



Norway's new temporary law for voluntary restructuring

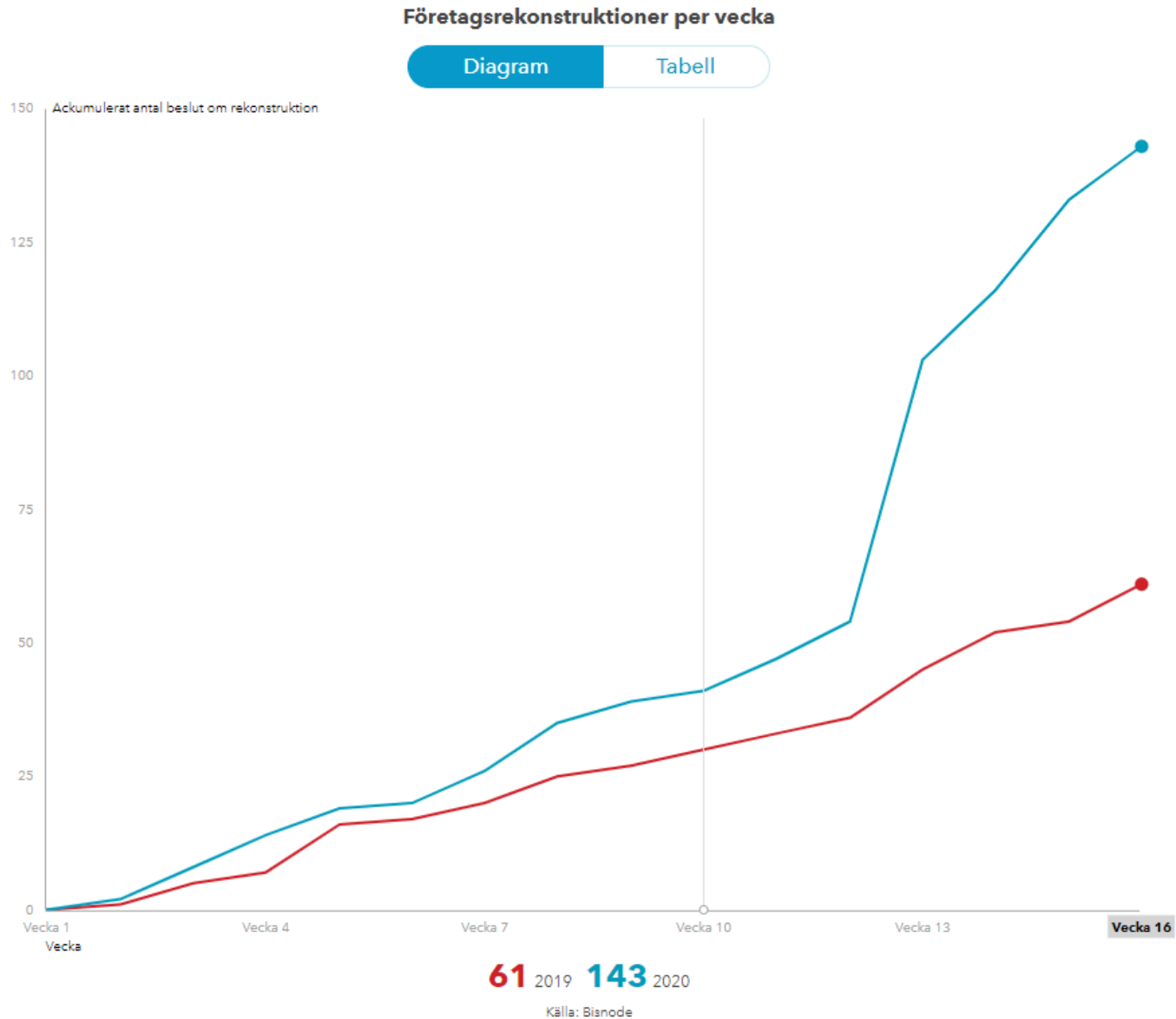
NFF webinar, May 12, 2020

Karin S. Thorburn

Research Chair Professor of Finance, Norwegian School of Economics

Adjunct Full Professor of Finance, The Wharton School of University of Pennsylvania

Företagsrekonstruktioner i Sverige 2020 (per 24.4)



Why do we need a bankruptcy code?

