- Er brudd på aksjelovens § 3-4 og handlingsregelen i § 3-5 den utløsende faktoren for gjennomføringen av restruktureringer?
- Er aksjelovens § 3-4 sentral for beslutninger som treffes under restruktureringer i selskapet?
- Ivaretar aksjeloven § 3-4 aksjonærens og kreditorenes interesser under restruktureringer i selskapet?

Avgrensning

Denne masterutredningen har visse begrensninger av hensyn til tid og omfang derfor avgrenses oppgaven mot de forskningsspørsmålene oppgitt under problemformuleringen. Straff og erstatningsansvar for styremedlemmer blir heller ikke utdypende drøftet.

TEORI

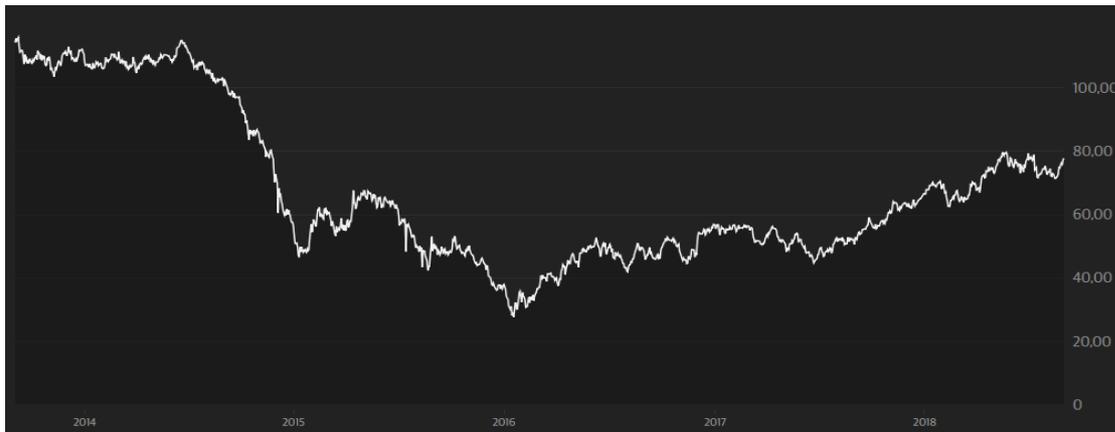
Oljeservicenæringen

Oljeservicebransjen kan som nevnt i innledningen defineres som alle selskap som leverer olje og gassrelaterte produkter eller tjenester til oljeselskapene (Rystad Energy, 2017). I denne avhandlingen rettes fokuset mot offshorerederiene som eier og driver ulike tjenestefartøy benyttet opp mot oljeselskapene. Forsyningsfartøy, eller PSV (Plattform Supply Vessels) er det mest anvendte fartøyet i slike rederi. Disse fartøyene frakter oljerelaterte produkter og materiell til offshore bore- og produksjonsanlegg (DOF ASA, 2018). Tjenestene kan inkludere transport av boreslam, pulverisert sement, drivstoff, drikkevann, og kjemikalier som brukes i boreprosessen. Flere av skipene er i tillegg utstyrt for å kunne slukke og bekjempe branner på plattformer (Norges rederiforbund, 2014). Norske offshorerederi kan også eie og drive andre spesialkonstruerte fartøy som benyttes for å løse varierte oppgaver for oljeselskapene. Typisk dreier dette seg om ankerhåndteringsfartøy (AHTS), som kan taue rigger til andre lokasjoner, undervannsinstallasjonsfartøy (SUBSEA) som er spesielt konstruert for undervannsoperasjoner og andre skip benyttet mot oljeselskaper.

Den norske oljeindustrien opplevde en enorm vekst i etterspørsel og inntekter etter finanskrisen i 2008 frem til 2014 (Ramsøy et al, 2016). I denne perioden valgte rederiene å øke kapasiteten, ofte ved opptak av gjeld. I en forskningsrapport fra NHH viser at gjeldstoppen for norske offshorerederi var nådd i 2016 hvor de 11 største rederiene totalt hadde en netto gjeld på 80 milliarder NOK.

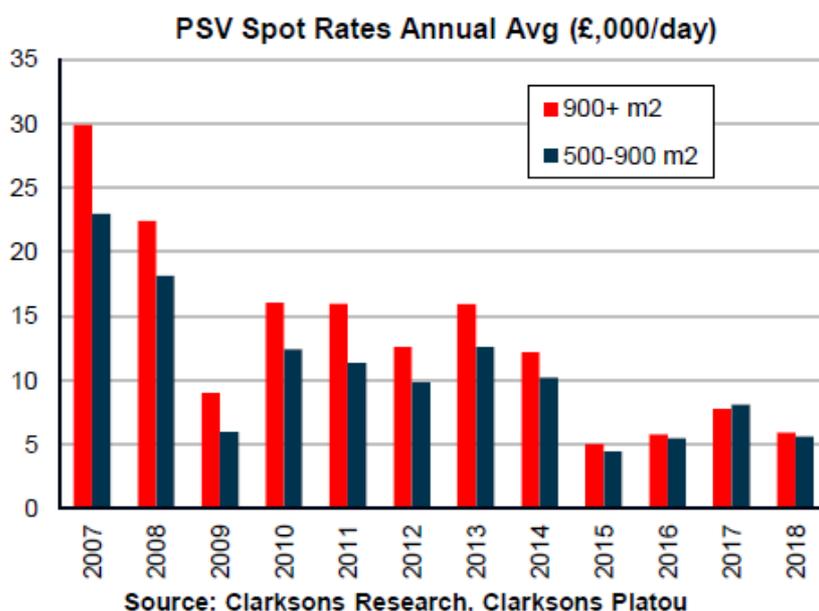
Fallet i oljeprisen våren 2014 markerte starten på det som skulle vise seg å være en krevende periode for oljeservicenæringen. Fra juni 2014 til desember samme år raste prisen for

nordsjøolje med hele 52 dollar fatet, og bunnpunktet ble ikke nådd før i januar 2016 da nordsjøolje ble handlet for 28 dollar fatet.

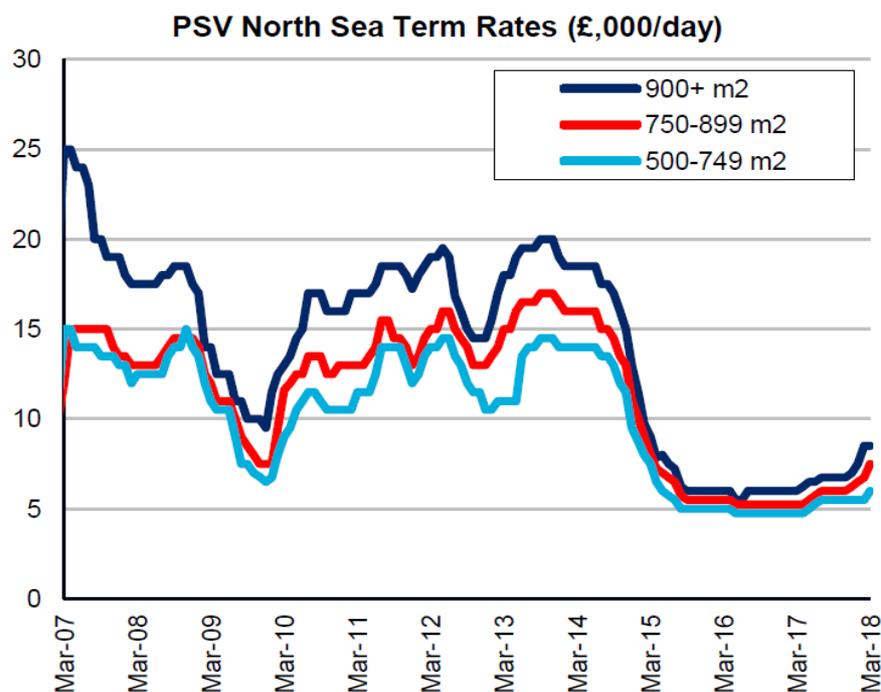


Figur 1: Prisutvikling Brent Spot – (Dagens Næringsliv, 2018)

Oljeselskapene ble nødt til å redusere sin aktivitet på norsk sokkel på grunn av den lave oljeprisen, og investeringene i oljerelaterte prosjekter bremses opp. Dette resulterte i en overkapasitet i markedet med lavere etterspørsel etter forskningsfartøy. Overkapasiteten førte til fallende dagrater. Rederiene inngår arbeidskontrakter med oljeselskapene, enten ved såkalte spotkontrakter eller termkontrakter. Spotkontrakter er korte kontrakter, hvor varigheten er mellom en til 30 dager og hvor tjenesten må leveres på kort varsel. Termkontraktene er derimot av lengre varighet, og kan i enkelte tilfeller ha en varighet på flere år. Som statistikken viser, faller ratenivåene i Nordsjøen drastisk i likhet med oljeprisen.



Figur 2: Årlig Spot Rate – (Clarkson Platou, 2017)



Source: Clarksons Research, Clarksons Platou

Figur 3: Årlig Term Rate – (Clarkson Platou, 2017)

Rederiene blir blant annet nødt til å legge båtene i opplag i et forsøk på å begrense sine tap. Ved inngangen i 2017 var hele 117 offshorefartøy lagt i opplag, noe som tilsvarer rundt 25 % av den totale norske offshoreflåten (Flaaten, 2017). Som en følge av dette, permitteres mange ansatte. Antallet direkte eller indirekte sysselsatte i denne sektoren falt med om lag 20 % i årene fra 2013 til 2016 (SSB, 2018).

Nedenfor presenteres alle offshorerederiene i Norge som eier mer enn fem fartøy. Oversikten viser næringas totale flåte fordelt på ulike type fartøy.

Selskap	PSV	AHTS	SUBSEA	Andre	Total flåte
Atlantic Offshore AS	1	1	0	8	10
Boa Offshore AS	2	2	2	0	6
Bourbon Offshore Norway AS	11	5	0	6	22
DOF ASA	16	20	31	0	67
Eidesvik AS	9	0	4	8	21
Gc Rieber Shipping AS	0	0	3	4	7
Golden Energy Offshore AS	7	0	0	0	7
Gulfmark AS	6	0	0	0	6
Havila Shipping ASA	13	5	3	0	21
Island Offshore AS	15	3	7	2	27
K-Line Offshore AS	5	2	0	0	7
NAO - Nordic American Offshore	10	0	0	0	10
O.H.Meling & Co.AS	1	0	0	4	5
Olympic Offshore AS	5	2	12	0	19
REM Offshore AS	3	0	2	0	5
Remøy Shipping AS	3	0	0	2	5
Siem Offshore AS	9	11	7	0	27
Simon Møkster Shipping AS	13	0	3	6	22
Skansi Offshore	5	0	0	0	5
Solstad Farstad ASA	64	48	27	0	139
Troms Offshore AS	10	0	0	0	10
Vestland Offshore AS	4	0	0	7	11
Viking Supply AS	2	5	0	0	7
Østensjø Rederi AS	4	0	5	0	9

Tabell 1 – Markedsoversikt (Opplagsregisteret, 2018)

Aksjeselskap

Lov om aksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 44 (asl) definerer aksjeselskap som «ethvert selskap hvor ikke noen av deltakere har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, utdelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser, hvis ikke annet er fastsatt i lov» (asl § 1-1 andre ledd).

Aksjeselskap er derfor selv ansvarlig for selskapsforpliktelsene, og deltakernes ansvar er begrenset til aksjeinnskuddet, jf. asl § 1-1 andre ledd og § 1-2 andre ledd. Aksjeselskap bygger på en forutsetning om at ethvert selskap er et eget rettssubjekt der aksjonærene ikke hefter for selskapets forpliktelser utover den investeringen som er foretatt i selskapet.

Aksjonærene står i utgangspunktet ikke i fare for å tape mer enn vederlaget for aksjene i selskapet og blir normalt ikke personlig ansvarlig dersom selskapet havner i økonomiske vanskeligheter.

Allmennaksjeselskap er en annen selskapsform med begrenset deltakeransvar jf. asal § 1-1 andre ledd. Selskapsformen er regulert etter Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (asal), og følger i stor grad samme bestemmelser som er angitt i aksjeloven av 3. juli 1997 nr. 44. Den hovedsakelige forskjellen mellom de to selskapsformene ligger i at reglene for allmennaksjeselskap er tilpasset selskap med mange aksjonærer, mens reglene for aksjeselskapet er tilpasset selskap med få aksjonærer. Denne avhandlingen vil i stor grad dreie seg om aksjeselskap, både fordi de aktuelle bestemmelser som oppgaven diskuterer er identiske for selskapsformene og fordi utvalget i undersøkelsen omhandler norske aksjeselskap. Allmennaksjeloven blir likevel diskutert i relevante sammenhenger.

Ved stiftelse av et aksjeselskap skal det foretas et innskudd av aksjekapital, jf. asl § 2-1. Det følger av aksjeloven § 3-1 første ledd at aksjeselskap skal ha en minste egenkapital på 30 000 kr. Formålet med lovens bestemmelser om aksjekapital er ifølge Andenæs (2006) først og fremst å pålegge aksjonærene å bidra med en viss kapital for å beskytte kreditorenes mulighet til å få dekning i selskapets eiendeler. Lovreglene tjener også selskapets aksjonærer ved at kapitalen gir selskapet økt kredittverdighet. Samtidig tjener lovkravet som et motstykke til det begrensede deltakeransvaret. Aksjekapitalen blir oppført som en egen post i selskapets balanse under «innskutt egenkapital», jf. regnskapsloven § 6-2 post C I 1. Selskapet plikter

ikke å innsette den innskutte aksjekapitalen på en egen konto som en særskilt beholdning av likvider, men står fritt til å forvalte denne i selskapets alminnelige omsetning (Andenæs, 2006).

Per mars 2018 var det registrert i overkant av 312 000 aksjeselskap i Norge og i løpet av 2017 ble det opprettet nesten 30 000 nye aksjeselskap, en økning på 7 prosent sammenlignet med 2016 (Brønnøysundregistrene, 2018). Økningen i antall registrerte aksjeselskap skyldes i stor grad forenklinger i aksjelovgivningen ved blant annet redusert minstekrav til aksjekapitalen ved stiftelse av et aksjeselskap og åpning for unntak av revisjonsplikten (Karlsen, L.A.D., 2018).

Fra 1. januar 2012 ble kravet til minste aksjekapital endret fra 100 000 kr til 30 000 kr, jf. Lov om endringer i aksjeloven mv. 16. desember 2011 nr. 63. Begrunnelsen for nedjusteringen av minstekravet var todelt. For det første ønsket lovgiver å stimulere til nyskaping og nyetableringer. Dernest var ønsket om å gjøre den norske aksjeselskapsformen mer attraktiv og konkurransedyktig. Særlig var behovet for å redusere fordelene ved å benytte såkalte NUF, norsk filial av utenlandske selskap. NUF regnes ikke som et aksjeselskap, men er en norsk filial av et utenlandsk selskap som er underlagt aksjelovgivningen i Norge (Woxholth, 2014).

I enkelte land har det vært mulig å etablere aksjeselskap med en betydelig lavere minstekapital enn den vi hadde i Norge. Woxholth (2014) forteller at det i England var mulig å opprette aksjeselskap, såkalt Private Limited Company, med en minstekapital på bare 1 pund. Dette gjorde NUF-ordningen særlig attraktiv på det tidspunkt minstekapitalen i Norge var på hele 100 000 kr. Erfaringer fra skatteetaten viste imidlertid en betydelig kriminalitet knyttet til NUF-selskap, og at ordningen har medført et dårlig rykte for denne selskapsformen med økende mistillit fra banker, leverandører og kunder (Økokrim 2008-2009 side 37).

Endringene fra lovgives side har bidratt til en reduksjon av denne selskapsformen. Statistikk fra SSB viser en klar nedgang i antall registrerte NUF i 2017 sammenlignet med tidligere år. I 2017 ble det opprettet totalt 811 NUF, mens tall fra 2016 viser totalt 1011 registrerte NUF (Brønnøysundregistrene, 2018).

Alle aksjeselskap har som hovedregel revisjonsplikt etter Lov om revisjon og revisorer av 15. januar 1999 nr. 2 § 2-1 første ledd. Aksjelovens § 7-6 første ledd gir imidlertid små

aksjeselskap muligheten til å beslutte at selskapets årsregnskaper ikke skal revideres etter revisorloven dersom følgende vilkår er oppfylt:

- Driftsinntektene av den samlede virksomheten er mindre enn fem millioner kroner.
- Selskapets balansesum er mindre enn 20 millioner kroner.
- Gjennomsnittlig antall ansatte ikke overstiger ti årsverk.

Fravalget av revisjonsplikten ble forenklet gjennom Prop. 112 L (2016-2017). Bakgrunnen for forenklingen var basert på regjeringens forslag om modernisering og forenkling av aksjelovgivningen. Forenklingen i revisjonsplikten medfører mindre utgifter for små aksjeselskap som igjen har gjort denne selskapsformen mer attraktiv.

Bakgrunnen for bestemmelsen

Aksjeloven ble sist revidert i 1996 og opphevet den dagjeldende aksjeloven av 1976.

Aksjeselskap skal etter asl § 3-4 «til enhver tid ha en egenkapital og likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen og omfanget av virksomheten i selskapet». Formålet med bestemmelsen i asl § 3-4 er å verne selskapets kreditorer og aksjonærer. Bestemmelsen skal virke preventivt ved å bidra til at selskapets egenkapital og likviditet ikke synker under et forsvarlig nivå (Bråthen, 2004). Videre kan bestemmelsen medvirke til at styret forvalter selskapets midler på en betryggende måte slik at betydelige tap ikke oppstår.

Handlingsplikten i asl § 3-5 inntreder dersom egenkapitalen er lavere enn hva som er forsvarlig ut fra risikoen ved, og omfanget av virksomheten. I et slikt tilfelle, pålegger loven styret å straks behandle saken, samt innen rimelig tid innkalle generalforsamlingen og foreslå tiltak som skal bringe egenkapitalen til et forsvarlig nivå. Handlingsplikten behandles nærmere i senere kapitler.

Plikten til å foreta en vurdering av selskapets økonomiske stilling fantes allerede i aksjeloven av 1976 gjennom blant annet § 11-12 som påla styret i selskapet en aktivitetsplikt dersom balanseført egenkapital var sunket til en tredel eller mindre av aksjekapitalen. Aksjeloven av 1976 § 8-7 påla også styret et generelt ansvar for forvaltningen av selskapet, og for en tilfredsstillende organisering av selskapets virksomhet. Forarbeidene (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 49 og NOU 1996:3 side 3) presiserer at en viktig del av forvaltningsansvaret er å «sørge for at virksomheten til enhver tid tilpasses det som, ut fra

risikoen ved og omfanget av virksomheten, er forsvarlig i forhold til egenkapitalen i virksomheten».

Forvaltningsansvaret etter § 8-7 i aksjeloven av 1976, ble i aksjeloven av 1997 videreført gjennom § 6-12 første ledd andre punktum, hvor det heter at «styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten». Forarbeidene (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996) ga imidlertid uttrykk for et behov for ytterligere forpliktelser i forvaltningsansvaret som ville innebære strengere oppmerksomhetskrav og føre til et styrket kreditorvern. Det ble således foreslått å innføre et generelt krav om at egenkapitalen til enhver tid skal være forsvarlig ut fra risiko og omfang av selskapets virksomhet. Departementet mente kravet til forsvarlig egenkapital var en så viktig del av forvaltningsansvaret at det var behov for å konkretisere dette gjennom en egen bestemmelse. Det fremgår av forarbeidene at det var behov for en bestemmelse som klart ga uttrykk for styrets plikt til å holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling. Utvalget påpekte at dette i utgangspunktet lå innenfor ledelsens alminnelige plikter etter loven, men kom frem til at det likevel var behov for en viss konkretisering (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 49).

Departementet mente videre at den gjeldende lovens vern av kreditorenes interesser måtte styrkes ytterligere (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 49 og Justis- og politidepartementet, 1994, side 74). Det ble blant annet vist til en økning i antall konkurser, hvor selskapets dekningsprosent i flere tilfeller var under 20 prosent (NOU 1992:92 side 37).

Lovgivers ønske om et sterkere kreditorvern bidro til å utforme bestemmelsen som en rettslig standard, som ga selskapets ledelse en påminnelse, og oppfordring, til å foreta løpende vurderinger av selskapets kapitalstatus. Kreditorenes interesser skulle særlig ivaretas ved at loven fremtvinger oppmerksomhet omkring styrets generelle aktsomhetsplikt hva gjelder selskapets soliditet og likviditet, samt styrets ansvar for forvaltning av selskapets midler i denne forbindelse (Bråthen, 2004). Forsvarlighetskravet etter asl § 3-4 skulle derfor fungere som et motstykke til ansvarsbegrensningen i asl § 1-2, og tjene som en skranke for selskapets adgang til å disponere selskapets midler.

I 2013 ble det igjen foretatt endringer i asl § 3-4 ved at kravet til likviditet eksplisitt kom til uttrykk. Departementet mente det ville være hensiktsmessig med en oppfordring om at selskapet måtte ha tilstrekkelig likviditet til å dekke sine forpliktelser (Justis- og

beredskapsdepartementet, 2013, side 77 og 78). Endringen skulle tydeliggjøre at forsvarlighetskravet innebærer en helhetsvurdering av selskapets samlede økonomiske stilling. Departementet påpekte igjen at dette forøvrig allerede lå under ledelsens alminnelige forvaltningsplikt, men at en inkludering av likviditetsaspektet først og fremst skulle ha en pedagogisk betydning. Inkluderingen av likviditetskravet ved forsvarlighetsvurderingen var ment som en påminnelse og en konkretisering av den eksisterende ordlyden i asl § 3-4.

Vurdering av forsvarlig egenkapital

«Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.» (Aksjeloven § 3-4)

Forsvarlighetskravet i aksjelovens § 3-4 oppstiller et generelt og skjønnsmessig krav til egenkapitalen og likviditeten i selskapet og har som nevnt sin viktigste funksjon gjennom å gi selskapets ledelse en påminnelse og oppfordring til å foreta løpende vurderinger av selskapets økonomiske situasjon og iverksette nødvendige tiltak (Justis- og politidepartementet, 1994, side 68).

Bestemmelsen i aksjelovens § 3-4 retter seg mot selskapet. Styret er etter asl § 6-12 ansvarlig for forvaltningen av selskapet og har det overordnede ansvaret for at kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet er oppfylt. Daglig leders underretningsplikt etter asl § 6-15 er sentral for styrets vurdering av om forsvarlighetskravet er oppfylt (Aarbakke, 2017). Etter bestemmelsen plikter daglig leder å holde styret i selskapet orientert om selskapets virksomhet, stilling og resultatutvikling, noe som gir grunnlag for styrets vurdering av forsvarlighetskravet. Bråthen (2004) legger vekt på at forsvarlighetsvurderingen må skje med utgangspunkt i styrets kunnskap og informasjon på tidspunktet for vurderingen, og at regelen ikke skal være gjenstand for etterpåklokskap.

Dersom egenkapitalen i selskapet ikke oppfyller kravet i 3-4, pålegges selskapets styre en handleplikt etter asl § 3-5 til å iverksette tiltak for å rette på forholdet (Aarbakke, 2017). Aksjelovens handleplikt etter § 3-5 redegjøres for senere i oppgaven.

