Samfunnsøkonomisk analyse av permanente regler om rekonstruksjon

av Aksel Mjøs, Andreas Ravndal Kostøl og Ibrahim Pelja

avgitt til Justis- og beredskapsdepartementet 15. februar 2021

Innholdsfortegnelse

1. Sammendrag 4
1.1 Anbefalinger 4
1.1.1 Sikring av fortsatt drift av levedyktige virksomheter 4
1.1.2 Ansattes rettigheter 5
1.1.3 Kompetansehevende tiltak 5
1.1.4 Elementer som effektiviserer rekonstruksjonsprosessen 5
1.1.5 Videreføring av kreditorers rettigheter i ny form 6
2. Mandat 7
3. Arbeidsgruppe og informasjonskilder 10
4. Introduksjon 11
4.1 Motivasjon og bakgrunn 11
4.2 Rekonstruksjon og konkurs i et økonomisk perspektiv 12
4.3 Avgrensninger 15
5. Relevant forskningsbasert innsikt i rekonstruksjon 16
5.1 Konkursinstituttet i Norge og andre land 16
5.1.1 Generelt om konkursinstituttet 16
5.1.2 Domstolenes rolle i konkursprosessen 21
5.1.3 Kvalitet og omdømme i konkursinstituttet 23
5.2 Selskapsperspektivet 24
5.3 Kreditor- og investorperspektivet 26
5.3.1 Egenskaper ved gjeld og egenkapital 26
5.3.2 Kapitalmarkedet 27
5.3.3 Tap ved konkurs og rekonstruksjon 28
5.3.4 Finansiering av rekonstruksjon gjennom superprioritert finansiering 30
5.4 Arbeidsmarkedsperspektivet 31
5.4.1 Arbeidstakernes rettigheter 31
5.4.2 Ansattes kostnader ved konkurs 33
5.5 Samfunnet og betydning for myndighetenes egen eksponering 34

5.6 Samlede kostnader ved konkurs 35
5.7. En alternativ modell for rekonstruksjon og konkurs 35
6. Fakta om konkurs og rekonstruksjon i Norge 38
7. Analyser av konkursdata fra Domstolsadministrasjonen 42
7.1 Økonomisk aktivitet i avviste konkursbegjæringer 42
7.2 Tap av humankapital. 44
7.3 Hvor kostbart er konkurs for ansatte? 47
7.4 Hvor dyrt er konkurs for staten? 48
8. Aktuelle databehov for overvåkning, analyse og forskning framover – hvordan må datainnsamlingen gjøres for å være nyttig 50
9. Vurderinger og anbefalinger 51
9.1 Sikring av fortsatt drift av levedyktige virksomheter 51
9.1.1 Sikring gjennom en mer gjennomsiktig konkursprosess 51
9.1.2 Sikring gjennom rekonstruksjonsprosess 52
9.2 Ansattes rettigheter 53
9.3 Kompetansehevende tiltak 54
9.3.1 Spesialistdomstoler for rekonstruksjon og konkurs 54
9.3.2 Aktørkompetanse 54
9.4 Elementer som effektiviserer rekonstruksjonsprosessen 55
9.5 Videreføring av kreditorers rettigheter i ny form 55
9.6. Øvrige tema fra mandatet 55
10. Vurdering av samlet samfunnsøkonomiske nytte og kostnad 57
11. Referanser 58

1. Sammendrag

Denne rapporten er et bidrag til arbeidet med å utarbeide en ny permanent lov om rekonstruksjon i norsk rett. På oppdrag fra Justis- og beredskapsdepartementet har vi gjort en samfunnsøkonomisk gjennomgang av rekonstruksjon som håndtering av selskaper i alvorlig økonomisk krise.

Vi har gjennomgått aktuell og relevant forskning innen både finans, regnskap, og arbeidsmarkedsøkonomi for å få fram innsikt rundt hva den nye loven bør ivareta. Forskningen er supplert med egne analyser av norske forhold, både fra selskaps- og ansatteperspektivet, samt statens egen involvering. I tillegg har vi hatt nyttig dialog med en rekke akademikere og praktikere som har gitt oss gode innspill og refleksjoner. Fokus er i større grad på hvordan lovgivningen kan sikre verdiene i et selskap i krise, enn reglene rundt hvordan disse skal fordeles i etterkant. Analysene og drøftingene dekker også i noen grad konkurser siden dette feltet naturlig er svært nær rekonstruksjon.

Lovgivningen bør sikre at prosessen rundt selskaper i krise medfører at:

1. forventet ulønnsomme selskap, hvor innsatsfaktorene (f.eks. eiendeler og ansatte) er ineffektivt allokert, likvideres (oppløses) slik at disse frigjøres til mer produktivt bruk,
2. forventet lønnsomme selskap som bruker innsatsfaktorene effektivt, men har midlertidige betalingsproblemer (illikviditet) eller kapitalproblemer (insuffisiens) restruktureres, og drives videre.
3. At verdiene og rettighetene blir fordelt på korrekt og forutsigbart vis til selskapets kreditorer og eventuelt andre interessenter.
4. I tillegg at prosessen i seg selv er effektiv, både med hensyn til direkte og indirekte kostnader som bæres av eiere og rettighetshavere, men også indirekte kostnader for ansatte, kunder, leverandører og samfunnet som helhet.

Vi har gjennomgått en omfattende litteratur som dokumenterer innsikt rundt hvordan rekonstruksjon fungerer i ulike land, sammenlignet rekonstruksjon med konkurs, og hvordan utfallene for selskaper, eiere, kreditorer og ansatte påvirkes av ulike regelverk. Dessuten ser vi på konsekvensene for staten av ulike regler. Vi fokuserer på virkningene av ulike regler på aktørenes adferd, men og på hvordan de samlet påvirker kostnadene ved slike prosesser og økonomien samlet. Et sentralt tema er hvordan kredittilgangen påvirkes av rekonstruksjons- og konkursreglene, samt betydningen av konkurs eller rekonstruksjon på de ansattes inntekt framover.

1.1 Anbefalinger

Anbefalingene er motivert ut fra å bidra til å redusere samlede konkurskostnader, i bred økonomisk forstand, mens de konkrete implikasjonene i jus og lovtekst er dekket i mindre grad. Anbefalingene er basert på innsikt dokumentert gjennom rapporten.

1.1.1 Sikring av fortsatt drift av levedyktige virksomheter

- Sikring gjennom en mer gjennomsiktig konkursprosess ved innføring av automatisk auksjon etter svensk modell i konkursprosesser, inkludert beskyttelse mot kreditorer og adgang til superprioritert finansiering.

- Sikring gjennom rekonstruksjonsprosess, der selskapet består som juridisk enhet, men er beskyttet fra kreditorer som på ulike måter kan sikre sine krav på bekostning av virksomheten som helhet. Motivasjonen for denne beskyttelsen er at en slik rekonstruksjon øker sannsynligheten for at selskapet og virksomheten kan videreføres og kreditorene får bedre dekning enn ved en likvidasjon som følge av en konkurs. I tillegg til å få til en effektiv prosess med lave kostnader til rekonstruktør og andre involverte, må selskapets drift sikres gjennom:
    - Beskyttelse av kjernevirksomheten ved at selskapet slipper å betjene sin kapital, men kan betale sine kritiske leverandører
    - Lønnsgaranti, eller generell statlig rekonstruksjonsfinansiering, som i dag kun er tilgjengelig i konkurs, dette kan og redusere behovet for superprioritert finansiering.
    - Superprioritert finansiering som både dekker prosesskostnader og driftskostnader for å sikre videre drift.

1.1.2 Ansattes rettigheter

Forskning viser at både eiere og kreditorer taper når ansattes rettigheter styrkes. Dette innebærer at både kreditorer og eiere kan ha et strategisk motiv for å heller velge konkurs enn rekonstruksjon hvis selskapet har overkapasitet og det er krevende å si opp ansatte. Argumentene for at ansatte bør ta en viss kostnad ved rekonstruksjon er, for det første at de som interessentgruppe ikke kan forvente å være fullstendig beskyttet, for det andre reduserer det insentivene til å heller velge konkurs, for det tredje er det en overordnet sammenheng mellom ansattes rettigheter og kredittilgang, og derfor samlet sysselsetting og lønn. Et rekonstruert selskap bør ha tilsvarende mulighet til å bygge en fremtidsrettet arbeidsstokk som et selskap som gjennomgår en konkurs.

1.1.3 Kompetansehevende tiltak

Det er behov for mer forutsigbare prosesser og mer kompetanse i å bevare verdier enn å fordele dem.

- Spesialistdomstoler for rekonstruksjon og konkurs, for effektivitet og styrket kompetanse i domstolenes behandling av disse sakene.
- Økt aktørkompetanse, både i selskapsstyrer og ledelser, samt at rekonstruktøren også bør kunne være en forretningskyndig person med støtte fra jurister, enn det motsatte.

1.1.4 Elementer som effektiviserer rekonstruksjonsprosessen

Kjernen i et godt lovverk på rekonstruksjons- og konkursområdet er at konkurskostnadene er optimalt lave. Det vil alltid kreve ressurser og kostnader å finne de optimale løsningene, men det er likevel viktig å øke effektiviteten og redusere kostnadene i en rekonstruksjon:

- Adgang til å redusere eller droppe varslings- og kunngjøringsperiodene i prosessen når et flertall av kreditorene er enige i det og kunngjøringene er distribuert på betryggende vis.
- Tilpasse stemmerettsreglene slik at de i større grad favoriserer effektiv prosess og løsninger som flertallet foretrekker, heller enn å gi urimelig forhandlingsmakt til de minste kreditorene. Konkret kan det bety at man kan vedta en tvangsakkord med ⅔-dels flertall og at man med 2/3-dels flertall også kan vedta konvertering av krav til aksjer. Dette har elementer av "cram-down" fra eksempelvis amerikansk rett og har støtte i insolvensdirektivet fra EU.
- Heldigital informasjonsutveksling, signaturer, møtegjennomføring, bekreftelser osv.