1. Save good firms in financial distress

- Allow firms with a fundamentally sound business model to fix a failed capital structure
- RHS of balance sheet

2. Kill bad firms in economic distress

- Provide an orderly liquidation of firms with a bad business
- LHS of balance sheet

• Why do voluntary workouts fail?

- Free-rider (holdout) problem
- Information asymmetries
- Conflict of interest

Key elements of an optimal bankruptcy code

1. Protect the going-concern value (LHS of BS)

- Prevent a creditor's race for the assets
- Protect suppliers, and contracts critical to the operations
- Ensure sufficient liquidity during reorganization

2. Provide a framework for negotiations (RHS of BS)

- Allocate bargaining power
 - Affects the outcome voluntary workouts
- Voting rules to bind dissenting creditors
- Verify asset values

3. Minimize costs (direct and indirect)

- Fast resolution

US Chapter 11 (reorganization code)

- **Strong protection of the going concern**

- Management stays in place
- Stay of debt claims (interest, principal, collateral)
- Debtor-In-Possession (DIP) financing
- Executory contracts can be terminated
- Preferential treatment of critical suppliers

- **Structured bargaining among creditors**

- Creditors can propose a plan or reorganization after 6 months
- Voting rules: 1/2 in # and 2/3 in \$ within a creditor class
- Cram-down (equitable and fair)
- Conversion of debt to equity (loan-to-own)
- §363 sales and credit bidding

Swedish bankruptcy (auction code)

- **Strong protection of the going concern**
 - Control transferred to bankruptcy trustee
 - Management continues to run the firm
 - Stay of debt claims
 - Claims incurred in bankruptcy get super-priority
- **Auction (instead of bargaining)**
 - Trustee organizes an auction of the firm
 - Has 12 months to find a buyer (mean 2 months)
 - Assets (going concern) sold to highest valuation bidder
- Debtholders are paid according to absolute priority (APR)
- Restructuring law similar to the new law in Norway

Norwegian bankruptcy (liquidation code)

- **Little protection of the going concern**
 - Suppliers last in line and stop deliver
 - Operations stop immediately
 - Secured creditors can seize collateral
 - Firm typically liquidated piecemeal
- Effectively, the “pie” implodes
 - Little value left to bargain over
 - By destroying the going concern, bankruptcy is extremely costly
 - This gives equity holders bargaining power outside of bankruptcy
- Distribution of value according to APR
 - Secured creditors seize most, if not all, of the value

New reorganization law fast-tracked in April 2020

15.4 Justisdepartementet fremmet lovforslaget i statsråd (Prop. 75 L)

17.4 Tildelt Justiskomiteen. Lene Vågslid (A) saksordfører

23.4 Komitebehandling (Innst. 244 L)

24.4 Første behandling i Stortinget

28.4 Andre behandling i Stortinget

11.5 Loven trår i kraft

- Loven kan anvendes i gjeldsforhandlinger åpnet etter 1.3.2020
- Erstatte konkurslovens første del om gjeldsforhandlinger
- Basert på utredning og forslag av Leif Villars-Dahl i 2016

Initiering av rekonstruksjon

- **Skyldneren selv**

- Då skyldneren har eller i overskuelig fremtid vil få alvorlige økonomiske problemer
 - Tidligere: då skyldneren er illikvid og insolvent
- Avgjøres innen tre dager

- **En kreditor**

- Kreditor må sannsynliggjøre at skyldneren ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller.
 - Krever skyldneren samtykke
 - Avgjøres innen to uker
- Virkning fra det tidspunkt da begjæringen kom inn til retten

Krav tilknyttet søknaden

- I begjæringen til retten redegjøres for
 - Hvordan rekonstruksjonen skal ordnes
 - Hvordan den skal finansieres
- Kanskje bare enkelte domstoler får behandle slike saker
 - Norge har over 60 domstoler
 - USA har <100 spesialiserte konkurs domstoler
- Retten kan kreve et sikkerhetsbeløp for kostnadene med rekonstruksjonen
- «Stay of debt»
 - Skyldneren får beskyttelse mot utlegg, tvangssalg, og konkurs i hele forhandlingsperioden