Overtredelse av asl § 3-4 vil kunne medføre erstatningsansvar etter asl § 17-1, og eventuelt straffeansvar etter asl § 19-1 for både medlemmer av selskapets ledelse og aksjonærer.

Ordlyden i asl § 3-4 omfatter derfor andre selskapsorganer enn bare styret i selskapet, og kan således ha betydning for aksjonærer og andre i selskapets ledelse (Aarbakke, 2017).

I vurderingen av selskapets kapitalgrunnlag og økonomiske stilling er det ikke nok å se på egenkapitalens størrelse isolert sett. Selskapet må vurdere forholdet mellom egenkapitalen og gjelden, gjeldens sammensetning og vilkår som knytter seg til selskapets forpliktelser (Aarbakke, 2017). Selskapets likviditet er sentral for vurderingen og gir et uttrykk for selskapets evne til å betjene sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Aarbakke, 2017). Ifølge Bråthen (2004) må utgangspunktet være at selskapet skal ha en likviditet som er tilpasset den virksomheten selskapet driver, slik at det er sannsynlig at selskapets forpliktelser vil kunne bli oppfylt etter hvert som de forfaller.

I forsvarlighetsvurderingen er det den reelle verdien av egenkapitalen og forpliktelsene som er avgjørende, jf. NOU 1996:3 side 102, Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52 og Justis- og politidepartementet, 2006, side 19-20. Dersom selskapet har eiendeler eller forpliktelser som ikke fremgår i balansen, eller som er oppført med en verdi som ikke svarer til den reelle verdien, er det den reelle verdien som skal legges til grunn (Aarbakke, 2017).

Forarbeidene legger vekt på at dersom selskapet mener de har en egenkapital som er høyere enn den balanseførte verdien må dette bero på en forsvarlig vurdering (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52).

Når styret skal vurdere egenkapitalen i selskapet må de ta hensyn til de vilkår som knytter seg til selskapets forpliktelser. Kravet til egenkapitalen vil for eksempel reduseres dersom selskapet har ansvarlige lån eller gunstig langsiktig finansiering jf. NOU 1996:3 side 102. Sentralt i vurderingene står også selskapets rentebetingelser ovenfor kreditorene, og eventuelle forsikringer jf. (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52).

Etter bestemmelsen i asl § 3-4 skal styret i tillegg ta hensyn til risikoen ved den virksomheten selskapet utøver. Dette innebærer at det må stilles strengere krav til egenkapitalgrunnlaget og likviditeten dersom virksomheten er særlig risikoutsatt, i motsetning til selskap som i liten grad er utsatt for uventede svingninger i markedet (NOU 1996:3 side 102 og 146).

Omfanget av selskapets virksomhet er også relevant for styrets vurdering etter asl § 3-4. Ifølge lovforarbeidene må styret vurdere om en eventuell utvidelse av virksomheten kan baseres på fremmedkapital eller om det er behov for å styrke egenkapitalen i selskapet (NOU

1996:3 side 102). Utredningen presiserer at en utvidelse av virksomheten ofte må følges opp av en styrkning av egenkapitalgrunnlaget, noe som også må tas hensyn til ved vurderingen av forsvarlighetskravet (NOU 1996:3 side 146).

Kravet til en forsvarlig egenkapital vil imidlertid også komme inn som en skranke for adgangen til å foreta utdelinger fra selskapet etter asl kapittel 8 (Aarbakke, 2017). Dette har betydning for om det kan utdeles utbytte, og omfanget av utbytteutdelingen jf. asl § 8-1 fjerde ledd. Forsvarlighetskravet etter asl § 3-4 vil i tillegg ha betydning for i hvilken grad selskapet kan erverve egne aksjer jf. asl § 9-2 andre ledd og om det kan foretas kapitalnedsettelse etter asl § 12-2 annet ledd (Bråthen, 2004). Kravet om forsvarlig egenkapital kommer derfor inn som et tillegg til de begrensninger som ellers følger av reglene om aksjeselskapets bundne egenkapital jf. asl § 3-1 til § 3-3 (Bråthen, 2004). Videre er også selskapets likviditet her et sentralt moment som *«særlig bør få betydning i forbindelse med vurderingen av om det skal utbetales utbytte eller foretas andre utdelinger»* (Justis- og beredskapsdepartementet, 2013, side 77, avsnitt 5.10.4).

I styrets vurdering av forsvarlig egenkapital og likviditet, er det avgjørende at selskapet forventes å fortsette driften jf. Lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56 (rskl) § 4-5. Forutsetningen om fortsatt drift legges til grunn dersom det fremkommer som mest sannsynlig at selskapet er i drift og vil fortsette sin virksomhet i overskuelig fremtid (ISA 570, 2009). Dersom det derimot forventes en avvikling av selskapet, må dette legges til grunn (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52).

Av aksjelovens § 3-4 fremgår det at egenkapitalen og likviditeten skal være forsvarlig «til enhver tid». Dette innebærer at styret i selskapet må foreta fortløpende vurderinger av selskapets økonomiske situasjon, og kan ikke nøye seg med slike vurderinger kun i forbindelse med utarbeidelse av årsregnskapet (Aarbakke, 2017). Lovforarbeidene gir imidlertid ikke uttrykk for hvor hyppig vurderingene skal gjøres, men at det må avhenge av omstendighetene vedrørende virksomheten i selskapet (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 55). Daglig leders rapportering til styret jf. asl § 6-15 kan som nevnt være avgjørende, og situasjonen i selskapet kan tilsi en tett og hyppig oppfølging fra daglig leder om selskapets økonomiske situasjon (Aarbakke, 2017).

I en sak fra 2016 kom Høyesterett frem til at ledelsen i aksjeselskapet Håheller Utvikling AS var erstatningsansvarlig overfor en kontraktspart i henhold til aksjelovens § 17-1 (HR-2016-1440-A, avsnitt 49). Saken illustrerer viktigheten av å sørge for forsvarlig kapitalisering av aksjeselskapet og ledelsens ansvar i den forbindelse. I dommen kom det frem at forsvarlighetskravet må knyttes til de forhold som fremstår på vurderingstidspunktet. Aarbakke (2017) presiserer likevel at selskapets ledelse ikke kan nøye seg med en ren statisk vurdering av forsvarlighetskravet, men at ledelsen i selskapet både har en plikt og rett til å ta hensyn til en forventet fremtidig utvikling. Lav egenkapital på vurderingstidspunktet behøver ikke nødvendigvis å tilsi at den er uforsvarlig lav dersom selskapet har berettigede forventninger om at situasjonen vil bedre seg i nær fremtid. Slike tilfeller er svært vanlige i en oppstartsfase, hvor det ifølge forarbeidene vil kunne være forsvarlig å akseptere underskudd og synkende egenkapital i en overgangsperiode frem til selskapet kommer inn i en normal og lønnsom drift (NOU 1996:3, side 146).

Egenkapital

Egenkapitalen beregnes til den størrelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld. Dersom selskapet står i en situasjon hvor gjelden i selskapet er større enn egenkapitalen vil det si at selskapet har en negativ egenkapital (Andenæs, 2006). Begrepet egenkapital er i utgangspunktet en regnskapsmessig størrelse, men den har også selskapsrettslig betydning i ulike sammenhenger. Begrepene egenkapital og fremmedkapital (gjeld) er et uttrykk for hvordan selskapet er finansiert og forholdet mellom disse gir uttrykk for selskapets soliditet (Andenæs, 2006).

Den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen fremkommer i årsregnskapets balanse, jf. regnskapsloven § 6-2 post C. Lovbestemmelsen inndeler egenkapitalen i innskutt egenkapital og opptjent egenkapital. Innskutt egenkapital inkluderer selskapskapital, overkursfond og annen innskutt egenkapital. Opptjent egenkapital omfatter fond, og annen egenkapital som viser overskuddet fra virksomheten beholdt i selskapet.

C. Egenkapital

I. Innskutt egenkapital

- 1. Selskapskapital**
- 2. Overkursfond**
- 3. Annen innskutt egenkapital**

II. Opptjent egenkapital

- 1. Fond**
- 2. Annen egenkapital**

Figur 4: Oppstilling av egenkapital jf. Regnskapsloven § 6-2 post C.

Det kan i enkelte tilfeller oppstå uoverensstemmelser med den balanseførte verdien av egenkapitalen og dens virkelige verdi i aksjeselskap. Eksempler på slike tilfeller inntreffer blant annet ved vurdering av selskapets omløpsmidler. Etter regnskapsloven § 5-2 skal «omløpsmidler vurderes til laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi». De balanseførte verdiene av omløpsmidlene kan altså ha en høyere verdi enn det som vises av de regnskapsmessige størrelser. I en periode med stigende priser kan dette ifølge Andenæs (2006) bety at de regnskapsmessige verdiene ligger lavere enn den virkelige verdien. Det er derfor viktig at selskapet forsøker å identifisere merverdier i omløpsmidlene for å kunne ta stilling til egenkapitalens forsvarlighet.

Regnskapslovens vurderingsregler vedrørende anleggsmidler kan også være gjenstand for verdivurderingsforskjeller. Anleggsmidler skal vurderes til anskaffelseskost etter rskl § 5-3, som er kjøpspris, fratrukket kostnader for innkjøpte anleggsmidler, jf. rskl § 3-4. Videre skal disse avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan som følge av verdiforringelse, jf. rskl § 5-3. Har selskapet eksempelvis ervervet et forsyningskip i en periode hvor nedgangen i markedet var stor og prisene lave, kan den virkelige verdien av fartøyet være større enn den balanseførte verdien, dersom markedssituasjonen i en senere periode forbedres. Dersom selskapet bedømmer den reelle egenkapitalen som høyere enn den balanseførte, må dette bero på grundige og samvittighetsfulle vurderinger (Bråthen, 2004).

I andre tilfeller kan selskapet stå ovenfor verdier i selskapet som tidligere har vært kostnadsført i regnskapet, men hvor det kunne vært adgang til balanseføring, jf. rskl § 5-6. Dette vil typisk være kostnader knyttet til forskning og utvikling (Bråthen, 2004).

Det knyttes større usikkerhet til goodwill, dersom selskapet velger å ta dette med i beregningen av egenkapitalen ved forsvarlighetsvurderingen. Goodwill fremgår ikke av balansen, men er «differansen mellom anskaffelseskost ved kjøp av en virksomhet og virkelig verdi av identifiserbare eiendeler og gjeld i virksomheten» (rskl § 5-7). Goodwill skal vurderes etter reglene for anleggsmidler, jf. rskl § 5-7. I utgangspunktet vil goodwill være en relevant størrelse ved vurdering av egenkapitalen, men ettersom den kan være vanskelig å verdsette, stilles det strenge krav til verdiens sannsynlighet (Bråthen, 2004). Dersom det foreligger et overtakelsestilbud fra et annet selskap som overstiger den balanseførte egenkapitalen i selskapet, kan dette danne grunnlaget for en forsvarlig vurdering (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52). Bråthen (2004) stiller seg kritisk til en slik vurdering og mener et overtakelsestilbud ikke uten videre kan oppfattes som et uttrykk for merverdier i selskapet. Dette fordi en potensiell kjøper vil i sitt tilbud kunne inkludere synergieffekter ved sammenslåingen, noe som ikke sier noe om det aktuelle selskapets egenkapital. Det er derfor viktig at dersom styret er i tvil om selskapets reelle egenkapital, inkludert goodwill, kan de normalt holde seg til den balanseførte verdien (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52).

Bråthen (2004) påpeker at dersom selskapet mener det har en høyere reell egenkapital enn hva som fremgår i balansen, må dette ha grunnlag i en forsvarlig vurdering. Merverdiene utover den balanseførte egenkapitalen må kunne dokumenteres eller sannsynliggjøres, og bør være av betydelig karakter dersom de skal tas i betraktning (Bråthen, 2004).

Selskapets forpliktelser må også være gjenstand for liknende vurderinger når egenkapitalens størrelse skal vurderes. Selskapet kan oppleve situasjoner hvor forpliktelser som ikke fremkommer av balansen må omfattes i egenkapitalgrunnlaget. Dette kan for eksempel gjelde kausjonsansvar og garantier som bare fremgår i selskapets årsregnskap gjennom noteopplysninger (Bråthen, 2004).

Avgjørende momenter for vurderingen av selskapets gjeld er både hvor sikre forpliktelsene er og forfallstidspunktet (Bråthen, 2004). Vurderingen av om selskapet er i stand til å oppfylle forpliktelsene i nær fremtid er enklere enn dersom forpliktelsene forfaller lengre frem i tid. Selskapets mulighet til å gjøre opp forpliktelser i nær fremtid bør derfor veie tungt i vurderingen av selskapets forpliktelser (Bråthen, 2004).

Selskapets finansieringssituasjon vil være relevant for vurderingen, herunder forfallstidspunkt og vilkår for selskapets gjeld. Finansiering gjennom ansvarlige lån, der långiver fraviker sin rett til tilbakebetaling kan også tilsi at en ellers lav egenkapital kan være innenfor en forsvarlig ramme (Rt. 1996 side 672). Liknende tilfeller finnes dersom selskapet har garanti fra aksjonærer eller selskap i samme konsern, jf. NOU 1996:3 side 102. Jo større grunnlag selskapet har til å anta tilførsel av egenkapital ved behov, desto tyngre vekt kan ilegges dette momentet. Departementet mener også det er riktig å legge vekt på i hvilken grad selskapet er forsikret mot eventuelle erstatningsansvar og viser til at dette bør blir fanget opp gjennom risikovurderingen som bestemmelsen i asl 3-4 henviser til verdien (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52).

Likviditet

Aksjelovens krav til forsvarlighet gjelder ikke bare for egenkapitalen i selskapet.

Aksjeselskap må i tillegg ha en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet, jf. asl § 3-4. Likviditeten gjenspeiles i selskapets kontantstrøm og sier noe om betalingssevnen, altså evnen til å møte løpende økonomiske forpliktelser etter hvert som de forfaller (Kristoffersen, 2005, side 396). Likvide midler dreier seg ofte om penger i form av bankinnskudd eller kontanter, og omfatter også andre formuesgoder som enkelt kan omgjøres i penger.

Likviditetsvilkåret ble innført som et nytt begrep i lovteksten ved lovendring i 2013 (Lov om endring i aksjelovgivningen mv. av 14.juni 2013 nr 40). Styrets plikt til å påse at selskapet har en forsvarlig likviditet var allerede ansett å følge av styrets alminnelige plikt til å sørge for en forsvarlig forvaltning av selskapet (Justis- og beredskapsdepartementet, 2013, side 77).

Begrepet ble likevel innlemmet i bestemmelsen, først og fremst av pedagogisk betydning (Justis- og beredskapsdepartementet, 2013, side 77-78). Likviditetsvurderingen er videre sentral for om selskapet kan foreta utdelinger fra selskapet, jf. Justis- og beredskapsdepartementet, 2013, side 77, avsnitt 5.10.4. Aksjeloven § 8-1 regulerer selskapets adgang til å foreta utbytte fra selskapet. Etter asl § 8-1 fjerde ledd heter det at selskapet kan foreta utbytteutdelinger i den grad «det etter utdelingen har en forsvarlig egenkapital og likviditet».

Når styret skal vurdere om selskapet har en forsvarlig likviditet, bør de ta utgangspunkt i selskapets egenkapital for så å påse at en tilstrekkelig grad av denne er likvid. I en dom avsagt i lagmannsretten (LA-2007-37537) mente retten at likviditetsvurderingen må ta utgangspunkt i forholdet mellom lettere omsettelige egendeler og selskapets kortsiktige gjeld.

Likviditeten i et selskap vil til enhver tid være i konstant endring og kan fortelle noe om selskapets omsetning og generelle økonomi. Er fortjenestemarginen i selskapet godt, vil høy omsetning ofte resultere i en sterk likviditet. Utfordringene oppstår gjerne når selskapet opplever uventede forpliktelser eller store markedssvingninger. Fallet i oljeprisen er et tydelig eksempel på hvordan råvareprisen og endringer i markedet lett kan påvirke selskapets likviditet.

Behovet for likvide midler påvirkes av selskapets forpliktelser. Markedssituasjonen for oljeservicenæringen de siste fire årene har økt risikoen for at likviditeten i selskapene reduseres under et forsvarlig nivå. Færre kontrakter for oljeserviceselskapene og lav oljepris med økende fartøy i opplag, påvirker offshoreselskapets likviditet. Når selskapets kontrakter utløper, må selskapet foreta nødvendige endringer i organisasjonen slik at likviditeten ikke synker under et forsvarlig nivå.

For å konstatere om egenkapitalen og likviditeten er lavere enn forsvarlig, er det ikke tilstrekkelig å kun se på egenkapitalen og likviditeten isolert sett. Andre faktorer kan også være nødvendige for å gi et tydeligere bilde av selskapets økonomiske situasjon. Sentralt i vurderingen står selskapets likviditet og kontantstrømmer (Bråthen, 2004). Dersom selskapet blir tilført likvider i løpet av en bestemt periode, som for eksempel ved salg av anleggsmidler, kan en tilsynelatende lav egenkapital likevel være forsvarlig.

Dersom selskapet må tære på egenkapitalen for å betjene sine løpende forpliktelser etter hvert som de forfaller, er dette et klart signal på at likviditeten er svak. Egenkapitalen er ofte bundet opp i langsiktige investeringer, og skiller seg fra likvide midler ved å være vanskeligere å realisere. I oljeservicenæringen har vi sett utallige eksempler på hvordan offshorerederiene har måttet selge sine forsyningsfartøy for å kompensere for lav inntjening fra driften. Viking Supply Ships AS måtte for eksempel selge tre av sine forsyningskip i juni 2018 for å få tilgang på likvide midler. Salget medførte et tap på rundt 100 million kroner, og viser selskapets trang for å bedre kontantstrømmen slik at de kan betjene sine forpliktelser (Strandli, 2018).

Aksjeloven § 3-4 er skjønnsmessig utformet og pålegger styret å opptre aktsomt ved forsvarlighetsvurderingen ut fra informasjonen tilgjengelig på vurderingstidspunktet. Selskapet må foreta likviditetsvurderingen ut fra markedssituasjonen og forventingen om fremtidig inntjening ved hjelp av budsjetter og prognoser.

Forsvarlig

Lovteksten gir ingen nærmere veiledning i hva som ligger i at egenkapitalen og likviditeten i selskapet skal være «forsvarlig». Heller ikke lovens forarbeider gir en definisjon på forsvarlighetsbegrepet. Andenæs (2006) påpeker imidlertid at selskapet skal foreta en konkret og skjønnsmessig helhetsvurdering av selskapets samlede økonomiske stilling. Ifølge Bråthen (2004) må utgangspunktet være at selskapet skal ha en egenkapital og likviditet som er tilpasset den virksomheten selskapet driver, slik at det er sannsynlig at selskapets forpliktelser vil kunne bli oppfylt etter hvert som de forfaller.

En isolert bedømmelse av selskapets egenkapital og likviditet er ikke tilstrekkelig for å erklære at egenkapitalen og likviditeten er lavere enn forsvarlig, men Bråthen (2004, side 118) uttaler at dersom: *«egenkapitalen og likviditeten lavere enn virksomheten skulle tilsi, foreligger det et tungtveiende argument for at egenkapitalen og likviditeten er uforsvarlig lav.»*

Helhetsvurderingen av selskapets økonomiske stilling er kompleks, og beror på om selskapets egenkapital og likviditet kan ansees forsvarlig med henvisning til den konkrete risikoen ved og omfanget av virksomheten.

Tidspunkt for vurdering

Aksjeloven § 3-4 gjelder «til enhver tid», noe som setter krav til kunnskapen om egenkapitalen og likviditeten i selskapet.

Bestemmelsen er en rettslig standard og åpner for stor grad av skjønnsmessige vurderinger fra selskapets side (Aarbakke, 2017). Bestemmelsens innhold beror på hvordan den tolkes og anvendes over tid. Vurderingsmomenter kan tolkes ulikt og vektlegges forskjellig i hvert enkelt tilfelle, noe som gjør denne bestemmelsen særlig fleksibel. Bestemmelsens skjønnsmessige art innebærer at hvert enkelt selskap må gjøre selvstendige vurderinger for

hva som kan regnes som en «forsvarlig» egenkapitalstørrelse basert på den virksomheten selskapet driver og når vurderingen bør gjennomføres. At egenkapitalen og likviditeten skal være forsvarlig «til enhver tid» innebærer ifølge Aarbakke (2017, side 184) at selskapet må foreta fortløpende vurderinger av selskapets økonomiske situasjon. Andenæs (2006) presiserer imidlertid at begrepet ikke er begrenset til å gjelde bestemte stadier i selskapets liv, eller bestemte beslutningstyper. Hvor hyppig og grundig vurderingene utarbeides, vil avhenge av omstendighetene rundt selskapets virksomhet (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 55).

Bråthen (2004) legger vekt på at forsvarlighetsvurderingen må skje med utgangspunkt i styrets kunnskap og informasjon på det tidspunktet hvor vurderingen foretas, og at regelen ikke skal være gjenstand for etterpåklokskap.

Kravet om forsvarlig egenkapital og likviditet kommer særlig til anvendelse i de tilfeller der selskapet må iverksette tiltak for å gjenopprette selskapets egenkapital og likviditet for å komme i overensstemmelse med asl § 3-4 (Andenæs, 2006). Dersom selskapet gjennomgår restruktureringer på grunn av tapt egenkapital, følger det av asl § 3-4 at refinansieringen må sørge for at selskapets egenkapital og likviditet gjenoprettes til et forsvarlig nivå.

Restruktureringen må derfor sørge for at selskapet blir tilført tilstrekkelig midler slik at forsvarlighetskravet etter asl § 3-4 blir overholdt.

Andenæs (2006) trekker frem en sak fra 1978 om Tandberg Radiofabrikk AS som slet økonomisk, og hadde behov for betydelig kapital dersom selskapet skulle unngå konkurs. Selskapet ble restrukturert flere ganger i løpet av få år uten at det bedret situasjonen for selskapet. Det ble stilt spørsmål om selskapet sørget for at restruktureringen virkelig ga selskapet tilstrekkelig midler slik at de oppfylte kravet om en forsvarlig egenkapital og likviditet. Bestemmelsen i asl § 3-4 er ikke i denne sammenheng relevant da dagens lovgivning ikke gjaldt. Likevel ser vi tilsynelatende flere slike eksempler i offshorenæringen den siste tiden. Fra selskapets årlige rapporter kan vi blant annet lese at Simon Møkster AS har gjennomgått flere restrukturingsprosesser i løpet av de siste fire årene. Det er derfor relevant å se nærmere på hvordan norske offshoreselskaper vurderer asl § 3-4 under restrukturingsprosessene.

Omfang og risiko

«Egenkapitalen og likviditeten må være tilstrekkelig til at den minst balanserer risikoen og omfanget av virksomheten. Hvor balansepunktet er, beror på om egenkapitalen og likviditeten er «forsvarlig». For eksempel kan en ellers svak likviditet likevel være forsvarlig dersom selskapet har klare forventinger om nye kontrakter basert på en nøktern vurdering og forsvarlig saksbehandling» (Bråthen, 2004, side 116)

Forsvarligheten etter asl § 3-4 skal vurderes ut fra «risikoen ved og omfanget av virksomheten», som gjerne henger sammen med hverandre. For eksempel vil en større bedrift med et stort antall ansatte være mer risikoeksponert enn et mindre selskap med få ansatte. For aksjeselskap er begrepet risiko gjerne forbundet med muligheten for økonomiske tap. Selskapets risikoeksponering er derfor viktig for vurderingen av om selskapets egenkapital og likviditet er forsvarlig.