- Kompensasjon som gir bedre samsvar mellom interessene til kreditorene og de som driver prosessen. I dag er de fleste involvert i en rekonstruksjon betalt per time, uavhengig av hvor god løsningen er og hvor rask prosessen er. Dette gir uheldige incentiver mot å drive fram en effektiv prosess og det er derfor ønskelig å se på avlønningsmodeller som i større grad gir sammenfall mellom rådgivere og kreditorers interesser.

1.1.5 Videreføring av kreditorers rettigheter i ny form

Forslaget til en revidert konkurs/rekonstruksjonsprosess, foreslått av Aghion, Hart og Moore i 1992, som innebærer at alle krav umiddelbart konverteres til egenkapital i selskapet har potensielt betydelige gevinster både for selskap, interessenter og samfunn. Denne bør utredes videre for å avklare om den er relevant for å tas med i norsk rett.

2. Mandat

Oppdrag gitt av Justis- og beredskapsdepartementet i brev 10.11.2020:

«Mandat – samfunnsøkonomisk analyse av etablering av permanente regler om rekonstruksjon Effektive rekonstruksjonsregler kan bidra til at levedyktige bedrifter som har fått økonomiske problemer, i større grad kan videreføres. Behovet for effektive rekonstruksjonsregler aktualiseres ytterligere av utbruddet av covid-19 og betydningen av utbruddet for norsk økonomi. Samtidig er det nødvendig at lite produktive og ulønnsomme virksomheter legges ned slik at ressursene kan benyttes i mer effektive virksomheter. Hvis ulønnsom virksomhet ikke avvikles, kan det ha uheldige konsekvenser for produktiviteten i norsk økonomi. Produktivitetskommisjonen viste i NOU 2016: 3 til at effektiv konkurshåndtering er sentralt for god flyt av ressursene.

En ny, midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19 (rekonstruksjonsloven) ble vedtatt 7. mai 2020. Loven erstatter reglene om gjeldsforhandling i konkurslovens første del så lenge den er i kraft. Utformingen av den midlertidige loven har bakgrunn i dommer Leif Villars-Dahls utredning «Rekonstruksjon i turbulente tider – dynamiske virkemidler ved økonomiske problemer», som var på høring høsten 2016. Bakgrunnen for utredningen var at det ble åpnet svært få gjeldsforhandlinger etter de tidligere reglene.

Den midlertidige loven oppheves 1. januar 2022. Det vil i den forbindelse bli vurdert permanente regler om rekonstruksjon, som bygger på og videreutvikler løsningene i den midlertidige loven og som erstatter reglene i konkurslovens første del. Eventuelle permanente regler om rekonstruksjon skal gi en rettslig ramme for forhandlinger med kreditorene med sikte på en frivillig eller tvungen ordning av gjelden slik at man kan unngå at skyldneren slås konkurs. Sentrale formål med et nytt regelverk vil være å unngå unødige konkurser i levedyktige virksomheter og å bidra til høyest mulig verdiskapning innenfor bærekraftige rammer. Hensynet til at virksomheten skal kunne leve videre, og hensynet til å beskytte fordringshaverne kan trekke i ulike retninger, og må balanseres.

Justis- og beredskapsdepartementet er nå i en tidlig fase av arbeidet med å utrede permanente lovregler. I den forbindelse ønsker departementet å innhente en samfunnsøkonomisk analyse av etablering av permanente regler for rekonstruksjon. Det bes om en helhetlig samfunnsøkonomisk analyse av dette i tråd med r-109/14 om samfunnsøkonomiske analyser. Utrederen bes gjøre en forholdsmessighetsvurdering av omfanget av analysen, gitt det informasjonsgrunnlaget som foreligger, at utredningsarbeidet er i en tidlig fase, og omfanget av de antatte konsekvensene.

Det overordnede samfunnsøkonomiske spørsmålet når det gjelder konkurs, dreier seg om hvordan ressursene som er bundet opp i foretaket, best anvendes framover. Bør de fristilles eller reorganiseres, og uansett, hvordan kan man unngå at de står ubrukt i lang tid?

En mulig antakelse er at ressurser som er bundet i et foretak som drives for kreditorenes regning, har dårlig anvendelse, og dermed at regelverket må legge til rette for at ressursene raskt og enkelt kan frigjøres til bruk i andre eller nye foretak. Dette innebærer at restverdier må vernes fra videre (og tapsøkende) drift og returneres så langt som mulig til eierne. Alternativt kan det antas at verdien av et eksisterende foretak er større enn summen av de enkeltressursene som inngår i foretaket, bl.a. fordi det er kostbart å opprette nye foretak. I så fall vil en videreføring av driften i utgangspunktet være den mest lønnsomme anvendelsen av ressursene, og rekonstruksjon som retter opp i finansieringen og legger til rette for produksjonsforbedringer, bør da foretrekkes. Et sentralt spørsmål er i hvilken grad regelverket

skal vektlegge hensynet til å verne kreditors krav (antakelse 1) og hensynet til å verne foretaket (antakelse 2), herunder om man i noen grad kan ivareta begge hensynene.

Analysen skal bidra til en helhetlig vurdering av hvordan eventuelle regler om rekonstruksjon bør utformes for å legge best mulig til rette for at formålene med regelverket kan oppnås. Videre skal analysen bidra til klarlegging og synliggjøring av virkningene av det kommende lovforslaget. I den grad den samfunnsøkonomiske analysen kan belyse følgende spørsmål, er det derfor ønskelig at de omfattes av analysen:

- Likviditet til drift er en sentral utfordring for bedrifter hvor rekonstruksjonsforhandling kan være aktuelt. I hvilken grad vil regler om pant for lån til slik finansiering med såkalt «superprioritet», i tråd med rekonstruksjonsloven § 19, kunne gjøre det vanskeligere for virksomheter å få finansiering for øvrig, og i hvilken grad kan dette antas å veies opp gjennom fordeler ved adgang til slik lånefinansiering? Hvilke samfunnsøkonomiske konsekvenser vil en ytterligere adgang til lån med såkalt «superprioritet», for eksempel i realregistrerbart løsøre, kunne få? Bør det innføres andre regler for å sikre bedre tilgang til finansiering av virksomheten under rekonstruksjonsforhandling? Prioritet ved ny finansiering bør vurderes opp mot bl.a. hensynet til eksisterende, sikrede kreditorer.
- Hva vil være samfunnsøkonomiske konsekvenser ved offentlig finansiering av lønn, f.eks. over lønnsgarantiordningen, til bedrifter under rekonstruksjonsforhandling? Bør regler om dette eventuelt ha betydning for utformingen av vilkårene for å begjære rekonstruksjonsforhandling, og i så fall hvordan?
- Hva vil være samfunnsøkonomiske konsekvenser av å endre reglene om nedbemanning for selskaper under rekonstruksjonsforhandling?
- Bør prioritetsrekkefølgen for krav endres?
- Bør det innføres særskilte regler om klasseinndeling av kreditorer eller lignende løsninger? Merk i den forbindelse reglene om dette i restrukturerings- og insolvensdirektivet (2019/1023/EF).
- Bør skyldnerens beskyttelse mot utlegg og tvangsdekning under rekonstruksjonsforhandlingene videreføres i de permanente lovreglene? Restrukturerings og insolvensdirektivet har noe avvikende regler om dette, vil forskjellene i reglene gi ulike utslag for de samfunnsøkonomiske konsekvensene av slike regler?
- Hvilke konsekvenser vil det ha for fordringshaverne om kravet til minstedividende på 25 pst. ved tvangsakkord etter konkursloven, jf. lovens § 30, henholdsvis videreføres og ikke videreføres ved rekonstruksjon med tvangsakkord, sml. rekonstruksjonsloven § 34?
- Hvordan vil alternative innretninger av lovforslaget som fanger opp ulik mengde foretak, påvirke de samfunnsøkonomiske virkningene samlet sett? Bør forskriftsregler om forenklet rekonstruksjonsforhandling for små foretak utvides eller innsnevres til å gjelde flere eller færre foretak, sammenlignet med den gjeldende forskriften?
- Hvilke konsekvenser vil henholdsvis økt og svekket prioritering av skyldnerens interesser sett i forhold til kreditorenes interesser, generelt kunne få for forhold som virksomheters mulighet til å få finansiering, utenlandske aktørers vilje til å investere i Norge eller yte finansiering til norske virksomheter og verdiskapningen i samfunnet for øvrig, og i hvilken grad veies eventuelle ulemper opp av de motsvarende fordelene?
- I hvilken grad vil løsningene endre forhandlingsposisjonen til partene? Hvordan vil alternative innretninger av lovforslaget kunne påvirke relevante aktørers strategiske atferd som følge av nye forhandlingskoalisjoner og spill-løsninger?

- Hvilken betydning vil tilpasning, eventuelt manglende tilpasning, til restrukturerings- og insolvensdirektivet ha for kapitaltilgangen til næringslivet, mulige konkurranseulemper og andre forhold?
- På hvilken måte kan det sikres nødvendige data om anvendelsen av lovreglene, eventuelt på annen måte legges til rette for hensiktsmessige vurderinger av om loven virker etter sitt formål? Det bes om at det fremgår hvordan effekten av konkrete enkeltmomenter påvirker den samlede samfunnsøkonomiske virkningen av et permanent regelverk.