Aktørene

- Mest aktuelt for selskaper og da særlig aksjeselskaper
- Individuell behandling av hvert enkelt selskap
 - Mulig å åpne rekonstruksjon i flere norske konsernselskaper
 - Utfordringer i konsernforhold med utenlandske døtre
- Skyldneren beholder rådigheten (styret i aksjeselskaper)
 - Debtor in possession (DIP)
- **Rekonstruksjonsutvalg** (RU) oppnevnt av retten
 - Rekonstruktør (advokat)
 - Kreditorutvalget: 1-3 representanter for kreditorene
 - Representant for de ansatte (etter krav fra et flertall)
- RU fører tilsyn og skal gis full adgang til virksomheten
- RU kan også oppnevne borevisor til å foreta revisjon

Finansiering i forhandlingsperioden

- Skyldneren kan ta opp lån med RUs samtykke
- Til formål å finansiere drift i rekonstruksjonsperioden samt selve forhandlingene
- Pant med prioritet foran eksisterende panthavere i varelager, driftstilbehør, og utestående fordringer
- Kan spise inntil 5% av eksisterende panterettigheter (legalpant)
 - Maks NOK 820 000 kr per pant (700 x rettsgebyret)
- Retten kan omgjøre RUs samtykke
 - Hvis eksisterende panthaveres sikkerhet forringes vesentlig
 - Det ikke er tilstrekkelig behov for et slikt lån
 - Begjæring om omgjørelse må fremsettes innen 7 dager

Frivillig rekonstruksjon eller tvangsakkord

- Samme prosedyre: ikke et valg i forhandlingsperioden
- Forslag til tiltak skal fremlegges fordringshaverne innen 4 uker
 - Retten kan utsette møtet
 - Kan avholdes elektronisk uten fysisk møte
- Partene må ha funnet en løsning innen 6 måneder
- Frivillig rekonstruksjon
 - Full frihet ved sammensetning av forslaget
 - Krever ikke likebehandling av kreditorer
 - Enstemmighet: alle kreditorer må samtykke
 - Ved avslag: en ny sjanse til å fremme nytt forslag til frivillig rekonstruksjon eller tvangsakkord (innen 4 uker)

Mer or tvångsakkord

- Krav om minimumsdividende er frafallet (tidligere 25%)
- Forslaget kan gå ut på
 - Betalingsutsettelse
 - Prosentvis reduksjon av gjelden
 - Konvertering av gjeld til egenkapital
 - Overdragelse av virksomheten til ny eier
- Enkel majoritet (50%) beløpsmessig binder minoriteten (tidligere 2/3)
- Konvertering til egenkapital krever samtykke fra alle som konverteres
 - Skal godkjennes av generalforsamling (majoritet) i aksjeselskap
- Retten kan beslutte at ordningen skal omfatte samtlige kreditorer hvis de som nektet *åpenbart* ikke har *rimelig grunn* til dette
- Hvis forslaget blir forkastet må et nytt forslag komme snarest eller så blir det konkurs

Good aspects of the proposed restructuring law

- **Improved protection of the going concern**

- Restructuring can be initiated earlier
 - More going-concern value to save
 - Better liquidity to last through the restructuring process
- New liquidity through super-priority loans

- **Improved structure for bargaining in composition**

- Simple majority to bind minority in composition (previously 2/3)
- Eliminates requirement of 25% recovery
- The tax authority may give up its priority
- Allows conversion of debt to equity
 - Increases equity capitalization without new money

But the framework for bargaining is still weak

Voluntary restructuring

- Requires unanimity
 - Who needs a law when you can agree?

Composition

- Covers only unsecured creditors
 - Secured creditors and priority creditors must all agree
- All creditors must be treated equally
 - Makes it more difficult to find a solution
- Equity-conversion requires approval from every creditor
 - Holdouts very likely
 - May effectively prevent conversions
 - No cram down if shareholders disagree

The law is temporary

- Expires on January 1, 2022
 - Will be evaluated for a more permanent law after 2021
- Half of Swedish reconstructions in 2011-2015 succeeded
 - Key difference: wage guarantee
- Overall, a step in the right direction
- But we ain't there yet!