Selskap som opererer i bransjer hvor risikoen er stor, og innenfor volatile marked, må ha et større egenkapitalgrunnlag enn selskap som operer i bransjer som er lite påvirket av konjunkturer og markedsmessige svingninger (NOU 1996:3 side 102 og 146). Dette gjelder særlig i oljebransjen som gjennom de siste 30 årene har sett store svingninger i markedet. Selskap som driver innenfor slike bransjer må ha en betydelig kapitalbuffer for å kompensere for risikoeksponeringen. Også i bransjer som opplever store sesongsvingninger vil det være viktig med en høy egenkapital og likviditet for å komme seg gjennom lavsesongen. Et rederi som opererer i offshorenæringen opplever i vintersesongen lavere etterspørsel etter tjenester. Dette skyldes i stor grad vær-situasjonen i vintermånedene. Aktivitet i Nordsjøen på vinterstid er ofte risikofylt grunnet hardt vær. Oljeselskapene som tilbyr tjenestene i markedet trapper derfor ned aktiviteten offshore. Offshorerederiene kan derfor forvente lavere etterspørsel på denne delen av året.

Har selskapet en diversifisert selskapsstruktur, hvor de opererer i ulike marked og dermed sprer risikoen på flere forretningsområder, kan dette være faktorer som minsker risikoeksponering.

Loven og forarbeidene forteller ellers lite om hva som ligger i at vurderingen etter asl § 3-4 skal være forsvarlig ut fra risikoen ved virksomheten i selskapet. Revisjonsstandardene ISA

315 jf. ISA 330 kan i et slikt tilfelle gi relevant veiledning om hva som ligger i dette begrepet (Bråthen, 2004). ISA står for «International Standard on Auditing», og inneholder en rekke internasjonale standarder som er ment som veiledning for profesjonelle revisorer. ISA 315 omhandler revisors oppgaver og plikter til å identifisere og anslå risikofaktorer internt og eksternt i selskapet. Standard A 25 angir forhold som er viktig for å vurdere relevante bransjemessige forhold. Viktige forhold etter standarden er:

- Markedet og konkurranseforholdene, herunder etterspørsel, kapasitet og priskonkurranse.
- Periodiske eller sesongavhengige aktiviteter.
- Produktteknologi forbundet med enhetens produkter.
- Energiforsyning og -kostnader.

Selskapets egenkapital og likviditet skal også være forsvarlig ut fra omfanget av virksomheten. Et stort selskap vil i de fleste tilfeller ha større kapitalbehov enn et mindre selskap (Bråthen, 2004). Det er også relevant om selskapet er i en situasjon med ordinær drift eller om det skjer endringer i virksomheten, for eksempel ved utvidelser eller ved sammenslåinger. Er selskapet i en oppstartsfase vil det ofte påløpe ekstra kostnader knyttet til etablering i markedet. Dette er momenter som må tas i betraktning i forbindelse med egenkapitalen og likviditetens forsvarlighetsvurdering. En midlertidig svak egenkapital og likviditet i perioder hvor selskapets befinner seg i en «unormal» driftsfase tas hensyn til i vurderingen.

Selskapets størrelse, som antall kontor, avdelinger, ansatte, eller omsetningsstørrelse kan ytterligere si noe om omfanget av virksomheten. Selskapets omfang kan være relevant i vurderinger dersom selskapet ønsker å utvide virksomheten. Styret må da vurdere om utvidelsen kan baseres på fremmedkapital eller om det er behov for å styrke selskapets egenkapital, jf. NOU 1996:3 side 102.

Handleplikten etter aksjeloven § 3-5

Aksjelovens § 3-5 første ledd pålegger styret en handleplikt dersom egenkapitalen blir lavere enn hva som er forsvarlig ut fra selskapets omfang og risiko. Tidligere inntraff også handleplikten for aksjeselskaper når egenkapitalen sank under halvparten av aksjekapitalen fastsatt i vedtektene jf. asl § 2-2 første ledd nr 5 og § 3-1 (Lov om endring i

aksjelovgivningen mv. av 16. juni nr. 71). Dette er imidlertid fortsatt gjeldende rett for allmennaksjeselskap, jf. asal § 3-5 første ledd.

Handleplikten etter asal § 3-5 innebærer at styret straks skal behandle saken, og innen rimelig tid kalle generalforsamlingen inn for en redegjørelse av selskapets økonomiske stilling, dersom det må antas at egenkapitalen er uforsvarlig lav. I dom avsagt i Agder lagmannsrett 31. januar 2008 presiseres det at handleplikten oppstår «fra det tidspunkt det «må antas» at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig» (LA-2007-37537, side 14). Videre heter det at dersom selskapet ikke har en forsvarlig egenkapital i samsvar med asal § 3-4, skal styret på generalforsamlingen foreslå tiltak for å rette på dette. Finner ikke styret grunnlag til å foreslå tiltak, eller dersom foreslåtte tiltak ikke lar seg gjennomføre, skal styret foreslå selskapet oppløst, jf. asal § 3-5 andre ledd.

Handlingsplikten i asal § 3-5 avløste aksjeloven av 1976 § 11-12 fjerde ledd. Formålet med denne endringen var å kreve en mer kontinuerlig oppmerksomhet fra styret angående egenkapitalsituasjonen (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 54). Endringen innebar en skjerping av styrets ansvar når selskapet befinner seg i en økonomisk situasjon hvor det er reell risiko for at det vil inntreffe en økonomisk krise.

Hensikten med regelen i asal § 3-5 er at styret og generalforsamlingen skal kunne iverksette tiltak i tide for å redde selskapet og sikre kreditorenes interesser (Bråthen, 2004). Dette ble også presisert i en dom avsagt i Bergen Tingrett (Saksnr. 15-069325TVI-BERG/01, side 45) der retten beskriver at formålet med bestemmelsen er å kunne gjenopprette selskapets økonomiske situasjon og for å begrense skadeomfanget.

Handleplikten er pålagt styret i selskapet, da det er styret som har det overordnede ansvar for forvaltningen av selskapet etter asal § 6-12. Det følger også av asal § 6-12 tredje ledd at styret i den forbindelse skal holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling. Derfor er det styrets ansvar å ha en kontinuerlig oppmerksomhet rettet mot selskapets egenkapitalsituasjon. Styrets mulighet for å holde seg løpende orientert om selskapets økonomiske tilstand avhenger av daglig leders rapporteringsplikt ovenfor styret, hvor styret skal underrettes om selskapets virksomhet, stilling og resultatutvikling jf. asal § 6-15.

Departementet uttrykker at bestemmelsens utforming er ment å ivareta hensynet til klarhet og forutberegnelighet, og ønsket om å bidra til å skape fleksibilitet og tilpasningsmuligheter (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 54). Videre presiserer departementet at bestemmelsens omfang ikke kan ilegges urimelig tyngde:

«Dersom selskapets egenkapital etter det siste årsregnskapet er tilfredsstillende og det heller ikke i løpet av året inntreffer forhold som kan antas å ha vesentlig betydning for selskapets egenkapital, er det selvsagt ikke nødvendig for styret å foreta hyppige kontroller av egenkapitalen.» (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 54).

Dersom handleplikten inntreffer skal årsberetningen inneholde opplysninger om hvilke tiltak som er besluttet eller iverksatt for å sikre selskapets videre drift, eller om selskapet er besluttet oppløst, jf. rskl § 3-3 tredje ledd nr. 3 og rskl § 3-3 a syvende ledd nr. 3. Bryter styret med handleplikten etter bestemmelsen i asl § 3-5 kan styremedlemmene bli ilagt erstatningsansvar etter asl § 17-1 og eventuelt straffeansvar etter asl § 19-1. Har styret derimot opptrådt i overenstemmelse med handleplikten vil slike sanksjoner ikke komme til anvendelse.

Utgangspunktet for handleplikten i et aksjeselskap er som nevnt forsvarlighetsbestemmelsen i asl § 3-4. Likevel er ikke handleplikten i § 3-5 knyttet til en vurdering om selskapets likviditet. Bråthen (2004) poengterer at likviditetsbegrepet i asl § 3-4 først og fremst var ment som en påminnelse for styret at forsvarlighetsvurderingen omfatter både soliditet og likviditet, og at unnlattelsen ved å inkludere likviditetsbegrepet i reglene etter asl § 3-5 ikke betyr noe i praksis. I likhet med bestemmelsen i § 3-4, omfatter egenkapitalbegrepet reell egenkapital, og ikke den regnskapsmessige størrelsen (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 52).

Regelen i asl § 3-5 setter ingen bestemt frist for å innkalle generalforsamlingen dersom egenkapitalen viser seg lavere enn forsvarlig, men uttrykker at det må skje innen rimelig tid. Det at innkallelsesfristen ikke er nærmere bestemt, skyldes at styret må få tilstrekkelig tid til å sette seg inn i selskapets problemer, undersøke om selskapets utfordringer er forbigående og om styret selv, under sin alminnelige beslutningsmyndighet, kan iverksette tiltak som bedrer situasjonen (Bråthen, 2004).

Bestemmelsens adressat

Aksjelovens § 3-4 retter seg mot selskapet. Da ansvaret for forvaltningen av og tilsynet med selskapet påligger styret, er det først og fremst styret som må forholde seg til kravet som stilles av bestemmelsen i asl § 3-4.

Forvaltningsansvaret

Forvaltningen av selskapet hører under styret, jf. asl § 6-12 første ledd, første punktum. Forvaltningsansvaret omfatter i utgangspunktet hele selskapets virksomhet, og er gjeldende for både driften av selskapets forretning og enhver aktivitet innenfor selskapet (Andenæs, 2006).

Ansvaret innebærer en rett for styret til å forvalte selskapet innenfor deres kompetanse og myndighet, med unntak for avgjørelser som er lagt til andre organer. Selv i viktige beslutninger har styret, i kraft av sin alminnelige forvaltningskompetanse, mulighet til å treffe avgjørelser uten samtykke fra generalforsamlingen (Andenæs, 2006). Disse reglene bygger på prinsippet om at generalforsamlingen normalt har begrenset innsyn i selskapets virksomhet. Dette gjelder også for selskap med en eller få aksjonærer. I de øvrige nordiske landene involveres generalforsamlingen i større grad enn i Norge (Andenæs, 2006). I disse landene vil saker av avgjørende karakter og stor betydning for aksjonærene bli hørt av generalforsamlingen før eventuelle beslutninger tas. Liknende forslag har blitt fremmet for norske aksjeselskap, uten videre tilslutning (Justis- og politidepartementet, 1994, side 126-127).

Styrets myndighet omfatter både den forretningsmessige ledelsen av selskapets virksomhet, samt forvaltningen av selskapets ordinære saker, med mindre annet er fastsatt i aksjelovens øvrige bestemmelser (Woxholth, 2014). Forvaltningsansvaret innebærer å sørge for at selskapets virksomhet er i overensstemmelse med gjeldende lovgivning og vedtekter, samt de beslutninger truffet på selskapets generalforsamling. Woxholth (2014) poengterer videre viktigheten av styrets lojalitet ovenfor målsetningen om å opprettholde selskapskapitalen og sikre aksjeeiere maksimalt utbytte for sine investeringer. Videre viser Andenæs (2006) til at forvaltningen av selskapet er en plikt for styret, men presiserer at denne plikten er begrenset til å lede forvaltningen. Dette betyr derfor at styret ikke plikter å utføre all forvaltningen på egenhånd, men heller har et mer overordnet ansvar for dette.

En svært sentral del av styrets forvaltningsansvar er ifølge Woxholth (2014) å sørge for en forsvarlig organisering av selskapet jf. asl § 6-12 første ledd, annet punktum. Organiseringen av selskapet innebærer at det skal utarbeides rutiner og ordensregler i selskapet. Styret skal også sørge for at selskapets daglig leder får tilstrekkelige midler for å utføre sine oppgaver, herunder rekruttering av tilstrekkelig og kvalifisert personell. Selv om administrasjonen i hovedsak står for den detaljerte organiseringen av selskapets virksomhet er det ifølge Woxholth (2014) alltid styret som har det overordnede ansvaret for at organiseringen skjer på en forsvarlig måte. Styret vil normalt ansette daglig leder, med mindre slik kompetanse ligger under generalforsamlingens, eller eventuelt bedriftsforsamlingens, kompetanse og er fastsatt i selskapets vedtekter, jf. asl § 6-2 annet og tredje ledd, samt asal§ 6-2 annet ledd.

Styrets myndighet må som nevnt avgrenses mot de andre selskapsorganenes myndighet. Dette innebærer at styret må besitte den restkompetanse som er igjen når myndigheten ikke konkret er tillagt generalforsamlingen eller bedriftsforsamlingen (Woxholth, 2014). I enkelte saker er myndigheten delt mellom styret og generalforsamlingen, slik at vedtak i generalforsamlingen bare kan treffes etter forslag fra styret. Eksempler på slike saker finner vi blant annet gjennom utbyttereglene i aksjelovens § 8-2. I aksjeselskap som ikke har bedriftsforsamling, jf. asl § 6-4, har styret i selskapet et bredt myndighetsbegrep. Styret kan for eksempel, uten å rådføre seg med generalforsamlingen, inngå avtaler på vegne av selskapet om forhold som er av uvanlig art og betydelig omfang. Dette kan for eksempel gjelde opptak av lån, pantsettelser eller kjøp og salg av fast eiendom. Styrets vidtgående myndighet betinger at styret innehar forannevnte restkompetanse, slik at de har riktig kompetanse og gode forutsetninger til å forvalte virksomhet. Foruten de begrensinger som ligger innenfor lovbestemmelsene, der andre organer er tillagt forvaltningsmyndighet, må styret selvsagt holde seg innenfor rammene for prinsippet om myndighetsmisbruk, jf. asl § 6-28.

En annen del av styrets forvaltningsansvar består i å legge planer og budsjetter for selskapets virksomhet og fastsette retningslinjer for selskapet, jf. asl § 6-12 annet ledd. Styret må videre «holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling, og plikter å påse at dets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll», jf. asl § 6-12 tredje ledd. Woxholth (2014) mener dette forutsetter at det i selskapet etableres et rapporteringssystem som er tilpasset virksomhetens omfang og art, og poengterer at utarbeidelsen av dette ligger under styrets ansvar.

Organiseringen av selskapet har til hensikt å klargjøre de ulike selskapsdeltakernes rolle i virksomheten, fordele ansvarsområder, samt effektivisere driften av selskapet (Woxholth, 2014). Organiseringen skal ivareta flere interesser. Sentralt står forholdet til selskapets aksjonærer, som står som eiere av selskapets kapital, men også hensyn til de ansatte, samfunnet og særlig kreditorers interesser er hensyn som selskapet må ivareta (Freeman, R.E. & Reed, D.L., 1999).

Både eiernes og de ansattes interesser kan bli ivaretatt gjennom deltakelse i selskapets organer. Dette gjelder ikke for kreditorenes interesser, som må ivaretas gjennom plikt- og ansvarsreglene for selskapsorganene (Woxholth, 2014).

Styrets myndighet, oppgaver og ansvar etter aksjeloven er ifølge Woxholth (2014) vidtgående. Ansvar er regulert i lovens kapittel 17 om erstatningsansvar og kapittel 19 som omhandler straffeansvar. Aksjelovgivningen bygger på en ordning der myndigheten, oppgavene og ansvaret må sees i sammenheng. Dette fordi en viss myndighet er nødvendig for å kunne løse de oppgaver og oppfylle de plikter som loven pålegger. Misbruk av denne myndigheten kan medføre straffeansvar for de involverte. Woxholth (2014) mener derfor at aksjelovgivningen bygger på et grunnleggende prinsipp om at myndighet og ansvar henger sammen.

Styret har også en generell plikt til å sørge for at de forretningsmessige avgjørelsene er forsvarlige, noe som gjelder både saksbehandlingen og innholdet i avgjørelsene som treffes. Aksjeloven § 3-4 konkretiserer styrets plikt til å påse at selskapet til enhver tid har et kapitalgrunnlag som står i forhold til risikoen ved selskapet. Dette presiseres videre i asl § 3-5 som pålegger styret en handleplikt ved tap av egenkapitalen.

Tilsynsansvaret

Styrets tilsynsansvar fremgår av asl § 6-13, og innebærer å «føre kontroll og tilsyn med selskapet ledelse og virksomhet for øvrig». Dette er en svært sentral del av styrets ansvarsområde. Styrets middel for å holde seg orientert om selskapets virksomhet er først og fremst rapporter og redegjørelser utarbeidet etter asl § 6-15, som omhandler daglig leders plikter ovenfor styret. Andenæs (2006) påpeker videre at styret må søke å danne seg en

selvstendig oppfatning av selskapets tilstand og har, i kraft av asl § 6-12 fjerde ledd, adgang til å iverksette undersøkelser i selskapet.

Forvaltningsansvaret er det direkte ansvaret styret pålegges for dets egne forvaltning av selskapet, mens tilsynsansvaret retter fokus mot det ansvar styret har for de handlinger og unnlater selskapets underliggende organer har i forbindelse med forvaltningen av selskapets virksomhet. Tilsynet som føres gjelder derfor de oppgaver som ligger under den daglige ledelse, men som styret selv ikke direkte forestår.

Omfanget av tilsynsansvaret avhenger av arten ved og omfanget av selskapets virksomhet (Woxholth, 2014). En mer kompleks og utsatt virksomhet øker rekkevidden av tilsynsansvaret. I praksis dekker prinsippet ansvaret for å påse at den daglige ledelse har de egenskaper som er nødvendige for å drive selskapet. I tillegg dekker det ansvaret for å føre tilsyn med at de rutiner og oppgaver pålagt den daglige ledelse blir fulgt opp og er gjenstand for god kontroll.

Styrets ansvarsområde strekker seg også lengre enn ovennevnte bestemmelser. Vi finner ytterligere spesialbestemmelser om styrets gjøremål i aksjeloven, regnskapsloven og ligningsloven. Denne avhandlingen går imidlertid ikke nærmere inn på disse bestemmelser. For at styret på en effektiv måte skal kunne gjennomføre sitt forvaltnings- og tilsynsansvar, har styret en alminnelig instruksjons- og omgjøringsrett ovenfor de beslutninger foretatt av den daglige ledelse (Woxholth, 2014). I tillegg har styret en alminnelig myndighet og legitimasjon til å representere selskapet utad etter aksjelovens § 6-30. Dette innebærer blant annet at generalforsamlingen ikke kan omgjøre beslutninger tatt av styret som medfører at en godtroende tredjepart gjennom en avtale med selskapet er blitt tilsagt bestemte rettigheter, jf. asl § 6-33.

Generalforsamlingen

Det øverste selskapsorganet i et aksjeselskap er generalforsamlingen, som består av selskapets eiere. Gjennom generalforsamlingen utøver aksjeeierne den øverste myndighet i selskapet, jf. asl § 5-1 første ledd. Generalforsamlingen har en alminnelig instruksjons- og omgjøringsrett ovenfor styret, som i praksis betyr at eierne gjennom generalforsamlingen har adgang til å påvirke styringen av selskapet (Woxholth, 2014).

Som selskapets overordnede organ kan imidlertid generalforsamlingen beslutte at enkelte saksområder skal forelegges generalforsamlingen. Dette kan enten være vedtektsfestet eller skje gjennom en ordinær generalforsamlingsbeslutning. Det er likevel viktig at generalforsamlingen ikke overprøver styrets rolle, og fratrar styret dets alminnelige forvaltningsrett. I følge Andenæs (2006) kan denne grensen i noen tilfeller være vanskelig å balansere.

Daglig leder står for den daglige drift av selskapets virksomhet og skal følge de retningslinjer og pålegg som styret gir, jf. asl § 6-14 første ledd. I forhold til daglig leder og underorganene i virksomheten, skal styret ha en overordnet funksjon. Styret handler normalt via pålegg fra daglig leder, men har myndighet til å gripe inn om de ser behovet for dette. Det er styrets oppgave å avgjøre hvilke saker som faller utenfor daglig leders myndighet og står rettslig sett fritt til å gripe inn i alle ledd i virksomheten. Aarbakke (2017) sier likevel at styret ikke har anledning til å undergrave daglig leders rolle og frata den daglige lederen sin funksjon.

Generalforsamlingen er som nevnt selskapets øverste organ, men regnes likevel ikke med i selskapets ledelse. Dette kan leses ut fra lovens kapitteloverskrifter og inndelinger, jf. kapittel 5 som omhandler generalforsamlingen og kapittel 6 som omhandler selskapets ledelse med styret, daglig leder og eventuelle bedriftssamlinger (Woxholth, 2014).

Et av generalforsamlingens oppgaver i et aksjeselskap er valget av styret i selskapet, jf. asl § 6-3, som er et obligatorisk organ i alle aksjeselskap jf. asl § 6-1. Styret har det alminnelige forvaltningsansvaret og skal iverksette beslutninger tatt av generalforsamlingen, samt øvrige beslutninger i selskapets virksomhet.

Generalforsamlingen skal etter asl § 5-5 vedta årsregnskapet og årsberetningen gjennom den ordinære generalforsamlingen. Men som øverste organ har den også anledning, gjennom ekstraordinære generalforsamlinger, til å ta opp og fatte vedtak i enhver sak som omhandler selskapets virksomhet, jf. § 5-6.

Restrukturering og finansiell krise

Restruktureringer er avtaler som enten blir gjennomført på bakgrunn av gjeldende konkurslov i selskapets hjemland, eller gjennom private avtaler i henhold til avtalerettslige bestemmelser.

Enhver restrukturering er i utgangspunktet unik og varierer etter det aktuelle selskapets behov, historiske prestasjoner og utsikter for fremtiden.

Restruktureringsprosessen kan gjennomføres på mange ulike måter, men i hovedsak handler det om å fordele eventuelle tap mellom aksjonærer og de involverte kreditorer. Utfallet av restruktureringen kan ha ulik betydning for de ulike interessentene. Løsninger som gagnar selskapets aksjonærer kan eksempelvis ikke være like fordelaktig for kreditorene, og motsatt. Samt at de løsninger som kanskje er best for selskapet, ikke oppleves like fordelaktig for verken aksjonerende og kreditorene.

Finansiell krise

Finansiell krise er tilstanden et selskap befinner seg i når selskapet ikke lenger kan imøtekomme sine forpliktelser (Berk & DeMarzo, 2014). Tilstanden kan oppstå som følge av endrede forutsetninger i det operasjonelle eller det finansielle, som omhandler selskapets drift og finansieringen av denne. Faktorer som kan påvirke selskapets evne til å imøtekomme sine forpliktelser og således føre til en finansiell krise, kan eksempelvis være reduksjon i lønnsomhet, endrede markedsforhold eller økte renter. Risikoen for å bli utsatt for en finansiell krise kan måles ved hjelp av kredittrisikoen i selskapet. Berk & Demarzo (2014). Picker et al (2016) definerer kredittrisikoen som faren for mislighold på et finansielt instrument, og konstaterer at denne er spesifikk for hvert enkelt selskap.