Det er foreløpig begrensede erfaringer med anvendelsen av den midlertidige rekonstruksjonsloven. Ti rekonstruksjonsforhandlinger er åpnet etter lovens ikrafttredelse. Erfaring med anvendelsen av den midlertidige loven bør likevel tas med i analysen i den grad det er mulig. Det samme gjelder data om konkurser og rekonstruksjoner publisert av Statistisk sentralbyrå og Brønnøysundregistrene, og det bør i tillegg kommenteres hva som er mulig å få ut av slike data. Om mulig, bør det i analysen gis en vurdering av antallet rekonstruksjonsforhandlinger som er åpnet etter den midlertidige loven, sammenlignet med antallet rekonstruksjoner som anses ønskelig fra et samfunnsøkonomisk perspektiv. Ved avvik ønskes utrederens syn på hva som kan ligge til grunn for avviket, og hvilke konsekvenser dette bør ha for utformingen av eventuelle permanente regler om rekonstruksjon.
Relevante sammenlignbare lands erfaringer med rekonstruksjonsregelverk bør tas med så langt det er hensiktsmessig og rom for innenfor oppdragets tidsramme. Virkninger bes kostnadsfestet i kroner så langt det er mulig og hensiktsmessig, men nytte- og kostnadsvirkninger som ikke lar seg verdsette i kroner, skal også vurderes. Se i den forbindelse Finansdepartementets rundskriv R-109/14 om prinsipper og krav ved utarbeidelse av samfunnsøkonomiske analyser mv.

Utredningen bør ha konkurslovgivningen før den midlertidige rekonstruksjonsloven som referansepunkt, og vurdere om en permanent lov om rekonstruksjon kan gi en samfunnsøkonomisk gevinst.

Utredningen skal leveres i form av en rapport med frist 15. februar 2021. I tillegg bes det om at vesentlige funn presenteres muntlig, med mulighet for spørsmål og dialog underveis.»

3. Arbeidsgruppe og informasjonskilder

Arbeidsgruppen har bestått av:

- Aksel Mjøs, førsteamanuensis ved Institutt for Finans ved Norges Handelshøyskole, leder av Kapitaltilgangsutvalget 2017-18
- Andreas Ravndal Kostøl, assistant professor, Department of Economics, WP Carey School of Business, Arizona State University
- Ibrahim Pelja, PhD student, Institutt for Regnskap Revisjon og Rettsvitenskap ved Norges Handelshøyskole

I tillegg er vi svært takknemlige for positiv respons på våre henvendelser og nyttige innspill fra en rekke informasjonskilder, utover aktuelt forskningsmateriale og rapporter:

- Helge Arnesen, Alfred Berg Kapitalforvaltning
- Ragnhild Janbu Fresvik, Sparebanken Vest
- Carl Gjersem, Nærings- og fiskeridepartementet
- Morten Grindaker, PhD student, Handelshøyskolen BI
- Nils M. Hegrestad, Sparebank 1 SR Bank
- Rune Langsø Johansen, Stian Solheim og Vegard Rydningen, Skatteetaten
- Marie Meling, Universitetet i Oslo
- Steven Moll, PwCs Restructuring advisory service, London
- Knut Ro, Konkursrådet
- Dag Saltnes og Jon Magnus Hellevik, PwC Legal Bergen
- Bernt Skeie, CMR Prototech
- Karin Thorburn, professor ved NHH
- Bo Vignes og Joakim Døving Dalen, Skatteetaten

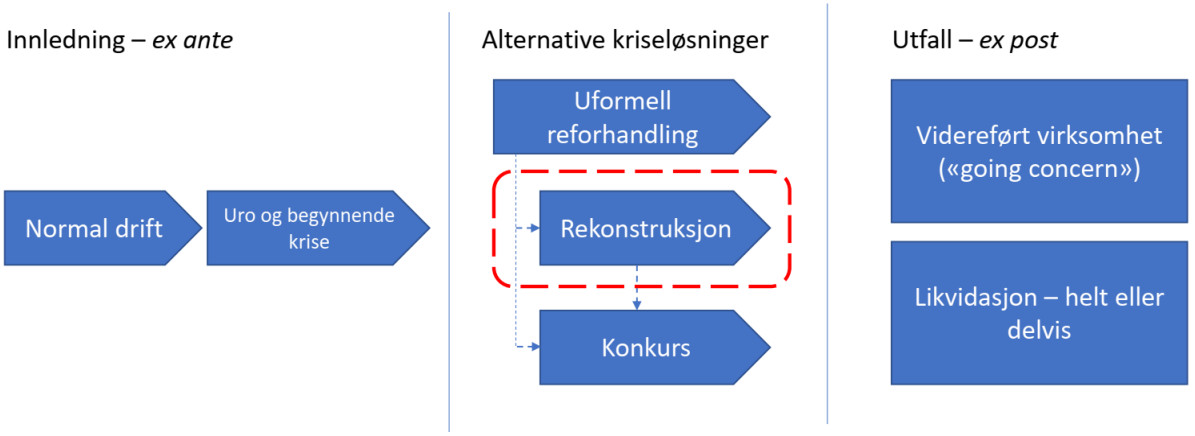
4. Introduksjon

4.1 Motivasjon og bakgrunn

Hensikten med analysen er å støtte arbeidet med forslag til permanent lov om rekonstruksjon i norsk rett. Det er derfor naturlig å bygge på relatert forskning, erfaringene med den midlertidige lovgivningen, og aktuelle internasjonale case-referanser. Målet har vært at den nye lovgivningen på best mulig måte skal bidra til at virksomheter som er i krise, på effektivt og ressursbevarende vis enten rekonstrueres og videreføres i en form, eller avvikles og ressursene omdisponeres. Dette bidrar både til økonomisk og bærekraftig ressursforvaltning.

Figur 1 illustrerer forenklet hvordan arbeidet med regulering av rekonstruksjon hører hjemme i et overordnet forløp for et selskap som kommer i en krise. Rapporten vil fokusere på rekonstruksjon, men vurderingene krever et helhetlig syn på både alternative kriseløsninger, og det som skjer både før og etter. Uformell reforhandling innebærer en forhandling mellom selskapet (skyldneren) og långivere og andre med krav mot selskapet med sikte på å redusere eller utsette forpliktelsene slik at selskapet kan drives videre, eventuelt i en endret form. Rekonstruksjon og konkurs skiller seg på mange punkt, men det mest sentrale er at det samme selskapet fortsetter som en juridisk enhet etter en rekonstruksjon, mens etter en konkurs slettes selskapet selv om enkelteiendeler videreføres i en ny eller annen enhet. Forløpene vil variere, og løsningsalternativer og utfall har ulike implikasjoner både for de direkte interessentene - eiere, långivere, ansatte, kunder, leverandører og andre partnere - og for samfunnet forøvrig, når krisen er et faktum. I tillegg vil hvordan slike kriser løses, og hvordan dette er regulert, ha betydning for interessentene sine vurderinger *ex ante*. Et åpenbart eksempel er hvordan långiveres vurdering av forventet tilbakebetaling etter en krise påvirker lånekostnad og tilgang til kreditt.

Figur 1: Forenklet kriseforløp



Note: Denne figuren viser stilisert forløp for et selskap som går fra å være i normal, lønnsom drift, til å få økende økonomiske problemer. Disse problemene kan enten løses ved uformelle reforhandlinger, eller ved at man direkte eller etter uformelle prosesser går inn i en rekonstruksjons- eller konkursprosess. Rekonstruksjonen kan så enten ende med konkurs eller videreført virksomhet. Generelt kan alle kriser enten ende i videreført virksomhet eller likvidasjon, uavhengig av forutgående steg.

Arbeidet med rekonstruksjonslovgivning i norsk rett, utover reglene om gjeldsforhandlinger i konkursloven, ble initiert med dommer Leif Villars-Dahls utredning på oppdrag fra Justis- og beredskapsdepartementet i 2016 «Rekonstruksjon i turbulente tider – dynamiske virkemidler ved økonomiske problemer». Dette arbeidet, sammen med høringsinnspill i etterkant, var sentralt da Justis- og beredskapsdepartementet la fram forslag til «Midlertidig lov om rekonstruksjon for å avhjelpe

økonomiske problemer som følge av utbrudd av covid-19» (Prop.75 L), vedtatt som lov 7. mai 2020. Loven planlegges erstattet med en permanent lov fra 1.1.2022 og rapporten er en del av dette arbeidet. Villars-Dahl viser til en uttalelse avgitt i FN-organet UNCITRALs Legislative Guide on Insolvency Law i 2005, hvor det i guidens første del heter om rekonstruksjon:

"Reorganization, however, does not imply that all of the stakeholders must be wholly protected or that they should be restored to the financial or commercial position that have obtained had the event of insolvency not accrued. It does not imply that the debtor will be completely restored or its creditors paid full or that the ownership and management of an insolvent debtor will maintain and preserve their respective positions. Management may be terminated and changed, the interests of equity holders may be reduced to nothing, employees may be retrenched and source of a market for suppliers may disappear. In general, however, reorganization does imply that whatever form of plan, scheme of arrangement is agreed, the creditors will eventually receive more than if the debtor were to be liquidated."

Dette er et nyttig referansepunkt i arbeidet med å utvikle tjenlig permanent lovgivning om rekonstruksjoner.

Lovgivningen rundt håndtering av virksomheter i krise må bygge på forståelse av dynamikken i virksomhetene, markedene, for arbeidstakere og samfunnet ellers, i tillegg til reguleringen av prosesser, rettigheter og løsninger. Temaene kan grovt inndeles i hvordan man vurderer og ivaretar virksomheten (eiendelssiden av balansen) og hvordan man *ex post* fordeler krav og rettigheter til enten videreført virksomhet eller realiserte verdier (forpliktelsessiden av balansen). Med denne analysen er målet å bidra med økonomisk innsikt i den tverrfaglige utfordringen som dette fagfeltet representerer.

Den midlertidige loven var både realiseringen av en langt fremskreden forventning om slik lovgivning, men også særlig motivert ut fra konsekvensene av covid-19 pandemien. En permanent lov vil være motivert av et generelt behov for å bedre regulere løsninger for virksomheter i krise. I et bredere perspektiv er reglene rundt rekonstruksjon og konkurs en sentral del av reguleringene av kapital- og arbeidsmarkedene. Regelverket påvirker særlig tilgangen til kapital siden det har betydning for långivere og investorers rettigheter i en krise, men kan og påvirke tilpasningene i arbeidsmarkedet. I en norsk sammenheng, som en liten åpen økonomi, vil dette også påvirke hvor attraktivt det er å etablere, eie, finansiere og utvikle virksomheter i Norge sammenlignet med aktuelle naboland. Land som Sverige og Danmark oppfattes i dag å ha mer tjenlig regelverk knyttet til rekonstruksjon, særlig sammenlignet med den norske konkurslovgivningen.

4.2 Rekonstruksjon og konkurs i et økonomisk perspektiv

I økonomisk teori er virksomhetskriser og likvidasjon kostbare fordi markeder er ineffektive. Ineffektiviteten kommer fra ulike kilder, som informasjonsasymmetri, agentproblemer, transaksjonskostnader, skatteforskjeller, usikre verdier og ukomplette kontrakter. I tillegg er det ikke mulig å finne, vurdere og gjennomføre gode løsninger raskt nok for selskaper i kriser. Både kapital- og arbeidsmarkeder har en iboende treghet og friksjon. Disse markedene påvirkes i tillegg av skatter, avgifter, velferdsordninger, regulering og løpende politikkutøvelse. Disse forholdene medvirker til at tapet for mange interessenter i en virksomhet i krise kan bli unødvendig stort. En virksomhet som ikke evner å drive lønnsomt vil alltid komme i en krise og påføre eiere og andre tap, utfordringen er å lage

regler og rammer som bidrar til at den delen av tapet som skyldes prosessen i seg selv ikke blir unødig stort.

Med et teoretisk selskapsperspektiv ville alle involverte i et tenkt, effektivt marked, vite at et selskap i finansielle problemer ville bli overtatt og videreført av sine långivere og gjerne refinansiert, gitt at virksomheten er eller kan bli lønnsom. I en slik situasjon vil en uformell prosess være tilstrekkelig uten behovet for en lovhjemlet prosess. En slik uformell restrukturering forstyrrer verken virksomheten, ansatte, kunder eller leverandører, men endrer kun selskapets kapitalstruktur og eierskap. Dette scenariet forutsetter full informasjonsflyt og at man til enhver tid kjenner aktuell verdi av alle eiendeler og krav. Tilsvarende ville man som arbeidstaker ha trygghet for å finne seg nytt og relevant arbeid om man mistet jobben på grunn av arbeidsgivers problemer. Til tross for at denne beskrivelsen av at markedene ikke samsvarer med virkeligheten, er det likevel et nyttig analytisk utgangspunkt.

Oppsummert er de prinsipielle utfordringene med prosessene rundt rekonstruksjon og konkurs:

- *Informasjonsutfordringene* er betydelige, særlig i forhold til de usikre vurderingene rundt om virksomheten er fortsatt levedyktig. I tillegg er det betydelig informasjonsasymmetri, både mellom interne og eksterne aktører som er direkte involvert, men også overfor andre som påvirkes av situasjonen.
- *Incentivproblemene* i rekonstruksjon og konkurs er potensielt store, både mellom ledelse og kreditorer, men også mellom usikrede kreditorer og pantesikrede kreditorer som kan komme bedre ut ved å overta pantet ved en likvidering, enn å bidra til rekonstruksjon og videreføring. Andre insentivproblemer kan oppstå om nøkkelpersonene i en rekonstruksjonsprosess er timebetalte uten å ha økonomisk interesse av en rask og verdibevarende løsning.
- *Vekselvirkningene* mellom hvordan ex post rasjonelle løsninger kan påvirke aktørenes (og markedenes) ex ante optimale adferd.
- *Beslutningsasymmetri*, både innad mellom kreditorer der noen kan tilta seg makt ved å true med å hindre ellers aksepterte løsninger, men og for ansatte, kunder, leverandører og usikrede kreditorer som påvirkes av utfallet, men har sterkt begrenset påvirkning på prosess og valgt løsning.
- *Kompetanseutfordringene*, både i selskapets ledelse opp mot krisen, hos kreditorene, rekonstruktør/bostyrer og i domstolen. Mye forskning viser til vilkårlighet i løsningene på grunn av skiftende kompetanse, særlig i domstolene.
- *Gjeldsoverhengproblemet.* Selskaper med høy gjeldsgrad vil, i gitte situasjoner som vist i Myers (1977), ikke investere i forventet verdiskapende nye prosjekter siden eierne først vil få del i disse verdiene etter at kreditorene er kompensert. Dette er i høy grad tilfelle for et selskap i krise.
- *Tempo vurdert opp mot rettssikkerhet.* Prosessene og kunngjøringene i en rekonstruksjon gir rettssikkerhet for alle interessenter, samtidig som tempo i prosessen er viktig, om man ikke har en ferdigforhandlet "prepack" løsning klar når det åpnes rekonstruksjon. Offentliggjøring og oppmerksomhet skaper også økt usikkerhet hos virksomhetskritiske interessenter som kunder, leverandører og nøkkelansatte, noe som i seg selv kan ødelegge for muligheten for en vellykket rekonstruksjon.

Ut fra et samfunnsøkonomisk perspektiv, som inkluderer finansøkonomi, arbeidsmarkedsøkonomi og offentlig økonomi, er det et overordnet mål at lovgivningen rundt virksomheters rekonstruksjon – og også konkurser – i størst mulig grad reduserer hindringene for gode markedsbaserte løsninger. Dette er løsninger som sikrer videreføring av forventet lønnsomme virksomheter, tar vare på arbeidsplasser, men som også bidrar til rask avvikling og omallokering av ressursene bort fra selskaper uten livets rett. Det

er samtidig viktig å anerkjenne ulike interessenters legitime ønsker om å sikre egne verdier i et selskap som er i problemer, eksempelvis panterettigheter som ble gitt som en forutsetning for lån før krisen inntrådte og som har bidratt til tidligere verdiskaping. I markeder som langt fra er perfekte har forutsigbarhet en stor egenverdi. I tillegg kommer hensynet til effektiv ivaretakelse av ansattes rettigheter og plikter.

Svært forenklet bør lovgivningen sikre at prosessen rundt selskaper i krise sørger for at:

1. forventet ulønnsomme selskap hvor innsatsfaktorene (f.eks. eiendeler og ansatte) er ineffektivt allokert likvideres (oppløses) slik at disse frigjøres til mer produktivt bruk, såkalt "zombie"-selskaper[1]; og
2. forventet lønnsomme selskap som bruker innsatsfaktorene effektivt, men har midlertidige betalingsproblemer (illikviditet) eller kapitalproblemer (insuffisiens) restruktureres, og drives videre.
3. At verdiene og rettighetene blir fordelt på korrekt og forutsigbart vis til selskapets kreditorer og eventuelt andre interessenter.
4. I tillegg at prosessen i seg selv er effektiv, både med hensyn til direkte og indirekte kostnader som bæres av eiere og rettighetshavere, men også indirekte kostnader for ansatte, kunder, leverandører og samfunnet som helhet.

Arbeidshypotesen er at dagens regelverk resulterer i feilaktige likvideringer og at antall likvideringer (restruktureringer) er høyere (lavere) enn hva som er optimalt. I tillegg er ressursinnsatsen i prosessene trolig suboptimal. Dette er kostbart for samfunnet. Vi trenger et regelverk som tilrettelegger for at selskap går gjennom den prosessen som maksimerer samfunnsnytten, og som unngår videreføring av ikke-levedyktige foretak gjennom feilaktig restrukturering. Valg av prosess bør baseres på hvilken prosess som antas å best bevare verdiene i selskapet, både de som privatrettslig tilhører eiere og långivere, men også betydningen for øvrige interessenter. Dette kompliseres i virkeligheten av at aktører har ulike rettigheter og motstridende interesser.