Kredittrisikoen i et selskap påvirkes av to variabler. Den ene er evnen til å generere kontantstrømmer fra den operasjonelle driften, og den andre er omfanget av de finansielle forpliktelsene. Selskap som genererer høye kontantstrømmer i forhold til sine finansielle forpliktelser, vil i teorien ha en lavere kredittrisiko enn selskap som genererer lavere kontantstrømmer i forhold til sine finansielle forpliktelser. Selskap i bransjer som opererer i volatile marked, der svingningene er ustabile, vil ha en større kredittrisiko enn selskap som opererer i mer stabile marked (Damodaran, 2012).

Kredittrisikoen påvirkes også av kapitalstrukturen i selskapet, som består av selskapets finansiering. Høy gjeldsgrad betyr høyere finansiell gearing som fører til større usikkerhet og høyere risiko for tap. I et slikt tilfelle, vil mindre endringer i selskapets kontantstrøm få store konsekvenser for selskapets betalingsevne (Penman, 2010). Økt kredittrisiko gjenspeiles ofte i

kreditorenes tilbudte rente og gjeldsbetingelser ovenfor selskapet. I selskap der risikoen for mislighold ansees å være stor, vil kreditorene kreve høyere renter og strengere betingelser for sine lån til selskapet. Dette for å kompensere for risikoen de selv påtar seg dersom låntager ikke overholder sine betalingsforpliktelser.

Selskap som står ovenfor en finansiell krise vil i de fleste tilfeller pådra seg både direkte og indirekte kostnader. De direkte kostnadene knytter seg gjerne til den bistand og merarbeid en slik situasjon forårsaker, både gjennom økte advokat- og konsulentkostnader, men også ved økte administrative kostnader innad i organisasjonen. Utover dette knyttes også indirekte kostnader til en finansiell krise, ved for eksempel salg av eiendeler til betydelig reduserte priser i et forsøk på å øke selskapets likviditet, og ved tap av ansatte (Berk & DeMarzo, 2014). Et selskap i finansiell krise hvor kredittrisikoen er høy, vil derfor ha vanskeligheter med å tilføre nødvendig kapital for å komme seg ut av krisen. Forhandlinger med kreditorene om en restrukturering av gjeldsavtaler blir derfor avgjørende, og selskapets kredittrisiko og framtidsutsikter blir sentrale for utfallet av restruktureringen.

Konkurs eller restrukturering

Det finnes ulike øvelser for å måle selskapets sannsynlighet for å komme i en finansiell krise, med påfølgende konkurs eller restrukturering av selskapet, uten at denne avhandlingen vil gå nærmere inn på dette. Likevel er det en viktig forutsetning av dersom selskapets drift genererer høyere verdi enn likvidasjonsverdien, vil en restrukturering av selskapet være i den beste interesse for de involverte aktørene. Hvis selskapets drift i motsetning ikke genererer høyere verdi enn det selskapets eiendeler er verdt, vil den beste løsningen være å begjære selskapet konkurs og likvideres dets eiendeler. Dette støttes av investeringsdirektør Stig R. Myrseth i Dovre Forvaltning som skisserer to alternativer for å løse gjeldssituasjonen i norske offshorerederi:

«Den ene muligheten er regelrett konkurs, men det får man som regel ikke fordi verdien av fortsatt virksomhet i selskapet er større enn ved en ren likvidering. Muligheten da er at kreditorene må konvertere gjelden sin til egenkapital eller skyve på gjelden.» (Sundberg & Framstad, 2016)

Petersen et al. (2017) definerer likvidasjonsverdien av et selskap som en estimert nettoverdi av alle selskapets eiendeler dersom de blir solgt, fratrukket den tilhørende gjelden.

Konkurs

Kaldestad & Møller (2016, side 394) omtaler konkurs som et juridisk begrep hvor selskapet er insolvent. Insolvens innebærer at skyldner er både illikvid og insuffisient. Å være illikvid betyr at skyldner ikke har en tilstrekkelig kontantstrøm til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Situasjonen oppstår når den manglende betalingsevnen vedvarer i en lengre periode. Hvor lang periode det dreier seg om, er ikke definert i loven. Selv om skyldner er illikvid er ikke skyldneren insolvent, så lenge skyldnerens eiendeler til sammen har større verdi enn gjelden skyldneren er ansvarlig for. Dersom summen av alle selskapets eiendeler er lavere enn den tilhørende gjelden, er derimot skyldneren insuffisient. Når selskapet hverken har pengestrømmer nok til å dekke de løpende forpliktelsene over tid, og den totale gjelden i selskapet er høyere enn eiendelenes verdi, vil selskapet ikke være i stand til å gjøre opp for seg og regnes da som insolvent. Oppsummert betyr dette at skyldneren er insolvent når det ikke er tilstrekkelig dekning i selskapet for alle kreditorenes krav (Konkursrådet, 2012).

Restruktureringer

Restruktureringer kan knytte seg til både de operasjonelle og de finansielle delene av selskapet. Kort forklart retter fokuset seg på de ulike delene av balansen. De operasjonelle restruktureringene har fokus på å bedre lønnsomheten med utgangspunkt i selskapets eiendeler. Finansielle restruktureringer søker å bedre selskapets kapitalstruktur, gjerne gjennom forhandlinger med aktuelle kreditorer hvor fokuset er selskapets egenkapital og gjeld (Garrido, 2012). Petersen et al. (2017) mener at operasjonelle og finansielle restruktureringer overlapper hverandre. Dette fordi selskapets kreditorer ofte vil kreve endringer i driften av et selskap som er i en finansiell krise, selv om driften i utgangspunktet er positiv. Eksempler på tiltak under en operasjonell restrukturering kan være nedbemanning i selskapet eller kutt i investeringer. Slike tiltak baseres på strukturelle endringer i selskapet i et forsøk på å redusere kostnader, stabilisere kontantstrømmer og sikre en levedyktig økonomi (Arzac, 2015). Målet for de finansielle restruktureringene er å redusere gjeldsbyrden på selskapets kontantstrøm for å gjøre den konsistent med betalingsevnen (Arzac, 2005, side 243). Fokuset rettes mot kapitalstrukturen og selskapets finansiering, som består av gjeld og egenkapital.

Kapitalstrukturen

Et selskap har i hovedsak to ulike kilder til ekstern kapital; opptak av gjeld eller økt aksjekapital gjennom egenkapitalemisjoner. Selskapets samlede gjeld kan bestå av en rekke gjeldsinstrumenter, enten kortsiktige eller langsiktige. Gjelden kan være både sikret og usikret og ha ulik prioritet. Kreditorne stiller sikkerhet som pant i selskapets eiendeler, kausjoner eller gjennom andre garantier. De vanligste gjeldsinstrumentene hos norske offshorerederi er banklån eller kredittfasiliteter, obligasjoner, leverandørgjeld og utsatt/betalbar skatt.

Banklån

Banklån og kredittfasiliteter, som er et tilsagn om lånetrekk eller løfte om lån for å sikre likviditeten, har begge avtalte avdrag og renter (Aker, 2018). Slike avtaler benyttes gjerne av selskapet for å erverve en spesifikk eiendel, der kreditor kan stille sikkerheten for lånet gjennom pant i eiendelen (Petersen et al. 2017). Sikkerhet kan også gis ved kausjoner eller andre garantier som er avtalefestet mellom selskapet og kreditor. Fundamentet for fremmedkapital i selskapets kapitalstruktur dannes ofte av langsiktige lån med faste avdrag. Slike låneavtaler er svært vanlige innenfor oljeservicenæringen, og eksempler på dette kan være revolverende kredittfasiliteter og eksportkreditt med garantiordninger (GIEK, 2017).

Obligasjoner

Obligasjoner er et rentebærende lån som blir utstedt av selskapet og omsatt i markedet der investorer kan kjøpe deler av lånet. Dette gir obligasjonsinvestoren rett på kupong, og pålydende verdi ved forfall. Eksempler på obligasjoner kan være konvertible obligasjoner og nullkupongobligasjoner, som begge kan gis med og uten kjøps- og salgobligasjoner knyttet til lånet (Berk & DeMarzo, 2014).

Konvertible obligasjoner er lån som utstedes som gjeld, men hvor investoren også får muligheten til å konvertere deler eller hele lånet til aksjer etter en gitt pris. Denne typen obligasjoner er derfor en hybrid mellom egenkapital og gjeld (Berk & Demarzo, 2014). Nullkupongobligasjoner er lån som bare tilbakebetaler en gitt sum ved forfall (Berk & DeMarzo, 2014). Kjøpsopsjoner gir debitor retten til å kjøpe tilbake lånet innenfor en gitt tidsramme, mens salgopsjoner gir kreditor retten til å selge lånet (Bodie et al., 2014)

Hvordan disse gjeldsinstrumentene skal klassifiseres i balansen avhenger av gjeldsbetingelsene. En konvertibel obligasjon kan i realiteten være tilnærmet identisk annen egenkapital fordi de tilsynelatende har sammenfallende egenskaper, for eksempel retten til dividende. Informasjonssymmetrien ved utstedelse av ny egenkapital og faren for finansiell krise gjør at konvertibel gjeld er et attraktivt alternativ til ny egenkapital eller gjeld (Stein, 1992).

Egenkapital

Kapitalen i et aksjeselskap består som nevnt av fremmedkapital og egenkapital. Egenkapital inndeles i innskutt og opptjent egenkapital etter regnskapslovens § 6-2 bokstav C, I og II. Aksjekapital klassifiseres som innskutt kapital, jf. regnskapsloven §6-2 bokstav C, I 1. Selskapet kan gjennom en kapitalforhøyelse skyte inn egenkapital i selskapet, enten ved nytegning av aksjer mot innskuddsplikt, eller ved en fondsemissjon hvor aksjekapitalens pålydende økes uten at ny kapital innbetales (Woxholth, 2014).

Kapitalforhøyelse ved fondsemissjon er regulert etter bestemmelsene i aksjelovens § 10-20, og forutsetter ikke innbetaling av ny aksjekapital. Fondsemissjoner gjennomføres ved at de enkelte aksjenes pålydende økes eller ved at aksjeeierne gis nye aksjer. Ifølge Woxholth (2014) er således fondsemissjon en intern allokering av selskapets frie egenkapital og tilfører ikke selskapet nye midler.

Dersom ønsket er å tilføre selskapet ny aksjekapital, må selskapet altså foreta en forhøyning av aksjekapitalen gjennom nytegning. Dette forutsetter en innskuddsplikt, jf. asl §10-1 til 10-19. Beslutningen om å foreta en forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning treffes med flertall på generalforsamlingen, jf. §10-1 første ledd. Generalforsamlingen kan likevel gi styret fullmakt til å foreta slike emisjoner etter asl § 10-14 til 10-19. Dette er ifølge Woxholth (2014) også den vanligste løsningen i norsk aksjeselskap, fordi det gir styret handlefrihet ved at de slipper å kalle inn til generalforsamling dersom det skulle være behov for kapitaltilførsel. Aksjeloven inneholder en rekke saksbehandlingsregler for kapitalforhøyelse ved nytegning, jf. asl § 10-11 flg. Woxholth (2014) trekker særlig frem fortrinnsretten som en viktig bestemmelse for å forhindre at aksjeeiernes eierandeler utvannes. I utgangspunktet kan en nytegning av aksjer føre til en omfordeling av aksjekapitalen ved at nye aksjeeiere kommer inn. Slik vil de tidligere aksjeeiernes eierandeler utvannes. For å beskytte de opprinnelige

aksjeeiernes andeler, har disse aksjeeierne en forholdsmessig fortrinnsrett etter asl § 10-4. Aksjeeierne kan imidlertid, med to tredjedelers flertall, fraskrive seg denne retten etter asl § 10-5. En fraskrivelse av fortrinnsretten gir mulighet for rettede emisjoner, der målet er rettes mot nye aksjeeiere. Ofte vil selskapet se etter investorer med særlig og tiltrenget kompetanse som kan være fordelaktig for selskapet og tidligere aksjeeiere.

Parter i restruktureringen

Som presentert over kan vi gjenkjenne tre aktører i selskapets kapitalstruktur. Banker og obligasjonseiere representerer selskapets gjeld, mens aksjonærene står for selskapets egenkapital. Advokatfirmaet Schjødt presenterer følgende bidrag fra de ulike aktørene under restruktureringer av norske aksjeselskap:

Aktører	Løsninger
Banker	Yte nye lånavtaler Utsette avdrag Endre rentebetingelser Endre gjeldsbetingelser Nedskrive gjeld
Obligasjonseiere	Forlenge obligasjonens løpetid Kupong reduksjon Gjeldskonvertering Endre gjeldsbetingelser Tilbakekjøp av obligasjoner Yte nye obligasjonslån
Aksjonærer	Yte aksjonærlån Tilføre ny egenkapital ved emisjon

Tabell 2 – Partenes bidrag (Sandvik, 2017)

Interessekonflikter og maktkamp under restruktureringer

Når selskapet befinner seg i en finansiell krise blir ofte løsningen å gå til forhandlinger med kreditorene for å restrukturere selskapets gjeld. I slike tilfeller kan det ofte oppstå interessekonflikter mellom selskapets aksjonærer og kreditorene. Selskapets interessenter har gjerne ulike oppfatninger om hvordan selskapet skal forvaltes. Særlig kommer dette til

uttrykk under restruktureringsprosesser, der interessentenes motsetninger kan være avgjørende for utfallet av restruktureringen.

Interessemotsetningene mellom selskapets interessenter har de siste årene vært svært aktuelle for offshorenæringen. Stadig uttrykker eiere og kreditorer misnøye rundt maktforholdet under restruktureringsprosessene. Særlig har dette gått ut over obligasjonseierne hos de største offshorerederiene organisert som allmennaksjeselskap. Obligasjonseiere gir lån til offshoreselskapene, og mottar normalt høye renter. Ulempen med slike lån er at de vanligvis ikke er sikret i selskapets eiendeler. Dette blir et stort problem i nedgangskonjunkturer, hvor manglende pantesikkerhet har resultert i dårlige forhandlingskort under restruktureringsprosessene.

Flere obligasjonseiere involvert i restruktureringsprosesser i norske offshorerederi påstår at eierne sniker i køen. Dette beror på den juridiske rangordningen som tilsier at selskapets eiere først må ta tapet, så følger de usikrede kreditorer og tilslutt de sikrede kreditorene. Slik er ikke tilfelle for flere restruktureringsprosesser innenfor denne næringen. I en artikkel i Dagens Næringsliv, skriver Bård Bjerkholt (2016) om obligasjonseierne i Havila Shipping ASA som måtte gi slipp på 85 % av sitt tilgodehavende i selskapet, mens eierstrukturen stod uforandret.

Bankene på sin side, med sikkerhet i selskapets fartøy, ønsker at selskapet drives videre i håp om bedre tider. Sikrede kreditorer vil kunne begrense sine tap gjennom panten i skipene dersom selskapet går konkurs, men er likevel ikke interessert i å selge skipene i et dårlig marked, og vet at tapet reduseres dersom selskapet kommer seg igjennom krisen. Bankene benytter derfor muligheten til å skvise obligasjonseiernes tilgodehavende i selskapet ved å tvinge frem krav om at de fraskriver seg store deler av kravet. Alternativet for obligasjonseierne er å sitte igjen uten noen ting.

Jørgen Torstensen og Magnus Melvær Rasmussen skriver masteravhandling ved Norges Handelshøyskole. I deres oppgave har de gjennomgått 27 restruktureringsprosesser for å studere utfallet. Studien viser at bankene opplever en gjennomsnittlig gjeldsreduksjon på 5% gjennom restruktureringsprosessene, mens for obligasjonseierne er den tilsvarende gjeldsreduksjonen hele 40 %. Dette viser tydelig en skjevfordeling av tapet mellom selskapets kreditorer. De varsler samtidig nye restruktureringsprosesser innenfor offshorebransjen, da

den mest brukte løsningen for å bedre selskapets kapitalstruktur på har vært å forskyve gjelden i påvente av bedre tider (Torstensen & Rasmussen, 2018).

Interessekonfliktene som har vært gjenstand for massiv medieomtale de siste årene, har stort sett dreid seg om obligasjonseiere i norske offshorerederi. Slike interessekonflikter er i utgangspunktet kun aktuelt for allmennaksjeselskap. Interessemotsetninger under restruktureringsprosesser er likevel et interessant tema for forholdet mellom eiere og kreditorer i offshorerederi organisert som aksjeselskap. I et aksjeselskap vil interessekonfliktene mellom aksjonærene og kreditorene gjerne omhandle fordelingen av eventuelle tap, og hvordan selskapets eierstruktur endres.

Forarbeidene (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 29) trekker frem at det kan oppstå interessekonflikter mellom selskapets aksjonærer og kreditorene over hvilke momenter som er avgjørende ved egenkapitalvurderingen. Dersom selskapet sliter økonomisk, med svak likviditet og lav egenkapital, har selskapet flere handlingsalternativer til konkurs. Selskapet kan foreta en restrukturering av selskapet og omlegge driften, sørge for tilførsel av ny kapital, refinansiere gjelden eller eventuelt fortsette driften med forventninger om bedre tider. I situasjoner hvor selskapet sliter økonomisk blir styrets plikter overfor kreditorene særlig aktuelle. Forarbeidene legger vekt på at selskapet ikke uten videre skal kunne drive videre på selskapskreditorenes risiko og bekostning. Det er derfor avgjørende at styret i selskapet har en aktivitetsplikt i dårlige økonomiske tider, og sørger for en grundig vurdering av selskapets egenkapital og likviditet. Forarbeidene peker også på liknede motsetninger mellom aksjeeiernes og selskapskreditorenes interesser når selskapet går godt. Da vil ofte spørsmålet være om forvaltningen av selskapets overskudd skal være med på å bygge opp kapitalreserver i selskapet, eller om overskuddet skal kunne utdeles aksjeeierne som utbytte og avkastning på investert kapital.

METODISK TILNÆRMING

Samfunnsvitenskapelig metode

Empirisk forskning handler om å samle inn, analysere og tolke data (A. Johannessen, Christoffersen, & Tufte, 2011). Empirisk forskning kjennetegnes av systematikk, grundighet og åpenhet (Johannessen et al., 2011).

Denne studien søker å kartlegge hvordan styret i selskaper forholder seg til forsvarlighetskravet i aksjelovens § 3-4 under restruktureringsprosesser i norske offshorerederier. For å konkretisere oppgavens problemstilling er det utarbeidet tre forskningsspørsmål som til sammen kan avgrense studiens omfang. Forskningsspørsmålene er utarbeidet på bakgrunn av interessante fenomen som redegjøres for i det følgende.

Det finnes ulike tilnærminger til hvilke forskningsmetoder som kan benyttes ved gjennomføring av vitenskapelige undersøkelser. Busch (2014) skiller mellom valg av vitenskapsteoretisk utgangspunkt, forskningsdesign, metoder for datainnsamling og valg av metode for dataanalyse. Dette kapittelet vil redegjøre for studiens metodiske valg basert på vitenskapsteoretisk ståsted, samt bakgrunnen for valg av forskningsdesign og begrunnelsen for utvalget. Dette knyttes til avhandlingens problemstilling og forskningsspørsmål, og illustrerer hvordan disse valgene vil hjelpe studien til å svare på problemstillingene. Avslutningsvis følger en evaluering av studiens metodevalg, eventuelle feilkilder og etiske hensyn.

Vitenskapelig ståsted

Johannessen et al. (2011, side 17) definerer forskning som «en systematisk undersøkelse av ett eller flere spørsmål». Empirisk forskning deles ofte i to ulike tilnærminger, deduktiv og induktiv tilnærming. Ved å velge en deduktiv tilnærming tar man standpunkt til hvordan virkeligheten ser ut, og anvender empiriske undersøkelser for å bekrefte eller avkrefte slike sammenhenger. Johannessen et al. (2011) forklarer deduktiv tilnærming som å gå fra teori til empiri, det vil si en utledning fra det generelle til det konkrete.

Fordelen med en deduktiv tilnærming er at forskeren danner seg forventninger om hvordan virkeligheten ser ut, og deretter bruker empiriske data for å bekrefte eller avkrefte om

antakelsene kan gjenkjennes i datamaterialet. Ulempen ved en slik tilnærming er imidlertid at forskeren kan lete etter informasjon som stemmer overens med egne antakelser, og dermed underbygger forskerens forventninger (Jacobsen, 2005). På den måten kan en slik tilnærming gi begrenset informasjon.

Gjennom en induktiv tilnærming innhentes først empirisk data, som videre systematiseres og danner grunnlaget for teorier. Denne tilnærmingen legger få begrensninger på hvilken informasjon som innhentes fordi forskeren ikke styres av forutinntatte forventninger.

Denne studien tar utgangspunkt i en problemstilling som har til hensikt å undersøke hvilke vurderinger styret i norske offshorerederi foretar med hensyn til forsvarlighetskravet i asl § 3-4 under restrukturingsprosesser. Materialet hentes fra allerede eksisterende teorier på området, samt lovverk, veiledninger og anbefalinger. Dette taler i utgangspunktet for at en deduktiv tilnærming er mest hensiktsmessig for denne studien. Styrets lovpålagte oppgaver er definert i aksjeloven, men flere av bestemmelsene åpner opp for skjønnsmessige vurderinger. Gjennom erfaringer, refleksjoner og meninger som fremkommer i undersøkelsen, vil studien også inneholde elementer av en intensiv tilnærming. Busch omtaler en slik forskningsprosess som abduktiv tilnærming, som innebærer at forskeren pendler mellom teori og empiri, og kan justere utgangspunkt og data etter hvert som nye teorier utvikles. Derfor er det den abduktive tilnærmingen som er mest aktuell for denne studien.

Forskningsdesign

Forskningsdesign danner et rammeverk for innsamling og analyse av data og kan forklares som en overordnet plan for hvordan studien forsøker å besvare problemstillingen (Bryman & Bell, 2003). Forskningsdesign skal sikre at de valg som foretas underveis i studien er konsekvente, med det formål å besvare problemstillingen på best mulig måte (Jacobsen, 2005). Tidsaspektet, hvilke typer data en er ute etter og undersøkelsens utvalg, er momenter som trekkes frem av Johannessen et al. (2011) som avgjørende for studiens forskningsdesign.

Innen empirisk forskning skilles det gjerne mellom tre ulike forskningsdesign; kausalt, deskriptivt og eksplorerende (Saunders et al., 2012). Valg av design avhenger av ulike forhold. Blant annet beror valget på hva som skal analyseres og hvilke ressurser som er tilgjengelige. Hvor mye kunnskap som foreligger om det aktuelle tema, samt hvilke

ambisjoner forskeren har når det gjelder å forklare sammenhenger, vil også spille inn. (Blumberg et al., 2011). Evnen til å velge et hensiktsmessig forskningsdesign vil være avgjørende for studiens gyldighet og pålitelighet (Johannessen et al., 2011).

Videre skilles empirisk forskning mellom ekstensive og intensive design. Dersom forskeren ønsker et bredt utvalg av respondenter eller informanter der data samles inn fra mange kilder, benyttes ofte et ekstensivt design. Slike design er godt egnet for kvantitative datainnsamlinger, fordi det vil være enklere å håndtere store mengder data og analysere data statistisk. Fordelen ved slike studier er at de er velegnet til å skape generaliserende funn.