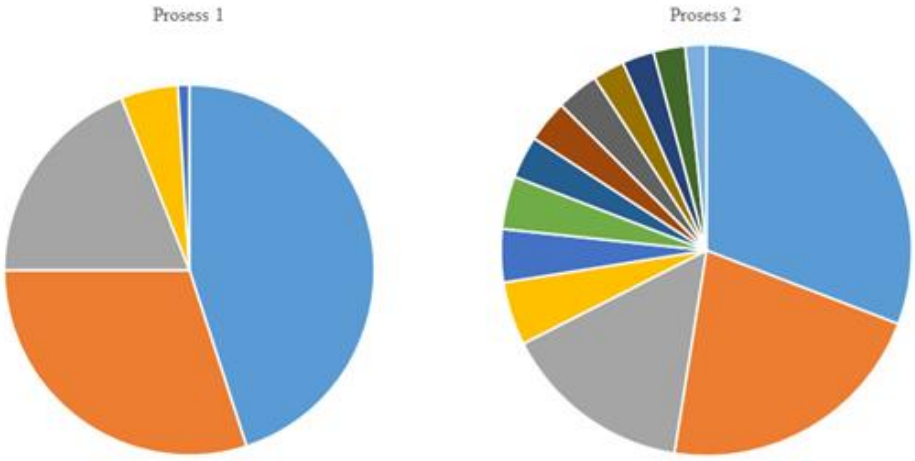
Innledningen i EUs rekonstruksjonsdirektiv[2] fokuserer også på å ta vare på virksomhetsverdiene gjennom å sikre videreføring av levedyktige selskap. I dansk versjon er følgende med i innledningen (Vår understreking):

"Rekonstruktion bør gøre det muligt for skyldnere i finansielle vanskeligheder helt eller delvist at fortsætte driften ved at ændre sammensætningen af eller vilkårene eller strukturen for deres aktiver og passiver eller en anden del af deres kapitalstruktur, herunder gennem salg af aktiver eller dele af virksomheden eller, hvor dette er foreskrevet i national ret, virksomheden som helhed, samt ved at gennemføre driftsændringer. Medmindre andet udtrykkeligt er fastsat i national ret, bør driftsændringer, såsom opsigelse eller ændring af kontrakter eller salg eller anden afhændelse af aktiver, overholde de generelle krav, der er fastsat i national ret for sådanne foranstaltninger, navnlig de civil- og arbejdsretlige regler. Eventuel konvertering af gæld til aktier bør ligeledes overholde de garantier, der er fastsat i national ret. Rammerne for forebyggende rekonstruktion bør først og fremmest gøre det muligt for skyldnere at rekonstruere effektivt på et tidligt tidspunkt og med henblik på at undgå insolvens og derved begrænse unødig likvidation af levedygtige virksomheder. Disse rammer bør medvirke til at forhindre tab af arbejdspladser og tab af knowhow og kompetencer samt maksimere den samlede værdi for kreditorer i forhold til, hvad de ville modtage i tilfælde af likvidation af virksomhedens aktiver eller i tilfælde af det næstbedste alternativ i mangel af en plan, samt for ejere og økonomien som helhed."

[1] Zombie-selskaper er modne selskaper, minst 10 år gamle, som ikke har hatt tilstrekkelig driftsresultat til å betjene sine finanskostnader over en periode på minst 3 år (rentedekningsgrad<1). I praksis holdes disse kunstig i live gjennom kapitaltilførsel mens de i de fleste tilfeller burde ha vært likvidert eller restrukturert på egnet vis.

[2] EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV (EU) 2019/1023

Figur 2: Illustrasjon av selskapsverdier ved to konkursprosesser



Note: Denne figuren illustrerer hvordan to ulike konkursprosesser kan resultere i ulik samlet verdi for og hvordan denne verdien fordeles på ulike interessenter. Prosess 1 resulterer i mindre samlet verdi, men en større absolutt verdi tilfaller de høyest prioriterte interessentene. Prosess 2 resulterer i en større samlet verdi, men mindre tilfaller i dette tilfellet de høyest prioriterte interessentene og verdien fordeles på flere interessenter.

Med dette bakteppet har vi to alternative tilnærminger til hvordan man kan bedømme hvilken prosess som er optimal. Hvorvidt likvidering eller rekonstruksjon er hensiktsmessig kan bedømmes etter hvilken prosess som (1) *dekker flest krav i henhold til prioritet* eller (2) *maksimerer den totale verdien som inndrives*. Førstnevnte er dagens praksis i henhold til utbetaling av likvidasjonsdividende etter konkurs. Disse to kriteriene er ikke nødvendigvis uforenlige og i mange tilfeller vil den prosessen som maksimerer den totale verdien også dekke flest krav i sin helhet. Likevel kan det oppstå situasjoner hvor prosessen som maksimerer den samlede verdien avviker fra den som maksimerer verdien til høyere prioriterte krav. Dette er illustrert grafisk i Figur 2. I dette eksempelet resulterer Prosess 2 i en «større kake» mens Prosess 1 resulterer i at aktører med høyere prioritert inndriver en større absolutt verdi. Om man ender i den ene eller andre situasjonen kan avhenge av betydningen av pant, kapitalstruktur og aktuelle stemmerettsregler.

4.3 Avgrensninger

Rapporten er utført innen begrenset tid og med begrensede ressurser. Det har derfor vært behov for å vektlegge enkelte deltema mer enn andre, ut fra antatt viktighet for lovprosessen, men også muligheten for å faktisk bidra med relevant økonomifaglig forskningsbasert innsikt.

Det er krevende å forutsi de samlede virkningene av en ny lov. På grunn av relativt få anvendelser av den midlertidige loven om rekonstruksjon, har vi ikke kunne evaluere denne eller særlig vektlagt erfaringene fra denne. Fokuset er forsøkt å legges på overordnede, prinsipielle forhold, som selskapet, investorer, långivere, ansatte og den direkte samfunnsinteressen. Det betyr blant annet at vi har lagt relativt liten vekt på hvordan verdier i en rekonstruksjon eller en konkurs bør fordeles mellom rettighetshavere, utover det som påvirker den samlede prosessen med å finne bedre løsninger. I tillegg til kapasitetsbegrensningene, er dette også motivert ut fra et ønske om å bidra med tilleggsperspektiver til de juridiske utredningene som vil være en sentral del av lovarbeidet. Rapporten drøfter temaene på generell basis, og det er ikke lagt særlig vekt på konsekvensene av den pågående pandemien. Vi har forøvrig avgrenset analysene til næringsdrivende aksjeselskaper, ikke enkeltmannsforetak eller personlige debitorer. Drøftingene kan likevel ha relevans for disse.

5. Relevant forskningsbasert innsikt i rekonstruksjon

I gjennomgangen av aktuell forskning på rekonstruksjons- og konkursfeltet nedenfor, starter vi med en overordnet gjennomgang av konkursinstituttet, dvs. reglene som definerer rekonstruksjons- og konkursprosessene, samt kostnadsimplikasjonene av disse. Videre tar vi selskapsperspektivet og betydningen av å videreføre selskaper som kan og bør berges. Neste punkt dekker kreditor- og eierperspektivet, og inkluderer også finansiering av selve prosessen. Neste delkapittel dekker arbeidsmarkedsperspektivet, ansattes rettigheter og ansattes kostnader. Avslutningsvis drøftes forskning på staten og samfunnets perspektiv ved rekonstruksjon og konkurs.

5.1 Konkursinstituttet i Norge og andre land

5.1.1 Generelt om konkursinstituttet

Konkursinstituttet varierer betydelig fra land til land langs flere dimensjoner. Vi innleder derfor med en generell beskrivelse av ulike lands konkursinstitutt, med særlig fokus på aktuelle rekonstruksjonssystemer. De landene vi fokuserer på med separate lover for strukturerte rekonstruksjonsforhandlinger er Storbritannia, Tyskland, Frankrike og USA, hvorav Chapter 11 i USA er den mest kjente (Eidenmueller, 2016). Norge har i motsetning ikke hatt noen permanente lover for strukturerte reforhandlinger, selv om det selvfølgelig har vært åpent for frivillige gjeldsforhandlinger og tvangsakkord. Til sammenligning har de fleste lands lovgivning regler om direkte konkurs der selskap som er insolvente selges (likvideres) enten eiendel for eiendel eller samlet, og realiserte verdier, utover de pantsatte, fordeles til rettighetshaverne etter en lovbestemt prioritet.

Hvorfor en egen rekonstruksjonslov er nødvendig kan diskuteres. I klassisk økonomisk teori vil kapitalismens kreative og destruktive krefter virke sammen og bidra til at ressursene omallokeres til nye virksomheter som for eksempel bruker ny teknologi eller produserer nye tjenester. Til tross for økt arbeidsledighet på kort sikt, vil samfunnet som helhet tjene på denne omstillingen på lang sikt. Og med full informasjon og fravær av markedssvikt vil kreditor være indifferent mellom konkurs eller restrukturering. På den annen side vil faktiske kostnader avhenge av hvor spesifikke[3] eiendelene er, hvor mye friksjon der er i annenhåndsmarkedet, og andre former for markedssvikt som nevnt i introduksjonskapittelet. Bernstein m.fl. (2019a) studerer hvorvidt konkurs under Ch. 7 bidrar til en mer effektiv allokering av ressurser enn restrukturering under Ch. 11 i USA. De utnytter at saker fordeles tilfeldig til dommere, og under antakelsen om at dommere mottar i gjennomsnitt like saker, gir denne institusjonelle detaljen forskerne tilgang til et naturlig eksperiment på sannsynligheten for konkurs. Dette forskningsdesignet muliggjør en empirisk analyse av betydningen av om det velges konkurs eller restrukturering -- der alt annet som påvirker vekstpotensial hos selskap antas likt. Ved å bruke detaljerte data på foretakenes fysiske adresser[4] finner de at restrukturering bidrar til en bedre utnyttelse av ressursene. De finner blant annet en høyere sannsynlighet for økonomisk aktivitet på adressene til restrukturerte selskap enn likviderte selskap. Dette kan for eksempel skyldes at det er krevende å finne kjøpere ved en likvidasjon i hardt rammede sektorer (f.eks. Shleifer og Vishny 1992). Prosjektet er

[3] Spesifikke eiendeler er eiendeler som er særlig tilpasset selskapets virksomhet og har begrenset anvendelse ellers. Et eksempel er fabrikkbygninger lokalisert i grisgrendte strøk.

[4] Ved å fokusere på fysiske adresser fanger de også opp om virksomheten videreføres i en ny juridisk enhet i de tilfeller at den opprinnelige enheten slettes. Eksempelvis kan en fabrikk i slike tilfeller fortsette selv om de juridiske og eiermessige rammene er endret.

imidlertid ikke i stand til å tallfeste de langsiktige effektene eller adressere bekymringer om at gjeldsoverhengproblemet bidrar til at også ineffektive selskap fortsetter etter en restrukturering (f.eks. Jordà m.fl. 2020). Det er dermed et delvis, men ikke komplett, empirisk bevis for at slike rekonstruksjonslover er hensiktsmessige og bidrar til bedre ressursforvaltning enn alternativet.