Et intensivt design kjennetegnes ved at datamaterialet i studien samles inn fra relativt få kilder, hvor forskeren søker i dybden etter nyanser og detaljer ved problemstillingen (Busch, 2014). Ulempen med et intensivt design er den manglende evnen til å utarbeide generaliserende funn i en populasjon (Jakobsen, 2005). I denne studien benyttes en blanding av ekstensive og intensive design. Studien søker i første rekke å skape overførbare funn, men er også utarbeidet med hensikt i å få en dypere innsikt i enkelte fenomener som kan bidra til en teoretisk generalisering. Ved hjelp av spørreundersøkelser stilles respondentene ovenfor både lukkede og åpne spørsmål, slik at datamaterialet både kan gi generaliserende funn, i tillegg til å søke etter erfaringer og meninger fra involverte personer i restruktureringen.

Forskningsmetode

Forskningsmetode handler om teknikken for innsamling av data (Jacobsen, 2005). Det kan inkludere spesifikke instrumenter, som intervjuer eller observasjon, men også spørreundersøkelser eller case-metoder. Innen forskningsmetode skilles det ofte mellom kvantitative og kvalitative metoder, som igjen avgjør hvilke teknikker som benyttes for å samle inn data (Bryman & Bell, 2007).

Kvantitative data kjennetegnes ved at omfanget av datamaterialet er omfattende, og at innsamlede data er godt egnet til å analyseres ved hjelp av statistiske verktøy, gjerne ved hjelp av tall (Jacobsen, 2005). Spørreundersøkelser og casestudier vil typisk generere kvantitative data. I en kvalitativ studie derimot, vektlegger forskeren prosesser og meninger, i motsetning til kvantitet og frekvenser (Dezin & Lincoln, 2011). Kvalitative studier er derfor mer opptatt av å forstå, snarere enn å måle. Disse undersøkelsene baseres ofte på å generere data gjennom

intervjuer, observasjon, grunnintervjuer, og sekundærdata, hvor forskeren er delaktig i innsamlingsprosessen (Johannessen et al., 2011).

Problemstillingen og forskningsspørsmålene vil være avgjørende for hvilken metode for datainnsamling som benyttes i studien (Gripsrud et al., 2010). Jacobsen (2005) mener de ulike metodene kan utfylle, kontrollere og kontrastere hverandre, slik at studien danner et bedre bilde av fenomenet man studerer. Ved utforming av problemstillingen bør forskeren vurdere hvilken form for data som ønskes. Utfordringen er at vitenskapelige fenomen både innehar kvalitative og kvantitative sider, noe som betyr at det kan være fordelaktig å benytte begge metodene. Dette omtales som metodetriangulering. Grønmo (1983) råder til bruk av metodetriangulering og argumenterer for at metodene er komplementære. Jacobsen (2005) presiserer at metodene ikke er motsetninger til hverandre, men at forskeren bør velge ulik grad av metodene. Ifølge Thagaard (2009) kan metodene supplere hverandre og vil da styrke resultatene i studien.

Johannessen et al. (2011) mener metodetriangulering kan kombineres på tre ulike måter. Forskeren kan enten benytte kvalitativ metode som en oppfølging av kvantitative data. Alternativt kan kvalitative undersøkelser fungere som en forberedelse til en kvantitativ undersøkelse, slik at forskeren kan utarbeide hensiktsmessige spørsmål til en eventuell spørreundersøkelse. Den tredje måten å kombinere disse metodene på er, ifølge Johannessen et al. (2011), å benytte dem parallelt, slik at de ulike metodene belyser hverandre. Kvalitative data kan benyttes for å belyse kvantitative data, og motsatt kan kvantitative data avklare utbredelsen av kvalitative funn.

Valg av metode - Spørreundersøkelse

Til denne studien ble strukturerte spørreundersøkelser benyttet som innsamlingsteknikk for data. Strukturerte spørreundersøkelser omtales som en kvantitativ metode som er et instrument for å samle inn informasjon på en standardisert måte (Gripsrud et al., 2014). Likevel er deler av undersøkelsen utarbeidet slik at den åpner for en dypere forståelse av hvilke vurderinger, tanker og prosesser som styremedlemmer har gått igjennom ved restrukturering av norske offshorerederi. Dette taler for en viss grad av metodetriangulering, der deler av undersøkelsen må tilskrives en kvantitativ metode, men hvor det også forekommer åpne spørsmål som har likhetstrekk med kvalitativ metode. Selv om utvalget til

denne studien har for få respondenter til å generalisere, kan forskningen fungere som en indikasjon på forventede resultater og dermed gi et inntrykk som kan være rettleidende for styrets vurderinger av aksjelovens bestemmelser om forsvarlig egenkapital under restruktureringsprosesser.

Studiens tema omhandler styrets arbeid, som har vist seg å være svært vanskelig å få innblikk i. Dette beror antakelig på at styrets arbeid i stor grad er lukket for offentligheten og at bakgrunnen for avgjørelser og beslutninger fattet i styrerommet er sensitiv informasjon. Anonyme spørreundersøkelser har vist seg å være den eneste muligheten til å få innblikk i prosesser og vurderinger som styret i selskapet fatter. Denne undersøkelsen har tatt utgangspunkt i tre forskningsspørsmål, hvor deler av undersøkelsen stiller lukkede spørsmål, mens andre deler stiller mer åpne spørsmål. Normalt vil en spørreundersøkelse utarbeides på bakgrunn av forutinntatte antakelser om fenomenet, men der hvor teorien ikke strekker til er det tilrettelagt for at deltakerne i undersøkelsen selv kan uttale seg om sine erfaringer fra styrerommet. På den måten utvikles en dypere forståelse for styrets vurderinger, i tillegg til kvantifiserbare data.

Kvantitative metoder benyttes som nevnt i de tilfeller der forskeren ønsker datamaterialet fremstilt ved tall, noe som gjør kartleggingen av respondentenes holdning vanskelig. For å løse dette, er deler av denne spørreundersøkelsen utformet med åpne spørsmål hvor respondenten kan utrykke sine erfaringer og meninger, i tillegg benyttes spørsmål med 5-punkt skala. Skalaen er bygget opp med 5 alternativer; fra (5) enig, (4) delvis enig, (3) verken enig eller uenig, (2) delvis uenig, (1) uenig. Skalaen gjør det mulig å kartlegge respondentenes meninger ved hjelp av tall. Beslutningen om å benytte skala ble gjort for å systematisere dataene, og muliggjøre kategoriseringer av likheter og ulikheter. Respondentene ble også gitt muligheten til å kommentere sine synspunkter i eget felt. Se vedlegg XX for en fullstendig oversikt av intervjukjema.

Studiens forskningsspørsmål danner grunnlag for oppbygningen av undersøkelsen, som forsøker å svare på problemstillingen. I alt ble 24 spørsmål utarbeidet, fordelt på fire ulike deler av undersøkelsen. Den innledende delen søker svar på generelle spørsmål angående virksomheten og styret i selskapet. Den andre delen stiller en rekke lukkede spørsmål basert på det teoretiske rammeverket. Den tredje delen stiller flere spørsmål ved hjelp av 5-punktsskaler og den fjerde og avsluttende delen har åpne svaralternativer med rom for fritekst.

Rekruttering av respondenter

En person som har et direkte kjennskap til et fenomen eller et emne beskrives som en respondent. Respondenter skiller seg fra informanter ved at de har direkte og gode kjennskaper til temaet som skal undersøkes (Tjora, 2012). For studier med få respondenter er det avgjørende at de respondentene som deltar i undersøkelsen besitter den kunnskapen forskeren er ute etter. Det er samtidig viktig at utvalget er formålsoverorientert. Et formålsoverorientert utvalg vil være styrt av informasjonen forskeren ønsker å få (Jacobsen, 2015).

I denne studien vil det være mest hensiktsmessig å anvende et strategisk utvalg der respondentene velges på bakgrunn av den kompetansen og erfaringer de besitter. Dette betyr at respondentene ikke er tilfeldig utvalgt for å representere en populasjon, men heller at de har de beste forutsetningene for å besvare problemstillingen (Johannessen et al., 2011).

Denscombe (2003) skiller mellom to utvalgsteknikker: sannsynlighetsutvalg og ikke-sannsynlighetsutvalg. I et sannsynlighetsutvalg blir respondentene valgt tilfeldig, og sannsynligheten for at en person inkluderes i utvalget kan beregnes. I ikke-sannsynlighetsutvalg velges respondentene på bakgrunn av gitte kriterier, kvaliteter eller erfaringer, og er derfor ikke tilfeldig utvalgt. Dette omtales som et målrettet utvalg der respondentene håndplukkes (Descombe, 2003).

Studiens problemstilling og forskningsspørsmål legger direkte føringer for utvalget i undersøkelsen. Hovedproblemstillingen søker som nevnt å kartlegge hvordan styret i norske offshorerederi forholder seg til aksjelovens forsvarlighetskrav under restruktureringer i selskapet. Utvalget i undersøkelsen er derfor valgt med utgangspunkt i relevante styremedlemmers erfaringer fra restruktureringsprosesser. Restruktureringer i selskapet kommer ofte til uttrykk gjennom selskapets årsrapporter. I tillegg har mediene gitt mye oppmerksomhet rundt slike situasjoner i oljeservicenæringen. Utvalget består av norske offshorerederi som har foretatt restruktureringer i perioden 2014 til 2017. Utvalget er avgrenset til norske offshorerederi organisert som aksjeselskap.

Utvalgsstørrelsen for mindre prosjekter er normalt mellom 10 til 15 deltakere, men på bakgrunn av begrenset tid og økonomi må studentprosjekter ofte begrenses til et utvalg på

under 10 deltakere (Johannessen et al., 2011). Da utvalgskriteriene ble satt, ble et utvalg på 20 selskap ansett å passe kriteriene som angitt ovenfor. Av disse var kun 9 selskap interesserte i å delta i undersøkelsen. Et av selskapene sa seg villig til å være med på utarbeidelsen av spørreundersøkelsen, og ble derfor ikke benyttet i resultatet. Av de gjenværende 8 selskapene deltok tilslutt kun 6 selskap. På grunn av en relativt liten utvalgsramme var det viktig for studien at det aktivt ble jobbet mot en høy svarprosent. Dette viste seg svært vanskelig, til tross for hyppige påminnelser og gjentatte utsettelse av svarfristen. Tilbakemeldingene viste at de alle færreste styrene i norske offshorerederi var villige til å fortelle om sine erfaringer fra styrerommet. Spesielt var allmennaksjeselskap svært lite villige til å delta. Bakgrunnen for den manglende deltakelsen diskuteres nærmere i studiens kapittel om evaluering av metodevalg.

Spørreundersøkelsen ble utarbeidet gjennom Google Forms og distribuert via mail til aktuelle styremedlemmer, som på forhånd hadde sagt seg villige til å delta i undersøkelsen. Et av de aktuelle selskapene ble benyttet i et pilotprosjekt for å avdekke feil eller misforståelser ved undersøkelsen. På den måten kunne undersøkelsen testes og kvalitetssikres. Pilotprosjektet bidro til å avdekke enkelte misforståelser, og i samråd med selskapet ble undersøkelsen fullført. Deltakelsen ble anonymisert på bakgrunn av et erfaringsmessig ønske fra respondentene. Utvalget ble gitt to ukers svarfrist, samt en påminnelse etter at en uke var gått. På grunn av lav deltakelse ble nye påminnelser sendt ut, og svarfristen utvidet med en uke.

Primær og sekundærdata

Primærdata defineres som det datamaterialet innsamlet for en spesifikk studie (Saunders et al., 2016). Innsamling av primærdata kan være tidkrevende, kostbart og i mange tilfeller vil det være utfordrende å få tilgang på respondenter (Ghauri & Grønnhaug, 2010). Primærdata er likevel helt nødvendig for å søke svar på problemstillingen i denne studien. Som tidligere nevnt, ble det for denne studien utviklet strukturerte spørreundersøkelser som er utarbeidet med hensikt å svare på akkurat denne studiens forskningsspørsmål. Fordelen med primærdata er at de gir betydningsfull informasjon utelukkende til studiens forskningsspørsmål. Ulempen er derimot at informasjonen avhenger av respondentenes deltakelse. Frykt for negative konsekvenser, liten tid, manglende insentiver og sensitive tema trekkes frem som grunner til at respondentene kan være tilbakeholdne med deltakelse i slike undersøkelser (Ghauri & Grønnhaug, 2010). Utvalget i denne studien beskrives av Johannessen et al. (2011) som betydningsfulle personer. Dette er personer med betydelig kunnskap, penger eller status som

gjærne besitter høytstående posisjoner. Johannessen (2011) poengterer at det vil være mest hensiktsmessig å foreta personlige intervjuer av slike personer. Erfaringer fra rekrutteringen til denne studien viser imidlertid at dette ikke genererer flere respondenter til undersøkelsene. Flertallet av utvalget foretrakk anonyme spørreundersøkelser dersom de skulle delta i undersøkelsene, noe som ble benyttet som innsamlingsteknikk for det primære datamaterialet.

Sekundærdata er data samlet inn av andre til formål som ikke direkte knyttes til studien (Bryman & Bell, 2007). Slike data er likevel viktig for å danne et mer helhetlig bilde av studiens omfang. Bruk av sekundærdata øker studiens verdi og forskeren får mulighet til å tilegne seg ytterligere kunnskap uten å måtte foreta tidkrevende innsamling, slik tilfellet er for primære data (Bryman & Bell, 2007). Sekundærdata fremkommer som offentlig informasjon, blant annet gjennom tidligere forskning, årsrapporter eller offentlige statistikker. Slike data er lett tilgjengelige og vil i kombinasjon med studiens primære data være en god løsning for å svare på problemstillingen (Ghauri & Grønnhaug, 2010). Ulempene ved sekundærdata er nettopp at de er innhentet til et annet formål, og nødvendigvis ikke samsvarer med problemstillingen (Ghauri & Grønnhaug, 2010).

I denne studien ble sekundærdata innhentet i forbindelse med utvalget i spørreundersøkelsene. Selskapet utarbeider årsrapporter som offentliggjøres og som inneholder en beretning fra styret. Denne informasjonen er brukt til å redegjøre for om selskapet hadde foretatt restruktureringer i den aktuelle perioden fra 2014 til 2017. En drøftelse av sekundærdata i denne forbindelse er ikke relevant, da det stilles høye krav til utarbeidelsen av selskapets årsregnskaper, og anvendt sekundærdata er kun benyttet i utvalgsfasen.

Feilkilder

Resultater fra empirisk forskning kan inneholde flere feilkilder. Gripsrud (2004) skiller mellom feil knyttet til manglende observasjon og feil knyttet til ulike former for målefeil. Videre inndeles manglende observasjon inn i tre ulike typer; dekningsfeil, ikke-responsfeil og utvalgsfeil. Målefeil omhandler feil i undersøkelsens spørreskjema og interaksjon. Dekningsfeil oppstår når utvalgsrammen ikke dekker den populasjonen forskeren ønsker å uttale seg om godt nok (Gripsrud, 2004). Fra den teoretiske utledningen i avhandlingen fremkommer det at det finnes omlag 30 til 40 norske offshorerederi regulert under norsk aksjelovgivning. Utvalgsrammen i denne oppgaven består av totalt ni norske offshorerederi.

Dette betyr at utvalgsrammen i denne oppgaven omfatter mellom 15% til 20% av den totale populasjonen. Dette er en relativt liten utvalgsramme og sannsynligheten for dekningsfeil er derfor relativt stor.

Ikke-responsfeil kan oppstå dersom forskeren ikke får svar fra respondentene, og omtales av Gripsrud (2004) som frafallet i undersøkelsene. Dersom det oppnådde utvalget ikke er like stort som det planlagte utvalget, oppstår det en ikke-responsfeil. Svarprosenten gir ofte en indikasjon på hvor alvorlig ikke-responsfeilen er i en undersøkelse, men selv i undersøkelser med høy svarprosent, kan viktige grupper være utelatt. I denne studien var som nevnt utvalgsrammen ni selskap. Frafallet, inkludert respondenten som ble benyttet under pilotprosjektet, var totalt på tre selskap. Dette gir en svarprosent på 66 %. Frafallet i seg selv er ikke av avgjørende karakter, men sett i lys av hvor mange selskap som i utgangspunktet passet utvalgsriteriene er frafallet betydelig. Allerede før spørreundersøkelsene ble utarbeidet ble totalt 20 selskap kontaktet for å undersøke interessen av å delta i denne studien.

Av disse viste kun ni selskap interesse. Denne utvalgsrammen sett i forhold til den faktiske deltagelse gir en svarprosent på knappe 30 %. Bakgrunnen for frafallet kan som nevnt skyldes at styrets arbeid i stor grad er lukket for offentligheten, og at informasjonen om styrets vurderinger og beslutninger er sensitivt. Kombinert med den store mediedekningen vedrørende restruktureringer de siste årene og respondenter som kan beskrives som betydningsfulle personer, kan dette føre til en frykt for eventuelle negative konsekvenser knyttet til deltakelsen. Liten tid og manglende insentiver trekkes også frem som årsaker til frafallet.

Utvalgsfeil kan forekomme dersom forskeren trekker et utvalg og uttaler seg om forholdene i populasjonen på grunnlag av dette utvalget (Gripsrud, 2004) Denne målefeilen er nært knyttet til sannsynlighetsutvalg, og vil derfor ikke være aktuell for denne studien.

Den andre hovedtypen feil som kan oppstå i forbindelse med en undersøkelse er målefeil (Gripsrud, 2004). Målefeil kan igjen inndeles i feil ved spørreskjemaets utforming og besvarelse, og feil i forbindelse med interaksjonen ved intervju. I det følgende blir målefeil ved spørreskjemaets utforming og besvarelse diskutert.

Et utkast til spørreundersøkelsen ble utarbeidet og presentert i samarbeid med et av selskapene som passet utvalget. Pilotprosjektet utviklet seg til et samarbeid, hvor

respondenter kom med verdifull tilbakemelding og veiledning på hvordan undersøkelsen kunne utformes. Den endelige spørreundersøkelsen inneholdt til sammen fire deler, hvor hver del var utformet identisk. Utformingen og formuleringen av spørsmålene ble utarbeidet på en mest mulig intuitiv måte for å unngå misforståelser og unødvendig tidsbruk. Pilotprosjektet var helt nødvendig for den endelige spørreundersøkelsen og bidro i svært stor grad til å avdekke eventuelle målefeil.

Evaluering av metodevalg

I forbindelse med gjennomføring av undersøkelsen i denne studien er det nødvendig å evaluere de metodevalgene som er tatt. Johannessen et al. (2011) anbefaler at alle som gjennomfører en forskningsprosess evaluerer forskningens metodevalg og kvaliteten av datamaterialet innhentet. Kvalitative og kvantitative metoder er bygget på ulike forskningslogikk og har derfor ulike kvalitetskrav. Det finnes i hovedsak tre kriterier som indikatorer på kvaliteten av kvalitative undersøkelser; troverdighet, bekreftbarhet og overførbarhet. Indikatorene for kvaliteten i kvantitative metoder er imidlertid knyttet til validitet og reliabiliteten. I utgangspunktet anvendes gjerne kvantitativ metode ved utarbeidelse av spørreundersøkelser. Denne studien inneholder imidlertid også innslag av kvalitativ metode. Studiens metodevalg ansees derfor som en triangulering av metodevalgene.

I følge Jacobsen (2005) kjennetegner en god undersøkelse det at den faktisk måler det den har til hensikt å måle (troverdighet), at undersøkelsen kan sannsynliggjøre at forhold samvarierer (bekreftbarhet), at undersøkelsens resultat kan overføres andre områder (overførbarhet) og at man kan stole på undersøkelsen (reliabilitet). Disse fire kvalitetsbegrepene danner grunnlag for undersøkelsens totale gyldighet på bakgrunn av metodevalget i forskningen.

Reliabilitet

Reliabiliteten angir hvor pålitelig forskningens datamateriale er. Johannessen et al. (2011) mener at et grunnleggende spørsmål for all forskning er dataens pålitelighet. Reliabiliteten knytter seg til nøyaktigheten av undersøkelsens data, hvilke data som benyttes, måten data er samlet inn på og hvordan den bearbeides. På et overordnet nivå handler det om i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelige (Gripsrud, 2004). Et mål for reliabiliteten er derfor om undersøkelsen vil generere tilsvarende resultat dersom undersøkelsen gjentas.

Kravet om reliabilitet er ifølge Johannssen et al. (2011) lite hensiktsmessig i kvalitativ forskning, fordi det vanligvis benyttes ustrukturerte innsamlingsteknikker, kontekstavhengige observasjoner og fordi forskeren selv involveres i undersøkelsen. Jacobsen (2005) mener imidlertid at en vurdering av forskningens pålitelighet er nødvendig. For å styrke studiens reliabilitet, anbefales det å fremstille en detaljert beskrivelse av fremgangsmåten benyttet i forskningsprosessen.

Repliserbarheten var helt sentral ved utarbeidelsen av spørreundersøkelsen, men ved å benytte flere åpne svaralternativer hvor respondentene fritt kan uttale seg om sine erfaringer, blir repliserbarheten vanskelig å forutse. Denne studien forsøker derfor å gjøre den metodiske fremstillingen mest mulig gjennomiktig, ved å fremlegge detaljerte beskrivelser av undersøkelsen for å muliggjøre tilsvarende resultater dersom undersøkelsen gjentas. Studien bygger i hovedsak på primærdata fra spørreundersøkelser med faste svaralternativer. Disse dataene er samlet inn med det formål å svare på studiens forskningsspørsmål og problemstilling. Anvendelse av spørreundersøkelser gir undersøkelsen pålitelighet ved at forskeren selv ikke er involvert i innsamlingsprosessen.

Troverdighet

Johannssen et al. (2011) mener troverdighet handler om forholdet mellom fenomenet som skal undersøkes og de konkrete dataene. Videre påpeker han at troverdigheten i stor grad omhandler hvordan forskerens fremgangsmåter og funn på en korrekt måte reflekterer formålet med studien og representerer virkeligheten. Jacobsen (2005) viser til store utfordringer ved troverdigheten i spørreskjemaer med faste svaralternativer. Dette er begrunnet med at respondentene kan tolke undersøkelsens begrep ulikt, noe som kan svekke troverdigheten. Et mål med undersøkelsen er derfor om spørsmålene faktisk måler det de har til hensikt å måle. For å kontrollere troverdigheten kan man undersøke om andre med kunnskap om fenomenet opplever operasjonaliseringen som fornuftig.

Spørreundersøkelsen i denne studien er derfor utviklet i samråd med en respondent som passet utvalgskriteriene. Begreper og spørsmålsformuleringer ble diskutert for å forhindre misforståelser og feiltolkninger. Begrepene viste seg fornuftige og meningsfulle, og tilbakemeldingen viste at spørsmålene ble oppfattet slik de hadde til hensikt å gjøre. En slik øvelse er med på å øke undersøkelsens troverdighet.

Overførbarhet

Et mål for kvantitative undersøkelser er om studien kan generaliseres. Generalisering defineres som «*The extent to which the findings of a research study are applicable to other settings*» (Saunders et al., 2016, side 716).

I kvalitative studier kan funnene derimot ikke gjøres allmenngyldige, og man snakker heller om overføring av kunnskap. En studies overførbarhet avhenger om den lykkes i å etablere beskrivelser, fortolkninger, begreper og forklaringer som kan være nyttige for andre sammenhenger enn den aktuelle studien (Johannessen et al., 2011).