Ulike konkurssystemer har ulik tilnærming til «the Bankruptcy Initiation Problem», nemlig hvordan sørge for at man åpner konkurs eller restrukturering i tide og før tapene har blitt unødig store. Her er det generelt to tilnærminger: insentiv og straff (Eidenmueller, 2016). Systemet i USA insentiverer ledelsen til å åpne konkurs tidlig ved å for eksempel la ledelsen beholde kontrollen over selskapet og at selskapet får et moratorium, dvs. beskyttelse mot sine kreditorer. Den markedsbaserte og sentraliserte auksjonsmodellen i Sverige gir tilsvarende insentiv for daglig leder å starte prosessen tidlig for å få til en høyere salgsverdi, og dermed øke sjansen for at daglig leder får fortsette i jobben med nye eiere (Eckbo og Thorburn, 2003 og 2009). Storbritannia og Frankrike løser problemet på en helt annen måte ved å true ledelsen med personlig ansvar dersom deres handlinger er kritikkverdige. Til slutt har man systemer hvor det hverken er insentiv eller straff for ledelsen, f.eks. Norge og Tyskland. I tillegg er det ulike krav før man kan starte prosessen, spesielt en eventuell rekonstruksjonsprosess (Jones Day, 2007). Rekonstruksjon i USA stiller ingen formelle krav og krever bare at det søkes i «good faith». Storbritannia, Frankrike og Tyskland har alle noen rapporteringskrav om skyldnerens finansielle situasjon som må oppfylles. I Norge kan selskapet begjære rekonstruksjonsforhandling åpnet om man har eller i overskuelig framtid vil få alvorlige økonomiske problemer. Dette gir rom for tidligere åpning enn konkurslovens krav til insolvens før åpning av konkurs.

Når konkurs/rekonstruksjon er startet er det forskjellige regler om hvem som er i førersetet. I de aller fleste land oppnevnes en «administrator» i konkursprosessen, mens det er varierende praksis under restrukturering (Eidenmueller, 2016). Såkalt «debtor in possession» (DIP) hvor ledelsen/eierne beholder kontrollen over selskapet er praksis i USA og Frankrike ved rekonstruksjon. Det er også mulighet for dette i Tyskland, men her må selskapet søke om dette og det skal også oppnevnes en oppsynsperson. I Storbritannia og Norge oppnevnes det også ved rekonstruksjon en administrator (rekonstruktør). I de tilfellene hvor en administrator oppnevnes er det aktuelt å se på hvilken kompetanse disse har. I Norge og Frankrike har administrator juridisk bakgrunn, mens de i Storbritannia typisk har næringslivsbakgrunn. I USA og Tyskland kan bobestyrer (trustee) ha enten juridisk eller økonomisk kompetanse.

Videre er det noe variasjon i hvordan man finansierer rekonstruksjonsprosessen og driften. USA, Storbritannia og Frankrike gir alle skyldneren et moratorium ved åpning av rekonstruksjon (Jones Day, 2007). Det samme gjelder for Tyskland, dog noe svakere enn for de øvrige landene. Dette gir skyldneren pusterom og bidrar til å finansiere drift under rekonstruksjonsprosessen. Her er det i tillegg viktig å tillate bedriften å fortsette betalinger til driftskritiske leverandører slik at daglig drift ikke stopper eller forstyrres. Videre åpner USA, Frankrike og Tyskland for superprioritert finansiering, men hvor finansieringen havner i prioriteringsrekkefølgen variere fra land til land (Jones Day, 2007). Storbritannia tillater også skyldneren å ta opp ytterligere gjeld, men denne vil ikke få noe superprioritet. Til sammen skal moratorium og ytterligere finansiering bidra til at driften fortsetter under prosessen, slik at ytterligere verditap begrenses.

I tillegg til å sikre finansieringen av selskapet ønsker man å redusere kostnadene ved selve rekonstruksjonsprosessen. Chapter 11 krever en del rettsmøter og rapportering, samt at skyldneren dekker juridiske og andre kostnader tilknyttet kreditorkomiteen (Jones Day, 2007). Tilsvarende må selskap i Storbritannia dekke administrator (evt. teamet) sine kostnader, hvilket også effektivt inkluderer

deres kostnader med å sette seg inn i situasjonen. Tyskland har lignende system som USA og Storbritannia, men her får administrator generelt en kompensasjon tilsvarende en andel av verdien av skyldnerens eiendeler. Sistnevnte kan bidra til å harmonisere insentivene til administrator og selskapet/kreditorer. Rekonstruksjon i Frankrike krever til sammenligning mindre rettsinvolvering og administrator og judicial agent utgifter er avgrenset (Jones Day, 2007). Det må understrekes at høyere kostnader knyttet til restruktureringsprosessen kan gi skyldneren insentiv til å finne uformelle løsninger som i beste fall kan lede til at skyldneren tar tak i problemene tidligere.

Under rekonstruksjonen er det varierende hvilke instrumenter skyldner/administrator har tilgjengelig for å sikre driften. I USA har skyldner enerett til å presentere en rekonstruksjonsplan de første 120 dagene (Jones Day, 2007). Tilsvarende vil ledelsen/administrator i Storbritannia, Frankrike og Tyskland ha rett til å fremlegge en plan, hvorav Tyskland og Frankrike har lengst frist på potensielt tre måneder. Generelt er det få begrensninger knyttet til hva disse planene kan inneholde, men de må fremdeles aksepteres av kreditorene etter gitte stemmerettsregler. Noen land gir dog skyldner/administrator ytterligere rettigheter for å sikre driften. USA, Frankrike og Tyskland har alle regler som tillater skyldner/administrator i varierende grad å tvinge gjennom eller forkaste kontrakter (Jones Day, 2007). Dette er et sterkt virkemiddel som tillater selskapet å beholde attraktive kontrakter samtidig som det kvitter seg med de som er tapsbringende.

Avstemningsreglene rundt en rekonstruksjonsplan varierer også. I første omgang er det forskjeller i hvordan kreditorer sorteres (Jones Day, 2007). USA og Tyskland sorterer kreditorer i grupper etter lignende krav/prioritering. I Frankrike dannes det to komiteer bestående av finansielle kreditorer og leverandører. Storbritannia på sin side sorterer ikke kreditorer i klasser. Videre gir USA og Storbritannia kreditorer som påvirkes av planen stemmemakt (Jones Day, 2007). Til slutt er det variasjon i hvilken majoritet som kreves for at planen skal stemmes gjennom. Storbritannia har det enkleste systemet og krever enkel majoritet av kreditorene som er tilstede, men det krever også at forslaget godkjennes av majoriteten av «non-connected» kreditorer. Frankrike krever at begge komitéene må godta planen med 2/3 stemmer målt etter antall og størrelse på kravene. Tilsvarende krever Tyskland majoriteten etter antall, men også at kravene utgjør minst 50% i størrelse. Til slutt er systemet i USA litt mer komplisert, hvor det innad i klassene trengs enkel majoritet i antall kreditorer og 2/3 av verdiene av kravene, men planen kan tvinges gjennom av retten så lenge det er minst en kreditorklasse som har redusert uttelling som har akseptert den, gitt at den følger reglene om «absolute priority» og er «fair and equitable».

Tabell 1 oppsummerer diskusjonen ovenfor. De fleste andre europeiske land har en viss variasjon eller en kombinasjon av disse konkurssystemene. De ulike systemene har ulike virkninger, kreditorvennlige koder antas å gi for hyppig likvidasjon, men at de selskapene som videreføres er mer robuste, tøff behandling av ledelsen i selskapet kan medføre forsinket prosess, og endatil faren for at de satser på svært risikable prosjekter. På motsatt ende kan regler som favoriserer selskapet, eiere og ledelse medføre ineffektiv videreføring av ikke-levedyktige selskaper. Gilson (2012) argumenterer i favør av Chapter 11. Hans vurdering er at dette er mer effektivt enn lovverket i mange europeiske land som favoriserer enten likvidering eller rettighetene til andre interessenter enn kreditorene.

Tabell 1: Oversikt over konkursregimer i land med strukturert rekonstruksjonslovverk og Norge

	USA	Storbritannia	Tyskland	Frankrike	Norge
Strukturert rekonstruksjonslov	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig
Tilnærming til «Bankruptcy initiation problem»	Insentiv	Straff	Ingen	Straff	Ingen
Krav til å initiere rekonstruksjon	Ingen	Ja	Ja	Ja	Ja
DIP ved rekonstruksjon?	Ja	Nei	Ja/nei	Ja	Begrenset
Kompetanse hos rekonstruktør	Juridisk/ økonomi	Økonomi	Juridisk/ økonomi	Juridisk	Juridisk
Moratorium (rente og avdragsfrihet)	Ja	Ja	Ja, noe svakere	Ja	Ja
Superprioritet?	Ja	Nei	Ja, noe svakere	Ja, noe svakere	Ja, noe svakere
Kostnader	Høye	Høye	Høye	Begrenset	Trolig høye
Tid på å utvikle plan	120 dager	8 uker	Opp til 3 mnd.	Opp til 3 mnd.	4 uker
Makt over kontrakter	Stor	Ingen	Noe	Stor	Noe
Kreditorklasser?	Likhet	Nei	Prioritet	Finansiell og leverandør	Ingen
Majoritet	2/3	1/2	1/2	2/3	½ ved tvangsakkord uten EK
Endelig beslutningsmyndighet	Retten	Kreditorer	Kreditorer	Kreditorer	Kreditorer

Note: Tabellen oppsummerer forskjeller mellom rekonstruksjonsregimer i USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike og Norge langs flere dimensjoner. Informasjonen er basert på Jones Day (2007), Eidenmueller (2016) og de respektive lands lovtekster på konkurs og rekonstruksjon.

Tre ytterligere momenter er relevant å diskutere i sammenheng med rekonstruksjon.

Det første er hvorvidt disse rekonstruksjonsprosessene er en reell mulighet for mindre selskap, med tanke på kostnadene involvert. Generelt ansees rekonstruksjonsprosessen som relativt dyr og dette kan være et hinder for mindre selskap. Av den grunn kan det være hensiktsmessig å ha alternative prosesser for slike selskap, som det også er forskrift for under den midlertidige norske loven. I USA har Chapter 11 en særegen Subchapter 5 som omhandler reorganisering av små foretak, også kjent som Small Business Reorganization Act (SBRA). Motivasjonen bak SBRA er at kostnadene knyttet til Chapter 11 er betydelige for et mindre selskap og er en barriere for å restrukturere slike selskaper. Under SBRA vil skyldneren beholde kontrollen over selskapet, som ved Chapter 11, men de vil være fritatt fra noen av de mer ressurskrevende kravene. Selskap som restrukturer under SBRA vil få tildelt en «trustee» som vil ha ansvar for flere av Chapter 11 forpliktelsene til selskapet, hvilket reduserer byrden for selskapet. Ingen kreditorkomite oppnevnes, med mindre det er særlig grunnlag for det. Dette er en stor fordel ettersom selskapet må betale for kostnadene knyttet til denne komiteen. Ved fremleggelse av rekonstruksjonsplan er den formelle prosessen forenklet og rapporteringskravene er redusert. Videre gir SBRA retten lov til å godkjenne rekonstruksjonsplaner til tross for eventuelle innvendinger fra kreditorene, men dette vil også pålegge selskapet strenge krav, bl.a. at alt «disposable income» skal betales til kreditorer over en 3-5 års periode. Til slutt tillater SBRA selskap å betale administrative utgifter over tid og selskapet kan bruke advokater de hadde før konkursen. Samlet sett håper SBRA å fjerne barrierene for at små selskap skal kunne rekonstrueres ved å redusere kostnadene og forenkle prosessen.

Det andre momentet er hvordan selve konkurs- og likvidasjonsprosessen en organisert. Dette har viktige økonomiske konsekvenser og alternativet til rekonstruksjon er følgelig viktig å vurdere. Et viktig valg er hvorvidt eiendeler selges i en sentralisert auksjon eller gjennom uformelle forhandlinger. I Norge, og mange øvrige land, velger bobestyreren den salgsformen som forventes å gi høyest salgsverdi, en prosess som både er uformell og innebærer en stor del av skjønn. I Sverige benyttes derimot automatisk auksjon der eiendeler selges separat eller som et going concern avhengig av hva som gir høyest pris i markedet. Thorburn (2000) finner at den svenske auksjonsmodellen er effektiv. Andelen vellykkede videreføringer ("going concern") ved slik prosess er sammenlignbart med reorganisering under Chapter 11 i USA (Thorburn, 2009). Videre er direkte administrasjonskostnader i det svenske systemet generelt lave, og auksjonsformen bidrar til at konkursprosessen er rask, sammenlignet med Ch. 11 (Thorburn, 2009). Raske, men fortsatt forsvarlige, prosesser reduserer indirekte kostnader. Thorburn og Eckbo (2003) dokumenterer videre at automatisk auksjon begrenser daglig lederes risikoappetitt: en høyere verdi av selskapet som going concern øker både sannsynligheten for at daglig leder får fortsette i jobben etter konkurs, og øker sjansen for at selskapet starter forhandling med kreditorer tidlig og derfor har bedre muligheter til å finne gode løsninger. Denne formaliserte og markedsbaserte løsningen får videre støtte fra forskning i mer spesifikke settinger. Covert og Sweeney (2019) finner at auksjonerte leieavtaler selges for mer enn en tredjedel høyere verdi enn salg av leieavtaler under uformelle forhandlinger. Resultatene gir ytterligere støtte for at verdier bevares og skapes best med strukturerte og markedsbaserte løsninger. Generelt vil verdiene som fremkommer i en velorganisert auksjon i større grad være sannferdige markedspriser enn ved takster og analytikerproduserte verdsettelser. Dette poengterer at et godt likvidasjonsregime kan ha de samme effektene som et velfungerende rekonstruksjonsregime, og at det også burde legges vekt på å utvikle gode prosesser for likvidasjon i en konkursprosess.

Det tredje er kostnadene assosiert med rekonstruksjon sammenlignet med konkurs. Bris mfl. (2006) sammenligner direkte og indirekte kostnader ved Ch.7 og Ch. 11 konkurs. De viser at eiendelsverdiene til Ch.7 selskap er betydelig høyere ved starten av prosessen sammenlignet med slutten, med verdifall på minst 20 prosent (62 prosent) i gjennomsnitt (median). Til sammenligning er verdiene til Ch. 11 selskap relativt like, med gjennomsnittlig og median endring på +7 prosent og -13 prosent. Bris mfl. (2006) finner at denne differansen i verdifall fremdeles er signifikant når man kontrollerer for utvalgte selskapsforskjeller, og argumenterer for at forskjellen derfor ikke skyldes selvseleksjon. Videre viser Bris mfl. (2006) at tiden de to prosessene tar er relativt lik (omtrent 2 år), altså at Ch. 7 ikke nødvendigvis er mindre tidkrevende. Dette forblir tilfellet når man kontrollerer for selskapsforskjeller i de to utvalgene. Det må dog understrekes at tid ikke nødvendigvis er et bra mål på kostnader ved prosessen og at det i noen tilfeller er bedre å ta den tiden som trengs. På direkte prosesskostnader finner Bris mfl. (2006) at de direkte prosesskostnadene er relativt like, men at Ch. 11 har litt høyere prosesskostnader, spesielt drevet av noen observasjoner. Det er stor variasjon i kostnadene og de varierer generelt mellom 1% til 20%. Denne differansen forsvinner når de kontrollerer for andre faktorer. Bris mfl. (2006) poengterer ettertrykkelig at estimater er sensitive til valg av kostnadsratio, og at man derfor må være forsiktig når man anvender disse. Funnene fra Bris mfl. (2006) viser at kostnadene ved rekonstruksjon ikke nødvendigvis er høyere enn ved konkurs. Dette betyr dog ikke at andre former for konkursregimer kan redusere kostnadene ytterligere. Eckbo og Thorburn (2009) viser at kostnadene knyttet til det svenske auksjonssystemet er sammenlignbare eller lavere enn ved Ch. 11, samtidig som resultatene er relativt like. Dette illustrerer at i tillegg til eventuelle iboende kostnadsforskjeller mellom prosesser så er det mye å hente på å ha veletablerte konkursregimer som tilrettelegger for lavere kostnader.

5.1.2 Domstolenes rolle i konkursprosessen

Mens konkursbo administreres av en bobestyrer, håndheves konkursloven av dommere i generalist- og spesialistdomstoler. Et viktig rettsprinsipp er likebehandling, som tradisjonelt sikres ved at saker fordeles tilfeldig til dommere. Et viktig spørsmål er derimot hvorvidt dommere har ulik skjønnsvurdering i ellers like saker. Chang og Schoar (2006) studerer den tilfeldige allokeringen av konkurssaker til dommere i Chapter 11 i USA. Forskerne finner at det er stor variasjon i hvor kreditor- eller debitor-vennlige dommere er. Dette resultatet har økonomiske konsekvenser for foretakene. For eksempel finner de at foretak som tildeles debitor-vennlige dommere har svakere utvikling etter restrukturering enn foretak som blir tildelt kreditor-vennlige dommere. Dette funnet tyder på at lånefinansiering og kreditorer har en disiplinerende effekt for måten selskaper drives på, og begrenser agentproblemene ved at ledelsen ikke får for mye frie midler tilgjengelig fra selskapets drift. Konkret betyr det at når en større andel av inntektene går til å betjene gjelden så reduseres muligheten for uheldige disponeringer (se, for eksempel, Jensen og Meckling 1976).

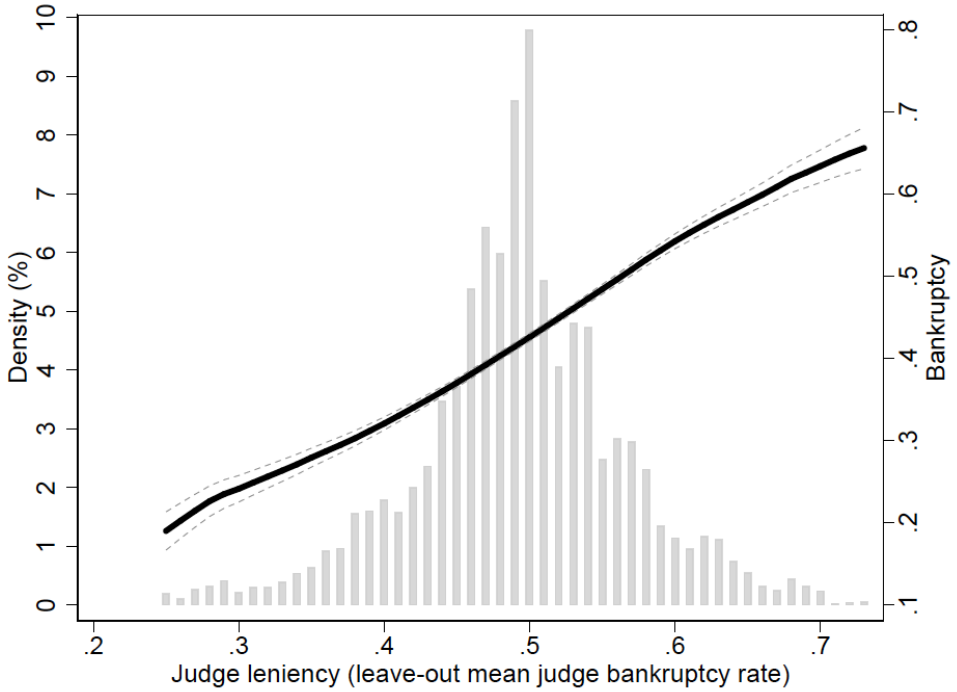
I en ny studie dokumenterer Grindaker og Kostøl (2021, heretter GK) stor variasjon i konkursåpninger (konkursprosent) også blant dommere i tingretter i Norge. Når en sak ikke oppfyller kravet om både illikviditet og insolvent avvises konkursbegjæringen, og kreditor må vurdere betalingsutsettelse eller finne andre uformelle løsninger sammen med skyldner. GK dokumenterer at saker fordeles til dommere etter tilfeldighetsprinsippet, og dokumenterer stor variasjon i sannsynligheten for at konkurs åpnes blant dommere i samme tingrett. Denne variasjonen kan skyldes ulik vurdering av insolvens-spørsmålet eller hvor ofte de gir betalingsutsettelse. GK viser videre at dette handlingsrommet har betydelige økonomiske konsekvenser, og at mange selskap som blir avvist på grunn av dommerens lave konkursprosent fortsetter å ansette og har positiv omsetning i opptil fire år senere[5].