Funnene i denne studien bygger på seks besvarelser fra den aktuelle utvalgsrammen. Dette er ikke et representativt utvalg, og studien kan derfor ikke generalisere en populasjon. Hensikten med studien er heller å gi en innsikt i styrets vurderinger og erfaringer med aksjelovens bestemmelse om forsvarlig egenkapital under restruktureringsprosesser. Resultatene i studien kan benyttes av andre selskap i tilsvarende situasjoner og gi nødvendig informasjon om hvordan bestemmelsen tolkes i praksis. Studiens resultater vil i tillegg være aktuelle for lovgivere som kan benytte studien til å undersøke hvordan styret i selskapet tolker, vurderer og fatter beslutninger på bakgrunn av retningslinjer og bestemmelser fastsatt i norsk lovgivning.

Bekreftbarhet

Bekreftbarhet innebærer å forsikre seg om at funnene i studien er et resultat av forskningen, og ikke et resultat av forskerens subjektive holdninger (Johannessen, 2011). Videre forteller bekreftbarhet om det finnes en sammenheng mellom de innsamlede data og studiens konklusjoner, altså om resultatene har grunnlag i det datamaterialet som er samlet inn til studien.

Studiens objektivitet styrkes ved å ha en nøytral tilnærming til temaet og ved å gi et mest mulig detaljert bilde av anvendte fremgangsmåter i forskningsprosessen. Gjennom metodekapittelet belyses hvilke valg som er foretatt og begrunnelsen for disse. Spørreundersøkelsen har gitt åpning for at respondentene har kunnet forklare seg dersom

svaralternativer ikke er dekkende, og innsamlet empiri er gjengitt fullstendig uten subjektive fortolkninger.

Etiske hensyn

Når organisasjoner og mennesker deltar i samfunnsvitenskapelige undersøkelser kan det dukke opp etiske spørsmål og temaer som forskeren må forholde seg til. Bryman & Bell (2015) mener dette handler om hvordan forskeren behandler respondentene involvert i forskningen og påpeker at forskeren må vurdere informasjonens sensitivitet, kravet til privatliv og kravet til korrekt gjengivelse. Hensikten med å vurdere de etiske hensyn er å utsette undersøkelsens deltagere for minst mulig belastning (Johannessen, 2011).

Sensitivitetsaspektet i denne studien er diskutert tidligere. Tilbakemeldinger fra respondenter i utvalgsrammen har vist at studiens problemstilling kan oppfattes som et sensitivt tema, noe som har påvirket deltakelsen. Undersøkelsen er derfor gjennomført ved anonym deltakelse, uten personopplysninger eller annen informasjon som kan knytte resultater til respondenter eller selskapet representert. Eventuelle sekundærdata er også anvendt på en slik måte at deltakeren ikke identifiseres. Resultatene er fullstendig gjengitt og gir et rettviseende bilde av respondentenes tilbakemeldinger. Studien har gjennom undersøkelsene forsøkt å ta hensyn til alle etiske problemstillinger, noe som skal minske belastningen for deltakerne.

EMPIRI

I dette kapittelet presenteres de empiriske funnene som er gjort gjennom den semistrukturerte spørreundersøkelsen. Undersøkelsen ble utarbeidet ved hjelp av undersøkelsesverktøyet Google Forms og distribuert via epost til et strategisk utvalg bestående av ni selskap som passet utvalgskriteriene. Av totalt ni selskap var det seks som gjennomførte undersøkelsen. Et av selskapene ble benyttet under pilotprosjektet og er ikke tellende for studiens resultater. Spørreundersøkelsen består av totalt 24 spørsmål, fordelt på fire deler.

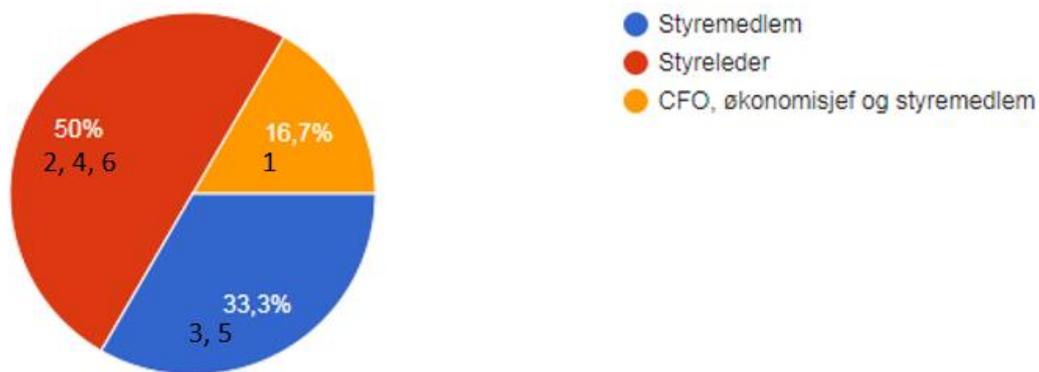
Studiens problemstilling søker å svare på hvordan styret i norske offshore selskap forholder seg til forsvarlighetskravet i asl § 3-4 under restruktureringsprosesser. Til sammen tre forskningsspørsmål ble utarbeidet for å avgrense og presisere studiens omfang.

Undersøkelsesspørsmålene er bygget opp i et forsøk på å svare forskningsspørsmålene, og vil bli presentert nedenfor.

Innledende spørsmål

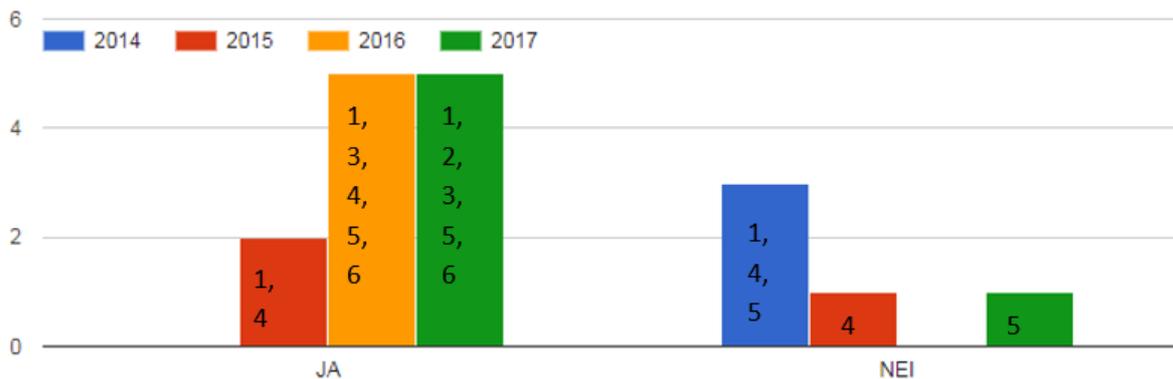
Spørreundersøkelsen åpner med å stille seks innledende informasjonsspørsmål om respondentens rolle i virksomheten, og ulike forhold innad det aktuelle selskapet.

Det fremgår av svarene på første spørsmål at tre av respondentene har roller i styret som styremedlemmer, mens tre sitter som styreledere i selskapet. En av respondentene svarte at vedkommende, i tillegg til å være styremedlem, også satt som selskapets økonomisjef. Videre rapporterer alle selskapene etter norske regnskapsregler og regnes som aksjeselskap.



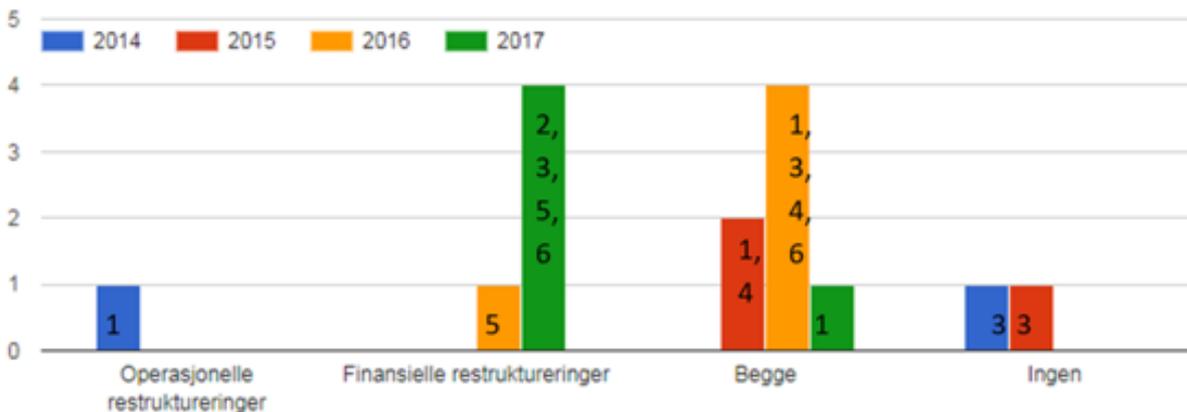
Figur 5: Spørsmål 1. Hva er din rolle i styret?

På spørsmålet om selskapet hadde gjennomført restruktureringer i perioden 2014 til 2017, svarte samtlige respondenter at de hadde gjennomført restruktureringer minst én gang i løpet av perioden. Fem av totalt seks selskap rapporterte at de hadde gjennomført restruktureringer mer enn én gang i løpet av perioden. For å unngå misforståelser, ble det i spørsmålet beskrevet hva som defineres som restruktureringer.



Figur 6: Spørsmål 3. Har selskapet vært gjennom restruktureringsprosesser i årene 2014 til 2017?

Dersom respondentene svarte at selskapet hadde foretatt restruktureringer av virksomheten, ble de rutet videre til spørsmålet om hvilke restruktureringer selskapet hadde gjennomgått. Her var svaralternativene operasjonelle restruktureringer, finansielle restruktureringer, begge, eller ingen. Alle begrep ble igjen definert for å unngå feiltolkning av spørsmålet.



Figur 7: Spørsmål 4. Hvilke restruktureringsprosesser har selskapet vært gjennom i årene 2014 til 2017?

Første del av undersøkelsen ble avsluttet med spørsmålet om styret kjenner til aksjelovens § 3-4 og § 3-5. Bestemmelsene ble gjengitt i beskrivelsen slik at respondenten visste hva lovteksten inneholder. Formålet med spørsmålet var i hovedsak å kartlegge om styret i selskapet er kjent med bestemmelsen. Ved å gjengi bestemmelsens innhold, sikres det at respondenten er tilstrekkelig informert til å ta stilling til etterfølgende spørsmål. Alle respondenter svarte at styret i selskapet er kjent med begge bestemmelsene i asl § 3-4 og § 3-5.

Forskningsspørsmål 1

Respondentene ble stilt til sammen fem spørsmål, for å finne ut om brudd på aksjelovens forsvarlighetskrav var den utløsende faktoren til at selskapet besluttet å gjennomføre en restrukturering, og om handlingsplikten i § 3-5 ble aktualisert.

Første spørsmål gikk ut på hvordan styret dokumenterer forsvarlighetsvurderingen etter asl § 3-4. Bakgrunnen for spørsmålet er lovens skjønsmessige utforming, som innebærer at selskapet må foreta individuelle vurderinger av selskapets likviditet og egenkapital. Innholdet i denne vurderingen vil variere, avhengig av hva slags selskap og hvilke situasjoner det gjelder. Forarbeidene presiserer at denne vurderingen derfor bør dokumenteres slik at styret kan bevise sine vurderinger (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996). Når styret fastsetter selskapets reelle egenkapital, vil det være spesielt viktig å dokumentere hvilke vurderinger som ligger til grunn. Besvarelsene er angitt under:

Selskap	Svar
1	Her har vi fått hjelp av revisor til å ta en vurdering
2	Vurderingsprosessene dokumenteres
3	Vurderinger dokumenteres løpende
4	I styreprotokoller, sammen med revisor dokumenter vurderingen
5	Gjennom styreprotokoller
6	Styrets forsvarlighetsvurdering dokumenteres i styrereferat

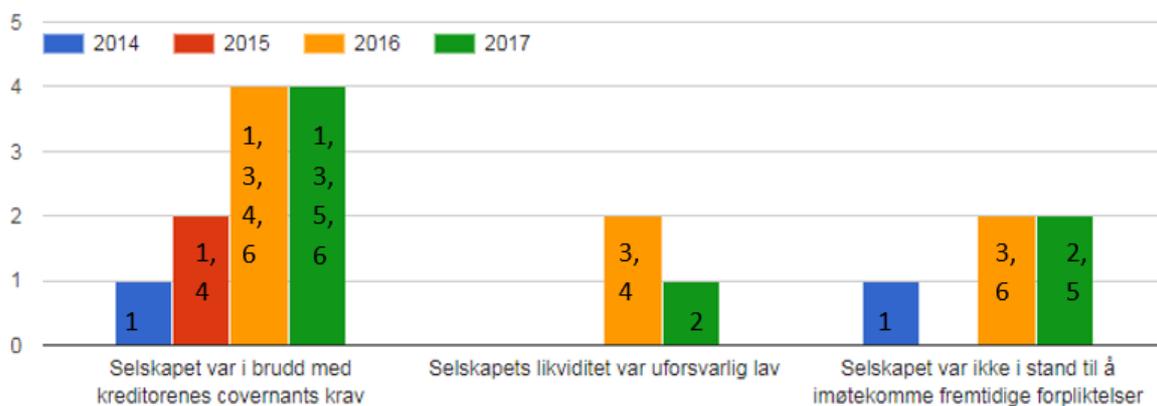
Figur 8: Spørsmål 21. Hvordan dokumenterer styret forsvarlighetsvurderingen etter § 3-4?

Respondentene ble videre stilt spørsmål om selskapet har vært i konflikt med forsvarlighetskravet i aksjelovens § 3-4 de siste fire årene. Dette ble gjort for å undersøke om selskapet har vurdert om selskapets egenkapital og likviditet har vært uforsvarlig ut fra omfang av og risikoen ved virksomheten. Her svarte alle respondentene at de aldri har vært i konflikt med forsvarlighetskravet de siste fire årene. Dersom noen hadde svart bekræftende på dette spørsmålet, ville de blitt stilt et oppfølgingsspørsmål om generalforsamlingen i så fall ble informert om dette. Bakgrunnen for dette spørsmålet er bestemmelsen i asl § 3-5 som sier at generalforsamlingen skal innkalles innen rimelig tid dersom styret vurderer selskapets egenkapital eller likviditet som lavere enn forsvarlig. Ingen av selskapene i undersøkelsen rapporterte om brudd på aksjelovens § 3-4, og måtte derfor ikke svare på dette spørsmålet.

I neste spørsmål søker undersøkelsen etter svar på hva som var bakgrunnen for beslutningen om å restrukturere selskapet. Spørsmålet knytter seg til et av de innledende spørsmålene om selskapenes restruktureringer i perioden 2014 til 2017, og undersøker om uforsvarlig lav egenkapital eller likviditet er den utløsende grunnen for beslutningen om å restrukturere selskapet. Respondentene fikk valget mellom følgende relevante svaralternativer:

- Selskapet var i brudd med kreditorenes covenantskrav
- Selskapets likviditet var uforsvarlig lav
- Selskapets egenkapital var uforsvarlig lav
- Selskapet var ikke i stand til å imøtekomme fremtidige forpliktelser
- Selskapet var ikke i stand til å imøtekomme sine løpende forpliktelser
- Annet

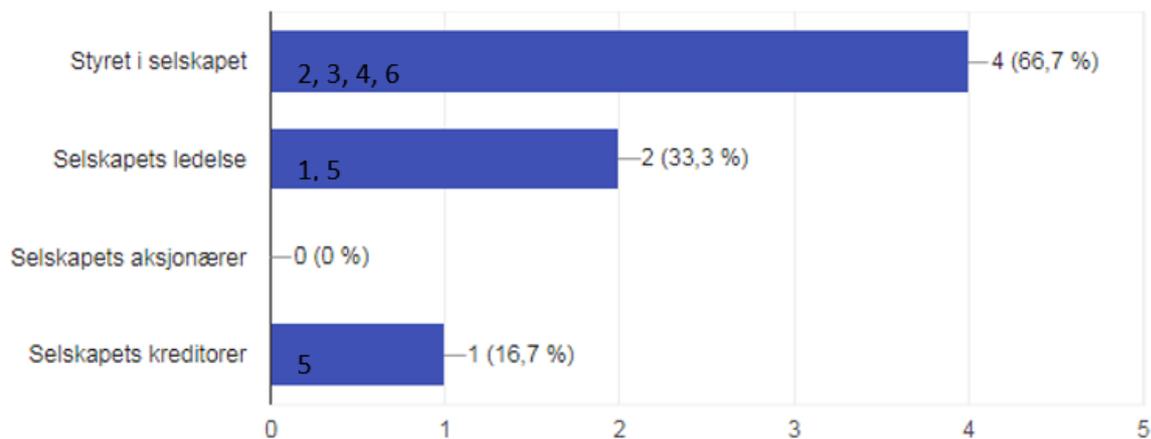
Resultatene viser flere utløsende grunner bak beslutningen om å restrukturere selskapet. Fem av seks selskap har vært i brudd med kreditorenes covenantskrav, tre selskap har hatt en uforsvarlig lav likviditet og fem selskap svarte at de også ikke var i stand til å møte sine fremtidige forpliktelser.



Figur 9: Spørsmål 10. Hva var begrundningen for beslutningen om å restrukturere selskapet?

I undersøkelsens neste spørsmål blir respondentene spurt om hvem som initierte beslutningen om å restrukturere selskapet. Dette spørsmålet ble stilt for å undersøke om styret har fulgt de plikter som pålegges § 3-4 og § 3-5, i lys av selskapets forvaltningsplikt og tilsynsansvar, samt ansvarsfordelingen mellom styret, ledelsen og generalforsamlingen. Fire av respondentene forklarer at styret tok beslutningen om å restrukturere selskapet og to av

selskapene sier selskapets ledelse stod for beslutningen, hvorav et av selskapene også rapporterte at selskapets kreditor var med i beslutningen om å restrukturere selskapet.

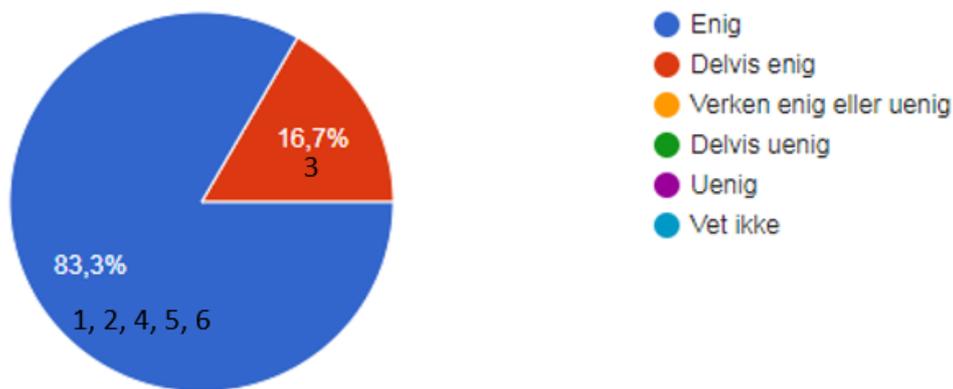


Figur 10: Spørsmål 7. Hvem initierte beslutningen om å restrukturere selskapet?

Forskningsspørsmål 2

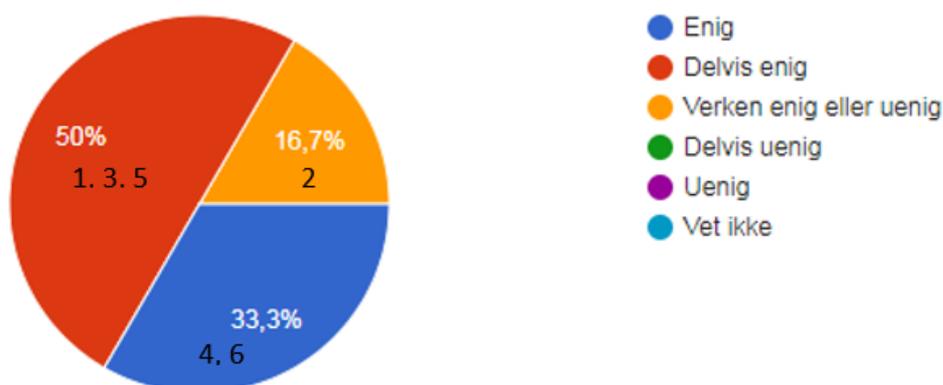
Studiens andre forskningsspørsmål forsøker å kartlegge om aksjelovens § 3-4 er sentral for beslutninger som treffes under restruktureringsprosesser i selskapet. Det ble utarbeidet syv spørsmål som til sammen søker svar på dette forskningsspørsmålet. Respondentene ble først stilt ovenfor ulike påstander. En fempunktsskala ble benyttet der respondentene skulle ta stilling til om de var enig eller uenig til den aktuelle påstanden. Videre ble respondentene ble spurt flere åpne spørsmål.

Første påstand var om forsvarlighetskravet har vært styrende for beslutninger under restruktureringene, noe som belyser forskningsspørsmålet direkte. Selskap 1 stiller seg delvis enig til påstanden. Resterende respondenter svarer imidlertid bekreftende til at forsvarlighetskravet har vært styrende for beslutninger som fattes under restruktureringsprosesser.



Figur 11: Spørsmål 12. Kravet om en forsvarlig egenkapital og likviditet har vært styrende for selskapets beslutninger under restruktureringen/e.

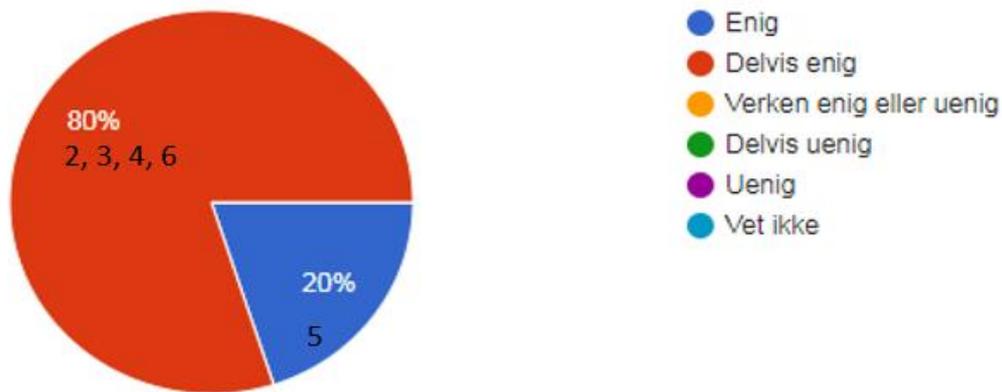
Forarbeidene til aksjeloven uttrykker at formålet med bestemmelsen i asl § 3-4 blant annet er å øke styrets oppmerksomhet vedrørende selskapets økonomiske situasjon (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996). I et forsøk på å bekrefte at lovens intensjon er gjeldende i virkeligheten, ble respondentene bedt om å ta stilling til påstanden om forsvarlighetskravet etter asl § 3-4 bidrar til økt oppmerksomhet vedrørende selskapets økonomiske situasjon. Selskap 4 og 6 av selskapene er enig i påstanden, selskap 1, 3 og 5 er delvis enig, mens selskap 2 verken er enig eller uenig.



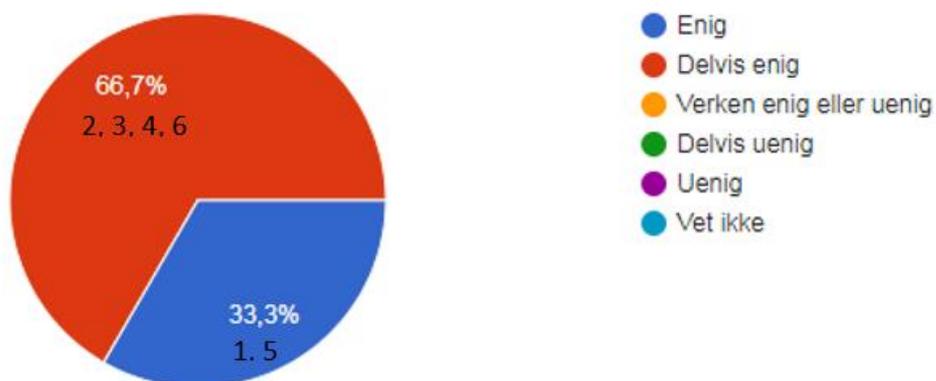
Figur 12: Spørsmål 13. Forsvarlighetskravet i aksjelovens § 3-4 bidrar til økt oppmerksomhet rundt selskapets økonomiske situasjon.

Som beskrevet tidligere i den teoretiske utredningen, er vurderingen av forsvarligheten en svært omfattende prosess som stiller store krav til selskapets kunnskap og informasjon. Følgende påstand fokuserer derfor på om styret har den kompetanse og informasjon som er nødvendig for å kunne utføre forsvarlighetsvurderingen etter asl § 3-4. Bakgrunnen for

spørsmålet retter seg også til forvaltningsansvaret styret pålegges gjennom asl § 6-12, samt om det foreligger et tilfredsstillende samspill mellom daglig leder og selskapets styre. Selv om bare selskap 5 sier seg enig i påstanden, svarer samtlige bekreftende på at styret både har tilstrekkelig kunnskap og informasjon til å foreta en forsvarlighetsvurdering av selskapet.



Figur 13: Spørsmål 14. Styret har tilstrekkelig kunnskap til å foreta en forsvarlighetsvurdering av selskapet.



Figur 14: Spørsmål 15. Styret har tilstrekkelig informasjon til å foreta en forsvarlighetsvurdering av selskapet.

Videre i undersøkelsen ble respondentene spurt hvordan styret vurderer forsvarlighetskravet i sine respektive selskap. I dette spørsmålet står respondentene fritt til å forklare seg kort om hvordan de foretar sine vurderinger i et ønske om å få en god beskrivelse av vurderingsprosessen. Svarene er sammenfattet under:

Selskap	Svar
1	Vi må se på fremtidige forpliktelser overfor lønnansatte, leverandører og bankforpliktelser
2	Andre verdsettelsesmetoder utover den rent bokførte EK. Likviditetsvurderinger (CF analysis) sant tredjepartsrapporter.
3	Vi gjør en vurdering av fremtidige forpliktelser og vurderer egenkapitalen
4	Styret vurderer selskapets likviditet, kontrakter og vurderer egenkapitalen løpende
5	Løpende forpliktelser betjenes - etterleve covenants.
6	Vurdering av betalingsevne og brudd med covenants

Figur 15: Spørsmål 20. Hvordan vurderer styret om selskapet har en forsvarlig egenkapital og likviditet?

Spørsmålene vedrørende forskningsspørsmål tre ble avsluttet ved å stille respondentene et åpent spørsmål om hva som var selskapet hovedfokus under restruktureringene. Dette ble gjort for å søke svar på om selskapets fokuserer på forsvarlighetskravet under restruktureringen eller om det er andre faktorer som er mer tungtveiende. Selskap 2 har bevisst eller ubevisst ikke svart på dette spørsmålet, og studien ser derfor bort fra denne besvarelsen.

Selskap	Svar
1	Legge en plan på 3-4 år som viser at vi skal komme gjennom, likviditetsmessig
2	
3	Forbedre likviditeten, og egenkapitalen
4	Sørge for en forsvarlig drift
5	etterleve covenants og ivareta aksjonærenes interesse økonomisk forutsetning for videre drift.
6	Redusere tap og overholde covenants

Figur 16: spørsmål 24. Hva er selskapets hovedfokus under restruktureringen/e?

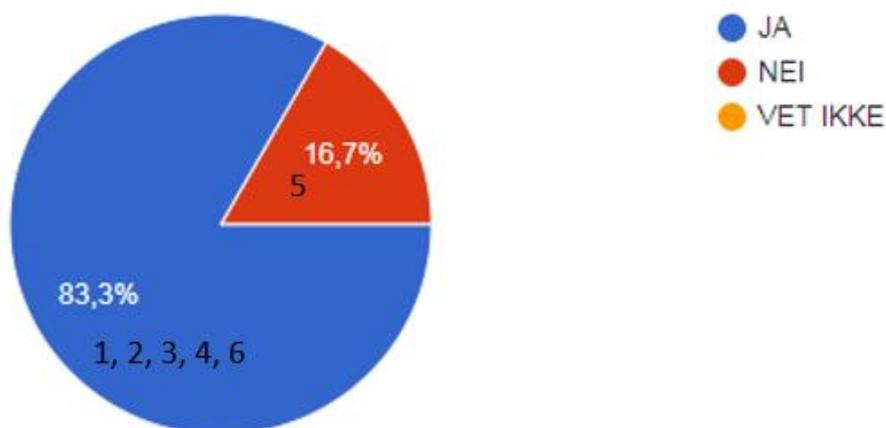
Forskningsspørsmål 3

Mediene har rettet mye oppmerksomhet rundt interessemotsetningene mellom aksjonærer og kreditorer under restruktureringsprosessene. Forarbeidene (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996, side 29) trekker også frem at det kan oppstå interessekonflikter mellom selskapets interessenter over hvilke momenter som er avgjørende ved forsvarlighetsvurderingen. Aksjelovens § 3-4 er blant annet oppstilt for å ivareta interessentene. Studiens siste forskningsspørsmål ble derfor formulert slik:

Ivaretar aksjeloven § 3-4 aksjonærens og kreditorenes interesser under restrukturering i selskapet?

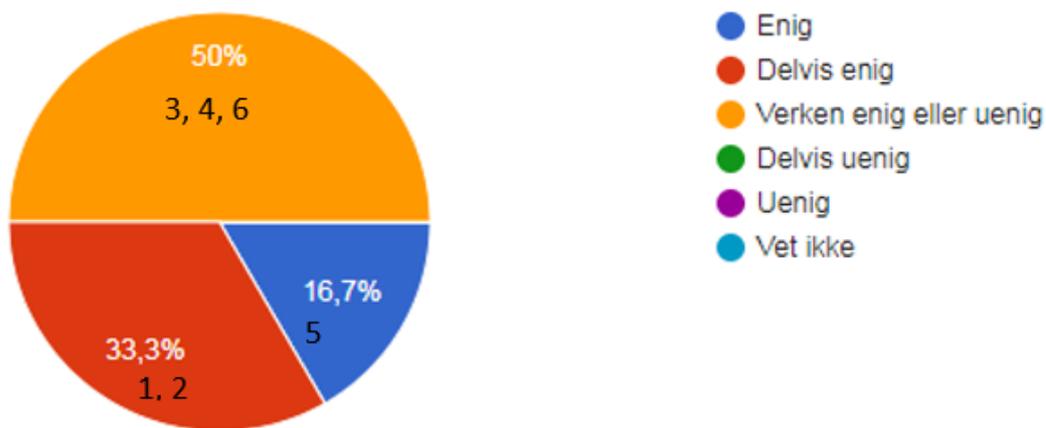
For å redegjøre for studiens tredje forskningsspørsmål ble respondentene stilt ovenfor både påstander og åpne spørsmål. For å undersøke om selskapets tilbakemeldinger er konsekvente, omhandlet noen av påstandene liknende innhold, men med noe ulik formulering.

Første spørsmål dreier seg om selskapet er kjent med interessemotsetninger mellom selskapets aksjonærer og kreditorer. Hele fem av seks selskap svarer bekreftende på dette spørsmålet, mens selskap 5 ikke er kjent med denne problemstillingen.



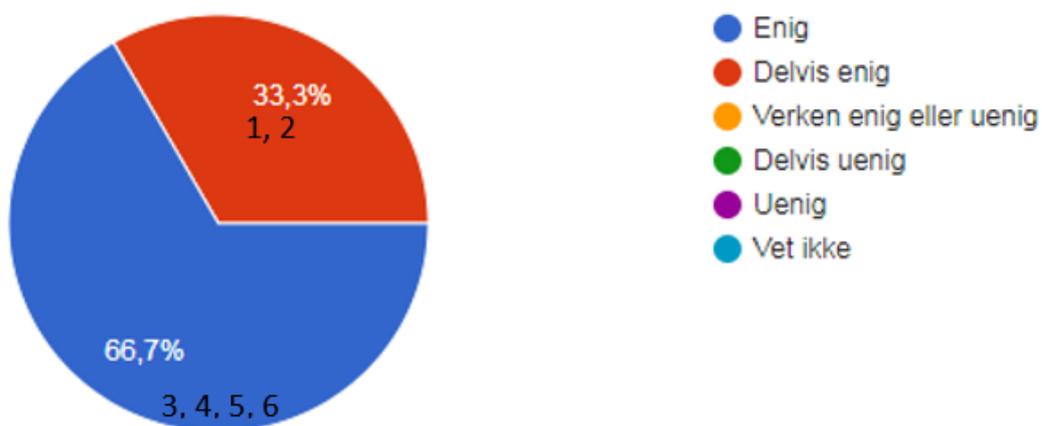
Figur 17: Spørsmål 11. Er styret kjent med interessemotsetninger mellom selskapets aksjonærer og selskapets kreditorer under restruktureringsprosessen/e?

Videre søker undersøkelsen svar på om styret opplever at aksjelovens § 3-4 ivaretar aksjonærenes interesser under restruktureringsprosessen, slik den har til hensikt å gjøre. Tre av selskapene er verken enig eller uenig i denne påstanden, to av selskapene er delvis enig mens et av selskapene er enig.



Figur 18: Spørsmål 16. Forsvarlighetskravet etter aksjelovens § 3-4 ivaretar aksjonærenes interesser under restruktureringen/e.

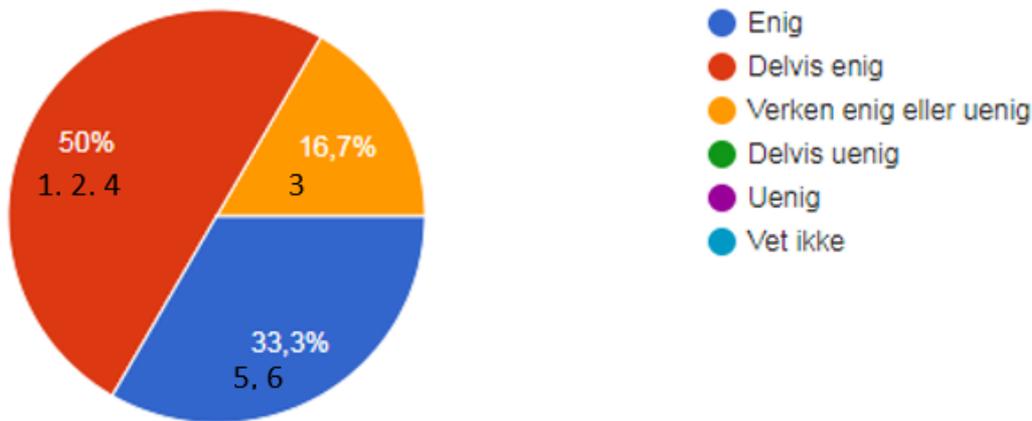
I neste påstand undersøkes det om styret opplever at kreditorenes interesser er styrende for beslutninger tatt under restruktureringsprosessene. Fire av respondentene er enig i påstanden, mens to av respondentene er delvis enig.



Figur 19: Spørsmål 17. Kreditorenes interesser er styrende for beslutninger tatt under restruktureringen/e.

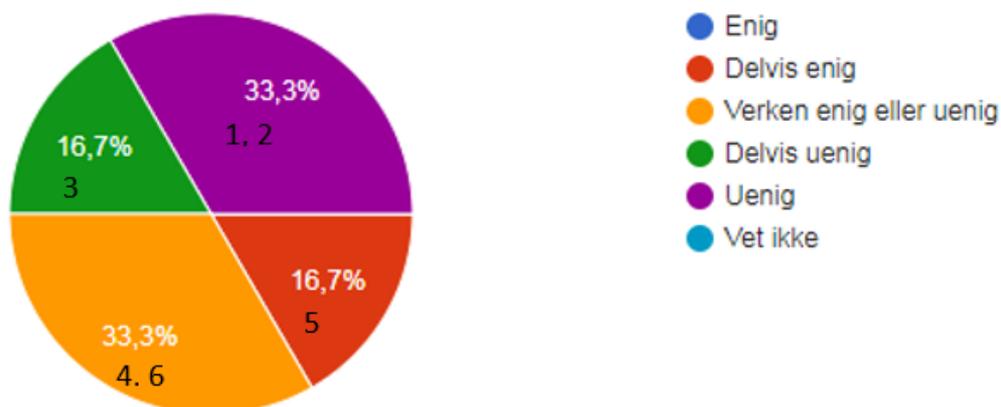
I studiens neste spørsmål stilles respondentene ovenfor påstanden om at overholdelse av forsvarlighetskravet i asl § 3-4 sikrer kreditorenes interesser. Påstanden tar utgangspunkt i om

styret opplever at kreditorenes interesser sikres så lenge selskapet overholder en forsvarlig egenkapital og likviditet etter bestemmelsen i § 3-4. To av selskapene er enig i denne påstanden, tre er delvis enig og et selskap er verken enig eller uenig.



Figur 20: Spørsmål 18. Overholdelse av forsvarlighetskravet i aksjeloven § 3-4 sikrer kreditorenes interesser.

For å undersøke om selskapets tilbakemeldinger er konsekvente, stilles respondentene ovenfor liknende spørsmål som det foregående, men med noe ulik formulering. Neste påstand er derfor om styret opplever at aksjonærenes interesser blir sidestilt med kreditorenes interesser under restruktureringene. To av selskapene er uenig i denne påstanden, et selskap er delvis uenig, to er verken enig eller uenig. Bare selskap 5 er delvis enig i påstanden.



Figur 21: Spørsmål 19. Aksjonærenes interesser blir sidestilt med kreditorenes interesser under restrukturingsprosessen/e.

Det avsluttende spørsmålet er knyttet til om overholdelse av forsvarlighetskravet etter asl §3-4 virkelig ivaretar selskapets interesser eller om styret benytter andre tiltak for å sikre deres interesser i selskapet. Det stilles derfor et åpent spørsmål om hvordan selskapet jobber for å ivareta selskapets interesser under restruktureringer. Følgende svar ble rapportert:

Selskap	Svar
1	Tett oppfølging, hyppige møter, stor revisordeltagelse
2	Følge opp avtaleverket og drift.
3	De største kreditorene involveres i styrets beslutninger
4	Vi jobber tett med de største kreditorene
5	Ved løpende info til interessentene
6	God kommunikasjon med leverandører og banker

Figur 22: Spørsmål 23. Hvordan jobber styret for å ivareta selskapets interesser under restrukturingsprosessen?

ANALYSE

I denne delen av avhandlingen vil forskningsspørsmålene gjennomgås med utgangspunkt i den teoretiske utredningen og de forskningsresultater som fremkommer fra den empiriske undersøkelsen. Avslutningsvis presenteres studiens konklusjon og forslag til videre forskning.

Forskningsspørsmål 1

Studiens første forskningsspørsmål søker å avdekke om brudd på asl § 3-4 og handlingsregelen i asl § 3-5 var den utløsende faktoren for gjennomføringen av restruktureringen i selskapet.

Et av studiens utvalgsriterier var at selskapet hadde gjennomført restruktureringer i perioden fra 2014 til 2016, dette bekreftes også gjennom forskningsresultatene, som viser til at alle selskapene enten har gjennomført operasjonelle restruktureringer, finansielle restruktureringer eller begge. Videre i undersøkelsen fremkommet det at ingen av selskapene mener selv å ha vært i brudd med aksjelovens forsvarlighetskrav § 3-4 i tilsvarende periode. Handlingsregelen i asl § 3-5 er heller ikke inntruffet i den aktuelle perioden. Dette i seg selv er ikke en uventet tilbakemelding, men på spørsmål om hva som var bakgrunnen for restruktureringen av selskapet nevner tre av seks selskap at likviditeten var uforsvarlig lav. Hele fem av seks selskap svarer også at noe av bakgrunnen for beslutningen lå i at selskapet i lengre var i stand til å imøtekomme sine fremtidige forpliktelser.

Dersom selskapets likviditet er uforsvarlig lav og selskapet ikke er i stand til å imøtekomme sine fremtidige forpliktelser, slik tilfellet er for flere av selskapene i undersøkelsen, kan dette gi grunnlag for at handleplikten skulle vært inntruffet. Selv om likviditetsbegrepet ikke eksplisitt kommer til uttrykk i asl. § 3-5 er utgangspunktet for handleplikten forsvarlighetsbestemmelsen i asl § 3-4. Likviditetsbegrepet i asl § 3-4 er først og fremst ment som en påminnelse til styret om at forsvarlighetsvurderingen omfatter både soliditet og likviditet. Unnlattelsen ved å inkludere likviditetsbegrepet i handlingsreglene etter asl § 3-5 betyr derfor lite i praksis. Likviditetsvurderingen kommer implisitt til uttrykk og en uforsvarlig lav likviditet pålegger styret i selskapet en plikt til å handle etter asl § 3-5, på lik linje med en uforsvarlig egenkapital.

Det er verdt å legge merke til at ingen av selskapene angir at en uforsvarlig lav egenkapital var bakgrunnen for restruktureringen. Ser vi denne påstanden opp imot det innledende spørsmålet om hvilke typer restrukturering selskapet har gjennomgått, svarer fire av seks selskap at de har vært igjennom finansielle restruktureringer i den aktuelle perioden.

Finansielle restruktureringer blir i undersøkelsen definert som summen av de tiltak som iverksettes for å bedre kapitalstrukturen med fokus på selskapets eiendeler og gjeld. Forsvarlighetskravet er som tidligere nevnt skjønnsmessig utformet og pålegger styret å opptre aktsomt ved forsvarlighetsvurderingen ut fra informasjonen tilgjengelig på vurderingstidspunktet. Helhetsvurderingen av selskapets økonomiske stilling er kompleks, og beror på om selskapets egenkapital og likviditet kan ansees forsvarlig med henvisning til den konkrete risikoen ved og omfanget av virksomheten. De mindre inkonsistensene i selskapenes besvarelser er vanskelig å kommentere da de kan ha gyldige forklaringer for de enkelte selskap. Men på bakgrunn av bestemmelsens skjønnsmessige utforming og kompleksiteten i vurderingen, kan det argumenteres for at styret kanskje ikke har tilstrekkelig og detaljert kjennskap til bestemmelsens innhold selv om alle selskapene klart gir uttrykk for at de er kjent med både bestemmelsen i asl. § 3-4 og § 3-5.

Det er videre verdt å legge merke til av hele fem av seks selskap oppgir brudd på covenantskrav som en av grunnene til at selskapet gjennomførte restruktureringsprosessen. Dette betyr at selskapets kreditorer antakelig fastslår strengere krav til selskapets økonomiske forhold enn det som fremgår av norsk selskapsrett. Formålet med bestemmelsen i asl § 3-4 er nettopp å verne selskapets kreditorer og virke preventivt ved å bidra til at selskapets egenkapital og likviditet ikke synker under et forsvarlig nivå (Bråthen, 2013). Hensikten med reglene i asl § 3-5 er at styret og generalforsamlingen skal kunne iverksette tiltak i tide for å redde selskapet og sikre kreditorenes interesser (Bråthen, 2013). Når brudd på kreditorenes egne covenantskrav viser seg å være den mest utbredte grunnen til at selskapet beslutter å restrukturere virksomheten, virker det som bestemmelsene i asl § 3-4 og § 3-5 bare oppfattes som et minstekrav for de akseptable økonomiske forhold i selskapet. Kreditorenes tiltro til at aksjelovens forsvarlighetsbestemmelser skal sikre deres interesser virker tilsynelatende svekket, og ytterligere krav til selskapets økonomiske forhold er derfor inkludert i låneavtalene. Kredittrisikoen i offshoremarkedet er betydelig og den omfattende risikoen kreditorene påtar seg i dette markedet kan forsvare disse forhold.

På spørsmål om hvem som initierte beslutningen om å restrukturere selskapet, angir et av selskapene at det nettopp var kreditorene som initiert beslutningen. Normalt ville ikke slike beslutninger initieres av selskapskreditorene. De resterende selskapene i undersøkelsen angir at det er selskapets styre eller ledelse som står bak beslutningen om å restrukturere selskapet. Dette er mer i tråd med det selskapsrettslige regelverket om ansvarsfordeling og myndighet i aksjeselskap som beskrevet i det teoretiske kapitelet.

Forskningsspørsmål 2

Studiens andre forskningsspørsmål skal undersøke om aksjelovens bestemmelse i § 3-4 er sentral for beslutninger som treffes under restruktureringsprosessene. Hva som ligger i at bestemmelsen i § 3-4 skal gjelde «til enhver tid» forteller lov og forarbeider lite om, men dersom selskapet er i en restruktureringsprosess vil det være naturlig at selskapet forsikrer seg om at forsvarlighetskravet blir overholdt. Styret bør også forsikre seg om at egenkapitalen og likviditeten i selskapet er i overensstemmelse med bestemmelsen etter at restruktureringer er ferdigstilt. Overholdelse av forsvarlighetskravet er viktig av flere grunner, blant annet legger dette føringer for hva som kan utdeles fra selskapet. Mest sentralt står imidlertid hensynet til selskapets kreditorer og aksjonærer, som begge vil ha interesse av å opprettholde gode økonomiske forhold i selskapet.

Fra forskningsresultatene fremgår det at kravet til en forsvarlig egenkapital og likviditet har vært styrende for beslutninger under restruktureringsprosessen. Dette sammenfaller med at fem av seks selskap mener at forsvarlighetskravet bidrar til økt oppmerksomhet rundt selskapets økonomiske stilling. Ifølge forarbeidene har nemlig bestemmelsen sin viktigste funksjon gjennom å gi selskapets ledelse en påminnelse og oppfordring til å foreta løpende vurderinger av selskapets økonomiske situasjon og iverksette nødvendige tiltak (Justis- og beredskapsdepartementet, 1996).

At bestemmelsen i asl § 3-4 viser seg å øke styrets oppmerksomhet mot selskapets økonomiske situasjon kan bety at bestemmelser oppfyller nettopp det den har til hensikt å gjøre. Resultatene viser i også at selskapene mener bestemmelsen er styrende for beslutninger under restruktureringene. Dette styrker påstanden om at aksjelovens § 3-4 har betydning for forvaltningen av selskapet under restruktureringsprosessene.

På spørsmål om hvordan de ulike selskapene vurderer forsvarlighetskravet er det interessant å studere om styret vurderer forsvarlighetskravet i den fulle utrekning som loven hentyder. Forskningsresultatene er noe uklare på hva selskapet virkelig fortar seg ved forsvarlighetsvurderingen, men tre av seks selskap sier de tar hensyn til både egenkapitalen og likviditeten i selskapet når de foretar forsvarlighetsvurderingen. Dette tyder på at styret er kjent med lovens utstrekning og er innforstått med plikten til å vurdere både selskapets egenkapital og likviditet. Likevel forteller de andre tre selskapene at de kun vurderer selskapets betalingsevne og likviditet, og nevner ikke at egenkapitalen er gjenstand for tilsvarende vurdering. Dette tyder på at styret i 50 % av selskapene ikke foretar en fullstendig vurdering av egenkapitalen i selskapet. Selskap fem og seks nevner i tillegg at forsvarlighetsvurderingen som gjennomføres kun omhandler selskapets løpende forpliktelser og om selskapet er i overensstemmelse med kreditorenes covenantstkrav.

I utgangspunktet vil ikke kreditorenes covenantskrav inngå i en forsvarlighetsvurdering, men det vil nok i praksis være hensiktsmessig for selskapet å holde seg orientert om selskapet er i brudd med eventuelle covenantskrav, da dette ofte leder til at kreditorene blander seg inn i selskapets drift. At selskapet tilsynelatende ikke tar hensyn til egenkapitalen ved forsvarlighetsvurderingen kan henge sammen med at denne vurderingen er svært omfattende, og gjelder forhold som ikke påvirker selskapets daglige drift. Som utledningen viser, er vurderingen av selskapets egenkapital utstrakt. Det stilles blant annet en rekke føringer til hva som inngår i selskapets reelle egenkapital. Når styret i tillegg skal vurdere egenkapitalens størrelse opp mot hva som er forsvarlig ut fra risikoen ved, og omfanget av virksomheten, tydeliggjøres det at vurderingen krever betydelig innsikt, kompetanse og informasjon om selskapet, og deres omgivelser. Likviditeten kommer til gjengjeld klarere til uttrykk gjennom selskapets daglige drift. Dersom selskapets likviditet etter bestemmelsene i § 3-4 bestegnes som uforsvarlig lav, vil selskapet ofte få klare indikasjoner på dette. Selskapet vil for eksempel raskt få tilbakemeldinger fra leverandører, ansatte, myndigheter og kreditorer dersom de ikke evner å gjøre opp for sine løpende forpliktelser. At styret legger stor vekt på selskapets betalingsevne er derfor forståelig, men det er likevel et krav at selskapet til enhver tid har en egenkapital som er forsvarlig.

Forskningsresultatene viser videre at alle selskapene mener de har tilstrekkelig kunnskap og informasjon som er nødvendig for å kunne foreta en vurdering av forsvarlighetskravet etter asl § 3-4. Bakgrunnen for spørsmålet retter seg blant annet til forvaltningsansvaret styret

pålegges gjennom asl § 6-12, samt om det foreligger et tilfredsstillende samspill mellom daglig leder og selskapets styre. Forsvarlighetsvurderingen skal skje med utgangspunkt i styrets kunnskap og informasjon på tidspunktet for vurderingen. Tilstrekkelig kunnskap og informasjon om selskapet, markedet, finansiell struktur og omgivelser er en viktig forutsetning for å kunne forta en forsvarlighetsvurdering. Som nevnt innledningsvis påstår ingen selskap i undersøkelsen at de har vært i brudd med forsvarlighetskravet. Likevel svarer enkelte selskap at de har hatt uforsvarlig lav likviditet som har vært noe av bakgrunnen for at de har gjennomført restruktureringer. Denne motstridende informasjonen kan tyde på at selskapet kanskje ikke har tilstrekkelig kunnskap om hva som inngår i forsvarlighetskravet.

På spørsmål om hva som var selskapets hovedfokus under restruktureringsprosessene kommer igjen hensynet til å overholde kreditorenes covenantskrav klart frem. Samtidig fokuserer flere selskap på å sørge for fortsatt drift av virksomheten, samt at likviditeten er et fokusområde. Sett i sammenheng med at alle selskapene forteller at forsvarlighetskravet i asl § 3-4 er styrende for beslutninger som fattes under restruktureringene kan denne informasjonen virke upresis. En mulig tolkning kan være at selv om aksjelovens bestemmelser om en forsvarlig egenkapital og likviditet er sentral for beslutningene er det ikke dette selskapets styre retter mest oppmerksomhet til. Hensynet til å bedre likviditeten og sikre at selskapet er i overenstemmelse med kreditorenes covenantskrav, ser ut til å være av større interesse for selskapet enn hensynet til forsvarlighetsbestemmelsen.

Forskningsspørsmål 3

Studiens siste forskningsspørsmål skal undersøke om aksjelovens § 3-4 ivaretar både aksjonærenes og kreditorenes interesser under restruktureringsprosesser. Det overordnede formålet med lovbestemmelsen i § 3-4 beror nettopp på hensynet til selskapets interessenter. Bestemmelsen skal verne både aksjonærenes og kreditorenes interesser slik at de ikke påføres betydelige tap.

Norske medier har gjennom hele oljekrisen rettet mye oppmerksomhet rundt interessekonflikter under restruktureringer innenfor offshorebransjen. Lovens forarbeider poengterer at det kan oppstå interessemotsetninger mellom selskapets interessenter for hvilke momenter som er avgjørende ved forsvarlighetsvurderingen. På spørsmål om styret er kjent

med interessemotsetninger mellom selskapets aksjonærer og selskapets kreditorer under restruktureringsprosessen, svarer alle, bortsett fra selskap 5, bekreftende til dette.

Både eierne og kreditorene har en felles interesse i selskapet gjennom at den opprinnelige investeringen skal generere avkastning. De vil naturlig nok ha ulike oppfatninger av hva som bør vektlegges under restruktureringsprosesser, men ønske om å begrense sine tap er felles for begge parter. Restruktureringsprosessene omtales gjerne som en kamp om å fordele tapet. Utfallet av restruktureringene er ulike, men de vanligste løsningene resulterer ofte i en endret eierstruktur, gjeld som konverteres til egenkapital, aksjonærer som må tilføre frisk kapital eller kreditorer som må nedskrive gjelden.

At det kan oppstå interessemotsetninger over hvilke momenter som er avgjørende for å bedre selskapets økonomiske situasjon er naturlig, noe resultatene fra undersøkelsen også gjenspeiler. Det er mer overraskende at et av selskapene ikke er kjent med slike interessemotsetninger. Dette skyldes nok at selskapet har et svært godt forhold til sine kreditorer og klarer å finne løsninger som fordrer begge parter. På spørsmål om hvordan selskapet ivaretar sine interesser under restruktureringene oppgir flere av selskapene at de jobber tett med kreditorene, har hyppige møter og opprettholder en god kommunikasjon. Å involvere kreditorene på et tidlig stadium i prosessene styrker relasjonen og bidrar til å minimere interessekonfliktene.

Respondentene ble stilt ovenfor flere påstander rundt interessemotsetningene i et forsøk på å avklare hvilke interesser som er mest fremtredende under restruktureringene. Blant annet fremkommer det at fire av selskapene er enig i påstanden om at kreditorenes interesser er styrende for beslutninger tatt under restruktureringene. Videre er bare et av selskapene enig i at aksjonærenes interesser blir sidestilt med kreditorenes interesser under restruktureringsprosessene. Dette viser en klar tendens til at kreditorene legger mye av føringene for hvordan selskapet skal restrukturere virksomheten. Tendensen kan sees i sammenheng med tidligere funn hvor det kommer frem at bakgrunnen for flere restruktureringer skyldes at selskapet har vært i brudd med kreditorenes covenantskrav. Dersom restruktureringene av selskapet i stor grad skyldes brudd på kreditorenes egne krav til selskapets økonomiske forhold, er det forståelig at nettopp disse interessene blir hensyntatt under restruktureringene.

På spørsmål om styret opplever at aksjelovens § 3-4 ivaretar aksjonærenes interesser under restruktureringsprosessen svarer halvparten av respondentene at de verken er enig eller uenig. De andre tre selskapene er mer enig i denne påstanden. Dette viser en noe passiv holdning til påstanden. Dersom aksjeloven virkelig hadde vernet om aksjonærenes interesser, ville nok flere selskap i undersøkelsen vært tydeligere på denne oppfatningen. Når respondentene blir spurt om de opplever at kreditorenes interesser sikres, så lenge selskapet overholder en forsvarlig egenkapital og likviditet etter bestemmelsen i § 3-4, svarer tre av seks respondenter bekreftende til dette, mens kun et av selskapene er uenig. Hvis det er slik at forsvarlighetskravet virkelig sikret kreditorenes interesser, skulle man anta at både selskapets ledelse og kreditorene ville rette større oppmerksomhet til bestemmelsen under restruktureringer. Det er tydelig at kreditorene ikke er av den oppfatning at forsvarlighetsbestemmelsen sikrer deres interesser når de legger inn ytterligere krav til selskapets økonomiske forhold ved inngåelse av låneavtaler. Det kan tenkes at kreditorene ikke anser forsvarlighetskravet som tilstrekkelig for å sikre deres interesser. Eventuelt kan de være av den oppfatning at selskapene ikke retter nok oppmerksomhet til forsvarlighetsbestemmelsen, og har liten tro på at de overholder kravene som pålegges i asl § 3-4.

KONKLUSJON

Studien har tatt utgangspunkt i følgende hovedproblemstilling:

«Hvordan forholder styret seg til aksjelovens forsvarlighetskrav i § 3-4 under restruktureringer i norske offshorerederi?»

Konklusjonen trekkes på bakgrunn av forskningsspørsmålene drøftet i studiens analyse. Denne studien viser at brudd på aksjelovens forsvarlighetsbestemmelse i § 3-4 og handlingsregelen i § 3-5 ikke ser ut til å være den utløsende faktoren for at norske offshorerederi gjennomfører restruktureringer. Studien finner flere delte erfaringer hos rederiene om hvilke faktorer som utløser restruktureringer av selskapene. Observasjoner tyder på at kreditorenes covenantskrav i stor utstrekning er bakgrunnen for de fleste restruktureringer. Dette skyldes antakelig at kreditorenes covenantskrav stiller strengere rammer til rederienes økonomiske forhold enn hva som pålegges gjennom bestemmelsene i aksjelovens § 3-4 og § 3-5.

Forskningsresultatene finner ikke noe entydig svar på om aksjelovens § 3-4 har en sentral rolle for beslutninger som treffes under restruktureringer i norske offshorerederi. De aller fleste rederiene i undersøkelsen mener forsvarlighetskravet både øker oppmerksomheten rundt selskapets økonomiske stilling og er styrende for selskapets beslutninger. Likevel tyder andre funn på at mye av oppmerksomheten under restruktureringsprosessene er rettet mot å overholde kreditorenes krav.

Studien finner at aksjeloven § 3-4 ikke ivaretar aksjonærens og kreditorenes interesser under restruktureringer i norske offshorerederi. Hensynet til kreditorenes interesser er styrende under restruktureringsprosessene og forsvarlighetskravet ser ikke ut til å verne om både eiernes og kreditorenes interesser slik bestemmelsen har til hensikt å gjøre.

Videre forskning

Av hensyn til både tid og plass er det flere observasjoner i denne studien som er interessante å forfølge videre. En av utfordringene har vært manglende deltakelse fra børsnoterte offshorerederi. Med utgangspunkt i de interessemotsetningene som fremkommer i denne studien ville det vært svært interessant å avdekke tilsvarende forhold i allmennaksjeselskap. Spesielt med tanke på den mye omtale interessekonfliktene mellom eiere, sikrede kreditorer og obligasjonseier i ulike offshorerederi.

Samtidig ville det vært spennende å gjennomføre forskning av kompetansenivået til styremedlemmer i norske offshorerederi for å og studere hva de forstår med forsvarlighetsbestemmelsen i aksjelovens § 3-4 og handlingsregelen i § 3-5.

KILDELISTE

Lover

Aksjeloven. (1976). Lov om aksjeselskaper. (LOV-1976-06-04-59). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NLO/lov/1976-06-04-59>.

Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper (LOV-1997-06-13-44). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=asl>.

Allmennaksjeloven. (1997). Lov om allmennaksjeselskaper (LOV-1997-06-13-45) Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=asal>.

Endringslov til aksjeloven. (2013). Lov om endring i aksjelovgivningen mv. (LOV-2013-06-14-40). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/2013-06-14-40>.

Endringslov til aksjeloven. (2017). Lov om endring i aksjelovgivningen mv. (LOV-2017-06-16-71). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2017-06-16-71>.

Endringslov til aksjeloven. (2011). Lov om endringer i aksjeloven mv. (LOV-2011-12-16-63).

Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/LTI/lov/2011-12-16-63>.

Regnskapsloven. (1998) Lov om årsregnskap m.v. (LOV-1998-07-17-56). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56?q=rskl>.

Revisorloven. (1999). Lov om revisjon og revisorer (LOV-1999-01-15-2). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-01-15-2?q=revisor>.

Forarbeider

Justis- og beredskapsdepartementet. (2013). *Endringer i aksjelovgivningen m.v.*

(forenklinger). (Prop. 111 L (2012-2013)). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-111-l-20122013/id721283/>.

Justis- og beredskapsdepartementet. (1996) *Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskap*. (Ot.prp. nr. 23 (1996-1997)). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-23-1996-97-/id158438/sec1>.

Justis- og politidepartementet. (1994). *Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)*. (Ot.prp. nr. 36 (1993-1994)). Hentet fra <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Stortingsforhandlinger/Lesevisning/?p=1993-94&paid=4&wid=a&psid=DIVL698>.

Justis- og politidepartementet. (2006). *Om lov om endringer i aksjelovgivningen m.v.* (Ot.prp. nr. 55 (2005-2006)). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-55-2005-2006-/id401810/>.

NOU 1996: 3. (1996). *Ny aksjelovgivning*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1996-3/id140477/>.

NOU 1992: 29. (1992). *Lov om aksjeselskaper*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NOU/forarbeid/nou-1992-29>.

Nærings- og fiskeridepartementet. (2017). *Endringer i aksjelovgivningen m.v.* (Prop. 112 L (2016-2017)). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-112-l-20162017/id2549742/>.

Rettspraksis

HR-2016-1440-A

Rt. 1996 side 672

Litteratur

Aarbakke, M., Aarbakke, A., Knudsen, G., Ofstad, T. & Skåre, J. (2017). *Aksjeloven og allmennaksjeloven* (4. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.

Andenæs, M. (2006). *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper* (2. utg.). Oslo: Calax.

Arzac, E. J. (2005). *Valuation for mergers, buyouts and restructuring*. USA: Wiley.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3. utg.). Boston: Pearson.

Blumberg, B. (2011). *Business Research Methods*. Berkshire: McGraw Hill.

Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A. J. (2001). *Investments* (10. utg.). Berkshire: McGraw-Hill.

Bryman, A. & Bell, E. (2003). *Business Research Methods* (1. utg.). New York: Oxford University Press

Bryman, A. & Bell, E. (2007). *Business Research Methods* (2. utg.). New York: Oxford University Press

Bryman, A. & Bell, E. (2015). *Business Research Methods* (4. utg.). New York: Oxford University Press.

Bråthen, T. (2013). *Selskapsrett* (4. utg.). Oslo: Focus Forlag.

Bråthen, T. (2004). *Styremedlem og aksjonær*. Bergen: Fagbokforlaget.

- Busch, T. (2013). *Akademisk skriving*. Trondheim: Fagbokforlaget.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). New Jersey, USA: Wiley.
- Denscombe, M. (2003). *The Good Research Guide for small-scale social research projects* 2. utg.). England: Open University Press.
- Denzin, Norman K. og Yvonna S. Lincoln. (2011). *The SAGE handbook of qualitative research*. Los Angeles: Sage.
- Ghauri, P. & Grønhaug, K. (2010). *Research Methodes in Buisness Studies* (4. utg.) England: Pearson Education Limited.
- Gripsrud, G., Olsson, U. & Silkoset, R. (2004). *Metode og dataanalyse med fokus på beslutninger i bedrifter*. Sandvika: Høyskole Forlaget.
- Gripsrud, Geir, Ragnhild Silkoset og Ulf Henning Olsson. (2010). *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP*. Høyskoleforlaget
- Grønmo, S. (2004). *Samfunnsvitenskapelige metoder*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (2. utg.). Handelshøyskoleforlaget.
- Jacobsen, D. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. utg.). Oslo: Cappelen Damm.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk - administrative fag* (3. utg.). Oslo: Abstrakt forlag.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering* (2. utg.). Oslo/Bergen: Fagbokforlaget.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget

Penman, S. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4. utg.). New York: McGraw-Hill.

Petersen, C. V. Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit analysis, Performance evaluation*. Bergen: Bokforlaget.

Picker, R. Clark, K. Dunn, J. Kolitz, D. Livne, G. Loftus, J. Tas, L. (2016). *Applying IFRS Standards* (4.utg.). United Kingdom: Wiley.

Saunders, A. & Cornett, M. M. (2012). *Financial Markets and Institutions* (5.utg.). Singapore: McGraw-Hill/Irwin

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2016). *Research Methods for Business Students* (7. utg.). Harlow, England: Pearson.

Thagaard, Tove. (2009). *Systematikk og innlevelse: en innføring i kvalitativ metode*. Bergen: Fagbokforl.

Tjora, A. (2013). *Kvalitative forskningsmetoder* (2. utg.). Oslo: Gyldendal.

Woxholth, G. (2014). *Selskapsrett* (5. utg.). Oslo: Gyldendal.

Nettsider

Aker BP. (2018). Kredittfasilitet. Hentet fra

https://www.akerbp.com/ordbok/?explanatory_dictionary_alphabet_letter=K

Bjerkholt, B. (2016. 8. desember). Sniking i køen. Hentet fra

<https://www.dn.no/dagensavis/2016/12/08/2145/Pa-innsiden/sniking-i-koen>

- Brønnøysundregistrene (2018, 2. august). Bedrifts- og foretaksstatistikk. Hentet fra <https://www.brreg.no/produkter-og-tjenester/statistikk/bedrifts-og-foretaksstatistikk/>.
- Bugge, N. & Herdlevær, T. (2017, 29. september). Restrukturering innenfor offshorebransjen. Hentet fra <http://www.selmer.no/no/nyhet/restrukturering-innenfor-offshorebransjen>.
- Christensen, J. (2018, 28. februar). - Vi ser en ny runde med restruktureringer. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <https://www.dn.no/nyheter/2018/02/28/1804/Energi/-vi-ser-en-ny-runde-med-restrukturering>.
- Clarkson Platou. (2017). Market Report – Shipping and Offshore. Hentet fra <https://www.clarksons.com/media/1119782/Market%20Report%202017%20CP%20Project%20Finance%20v.pdf>
- Dagens Næringsliv. (2018). Brent Spot kursutvikling. Hentet 31.08.2018 fra <https://investor.dn.no/#!/Ravare/C1/BrentSpot>
- DOF ASA. (2018, 31. august). The DOF Group Assets. Hentet fra <http://www.dof.no/en-GB/Assets>
- Flaaten, G. (2017, 9. mai). Derfor ble 2016 et blytungt år for offshore-rederiene. Hentet fra <https://sysla.no/offshore/derfor-ble-2016-et-blytungt-ar-for-offshore-rederiene/>
- Freeman, R.E. & Reed, D.L. (1999). Aksjonærer og interessenter – et nytt perspektiv på styring av foretak. *Magma*, 6/1999. Hentet fra <https://www.magma.no/aksjonarer-og-interessenter-et-nytt-perspektiv-paa-styring-av-foretak>.
- Garrido, J. M. (2012). Out-of-court Debt Restructuring. Hentet fra <https://siteresources.worldbank.org/INTLAWJUSTICE/Resources/OutOfCourtDebtRestructuringBeforeTypesetting.pdf>
- GIEK. (2017). Årsrapport 2017 til Nærings- og fiskeridepartementet. Hentet fra

https://www.giek.no/getfile.php/135288/web/Bilder/Kommunikasjon/Årsrapport%202017/GIEK_13567_Årsrapport%202017_LANG_WEB_oppslag2.pdf.

ISA 520. (2009). ISA 520 Analytiske handlinger. Hentet fra

<https://www.revisorforeningen.no/globalassets/fag/standarder-og-veiledninger/revisjonsstandardene/isa-520-analytiske-handlinger.pdf>

ISA 315, (2012). Identifisering og vurdering av risikoene for vesentlig feilinformasjon gjennom forståelse av enheten og dens omgivelser. Hentet fra

<https://www.revisorforeningen.no/globalassets/fag/standarder-og-veiledninger/revisjonsstandardene/isa-315-revidert-identifisering-og-vurdering-av-risikoene-for-vesentlig-feilinformasjon-gjennom-forstaelse-av-enheten-og-dens-omgivelse-26-10-2017.pdf>

Karlsen, L.A.D. (2018, 19. januar). Rekordmange nye aksjeselskap i 2017. Hentet fra

<https://forenkling.brreg.no/rekordmange-nye-aksjeselskap-i-2017/>

Konkursrådet (2012, 4. januar) Innføring i konkurs. Hentet fra

<http://www.konkursradet.no/innfoering-i-konkurs.305266.no.html#1.2>.

Ramsøy, O.J. Reve, T. & Nordkvelde, M. (2016). Offshore rederiene: Konsolidering eller konkurs. Hentet fra https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2425536/2016-03-Rams%C3%B8y_Reve_Nordkvelde.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Rasmussen, M & Torstein, J. (2018. 1. januar). Nye konkursrunder venter. Hentet fra

<https://www.dn.no/meninger/2018/01/01/1944/Kreditt/nye-konkursrunder-venter>

Rederiforbund, Norges. (2014). Norske Offshorerederier – skaper verdier lokalt, vinner globalt. Hentet fra <https://www.rederi.no/rapporter/>

Rystad Energy. (2017, 31. oktober). Internasjonal omsetning fra norske oljeserviceselskaper. Rapport til Olje- og energidepartementet. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-rapport-om-internasjonal-omsetning-fra-norske-oljeserviceselskaper/id2577062/>.

- Sandvik, S. (2017, 1. mars). Restrukturering i offshorenæringen. Hentet fra
Hentet fra <https://www.jus.uio.no/nifs/forskning/arrangementer/gjesteforelesninger-seminarer/sjorett/materiell/pp-siv-01.03.17.pdf>
- SSB. (2018) Bedrifts- og foretaksstatistikk. Hentet fra
<https://www.brreg.no/produkter-og-tjenester/statistikk/bedrifts-og-foretaksstatistikk/>
- SSB. (2018) Økonomiske analyser. Hentet fra
<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer>
- Strandli, A. (2018, 27. juni). Viking Supply selger tre PSVer. *Hegnar*. Hentet fra
<https://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2018/06/Viking-Supply-selger-tre-PSVer.>
- Stein, J. C. (1992). Convertible bonds as backdoor equity financing. Hentet fra
<http://www.nber.org/papers/w4028.pdf>
- Sundberg, J.D. (2016, 11. august). Slik er brikkene i supply-puslespillet. *E24*.
Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/aker/slik-er-brikkene-i-supply-puslespillet/23761141>.
- Sundberg, J.D. & Framstad, A.P. (2016, 28.januar) E24-kartlegging: Gjeldsbomben i oljebransjen. *E24*. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/oljebremsen/e24-kartlegging-gjeldsbomben-i-oljebransjen/23599646>
- Sysla. (2018). Opplagsregisteret. Hentet 31.08.2018 fra
[https://sysla.no/skipsdata/?rederi=\[%22New%20World%20Supply%22\]](https://sysla.no/skipsdata/?rederi=[%22New%20World%20Supply%22])

VEDLEGG