Figur 3 illustrerer spredningen i konkursprosenten blant dommere. For å ikke blande sammen effekten av en mer spesialisert kompetanse i Oslo byfogdembete med mindre spesialisert kompetanse i tingretter utenfor storbyene sammenlignes dommere innad i hver domstol. Sammensetningen av dommere og saker holdes dermed fast ved å ta ut den gjennomsnittlige konkursprosenten til alle dommere i samme tingrett og i samme år. Den prosentvise fordelingen av dommere er illustrert med den vertikale aksen til venstre og de gråfargede søylene. Sannsynligheten for at det åpnes konkurs i et selskap som håndteres av strenge og mindre strenge dommere er illustrert med den heltrukne linjen. Høyre akse og den heltrukne linjen illustrerer en sterk sammenheng mellom konkursprosent og utfallet for et selskap[6]. Figuren er begrenset til 1. til 99. persentil, og viser at spredningen er på nærmere 50 prosent, fra 25 prosent til 75 prosent. Sammenligner man 10. og 90. persentil finner man noe mindre, men likevel betydelig spredning i utfall, og en nær dobling i sannsynligheten for at det åpnes konkurs for selskapet om man får en streng dommer.

[5] Positiv omsetning er enkelt definert som at selskapet har rapportert positive omsetningstall til skattemyndighetene. Merk at forskerne heller ikke her kan tallfeste betydningen av at ineffektive foretak fortsetter å drifte. Hovedbekymringen er at selskapene fortsetter å drive med et gjeldsoverheng som hindrer selskapene i å starte nye og gode prosjekter.

[6] Denne prosenten er beregnet som et gjennomsnitt for alle andre saker enn det aktuelle selskapet. Ved å beregne et gjennomsnitt for alle saker og så trekke ut utfallet til det enkelte selskapet, unngår man en mekanisk korrelasjon mellom dommerprosent og utfallet til det enkelte foretak.

Figur 3: Variasjon i konkurssannsynlighet blant dommere i samme tingrett

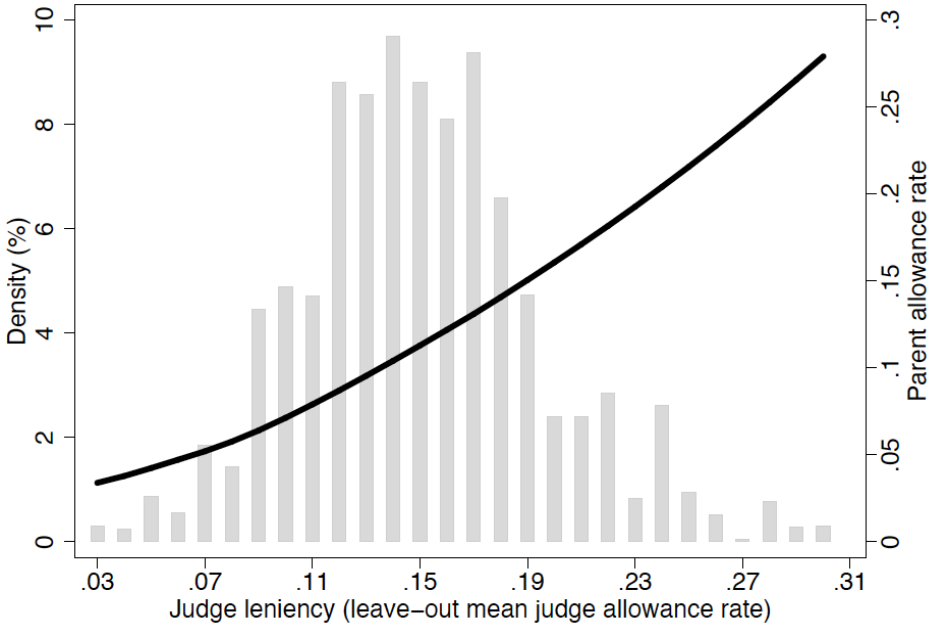


Noter: Denne figuren viser fordelingen av konkursåpningsprosenten blant dommere i tingretter i Norge over tiårsperioden 2004 til 2018. Konkursprosenten er beregnet av alle saker som er behandlet av en dommer, uavhengig av størrelse og tidspunkt saken kom inn. Dommere som behandler færre enn 20 konkurssaker, og tingrettene med kun en dommer i et år er tatt ut. Utvalget av foretak som den heltrukne linjen er estimert for er videre begrenset til foretak med registrerte ansatte i arbeidsgiver arbeidstakerregisteret. Figuren holder fast gjennomsnittlig konkurs prosenter i en tingrett, og illustrer variasjon innad i tingretter.

Man kan forestille seg at om dommere spesialiserer seg på saker innenfor samme paragraf og lov kapittel vil man få likere behandling på tvers av dommere. Dahl, Kostøl og Mogstad (2014, heretter DKM) dokumenterer spredning i trygderettsdommeres sannsynlighet til å innvilge uføretrygd i Norge. Vi illustrerer dette nedenfor med en tilsvarende figur fra DKM som viser at spredningen i dommeradferd Trygderetten er betydelig lavere enn i konkurssaker. Figur 4 viser at en dommer i første persentil fra Trygderetten omgjorde i snitt 28 prosent færre saker enn en dommer ved nittiende persentil, som er omtrent halvparten av den tilsvarende spredningen i konkurssaker. Tilsvarende viser høyre akse sannsynligheten for at en person, i dette tilfellet en forelder, innvilges uføretrygd som en funksjon av dommernes gunstprosent. Den heltrukne linjen viser at sannsynligheten øker betraktelig jo oftere en dommer innvilger uføretrygd i andre ankesaker. Poenget med denne illustrasjonen er å vise at spredningen i ellers like saker er lavere i en spesialistdomstol som Trygderetten, sammenlignet med i konkurssaker som er fordelt over alle domstoler. I tillegg viser DKM at saksmengden til dommere reduserer spredningen: blant de minst erfarne dommerfullmektigene, som har bare håndtert omtrent 50 saker, er spredningen i gunstprosenten opp mot 50 prosent, mens blant de mest erfarne dommerne med over 900 saker ser man at spredningen er nede i 10 prosent[7].

[7] Denne sammenhengen er illustrert i Online appendix figur 1. Det er mange grunner til at dommere oppfører seg likere over tid. For eksempel kan interaksjon mellom kolleger påvirker deres vurderinger, noe som er dokumentert i en rekke yrker (se, for eksempel, Mas og Moretti 2009). Trygderetten har blant annet innført et system som gjør det mulig å se den gjennomsnittlige omgjøringsprosent til andre dommere både i samme avdeling og i andre avdelinger i Trygderetten, noe som kan bidra til å redusere spredningen mellom dommere ytterligere over tid. Vi vil notere at denne rapporten er i første omgang basert på økonomisk forskning, men registrerer også at det finnes en litteratur i rettsvitenskap som diskuterer fordeler og ulemper med spesialist og generalistdomstoler (se, for eksempel, Jordan 1981).

Figur 4: Omgjøringsprosent i uføretrygdsaker blant Trygderettsdommere i Norge



Noter: Denne figuren er hentet fra Dahl m.fl 2014 og viser fordelingen av omgjøringsprosenter mellom dommere og rettsfullmektiger i Trygderetten. Saker er begrenset til personer som anker et vedtak fra NAV over perioden 1989 til 2005 i alderen 18 til 55 med barn i voksen alder i løpet av 1989-2010.

5.1.3 Kvalitet og omdømme i konkursinstituttet

I et økonomisk perspektiv er både kvalitet og gjennomsiktighet i prosessen viktig. I den grad konkursinstituttet kan organiseres som en spesialistdomstol vil lavere spredning bidra til mindre usikkerhet, noe som vil foretrekkes av organisasjoner som er risikoaverse. I tillegg vil omdømmet til norsk konkursprosess avhenge av i hvilken grad prosessen er forutsigbar (Thorburn 2006). Hvis et foretak har lån i flere valutaer er det rimelig å anta at konkursinstituttets omdømme vil spille en rolle, og kreditor vil prøve å flytte saken til en jurisdiksjon med et konkursinstitutt som er forutsigbart og der absolutte prioritetskrav følges (Aghion m.fl. 1992). Videre avhenger omdømme av direkte kostnader i forbindelse med prosessen, som hvor lang tid bobestyrer bruker på å finne kjøpere ved en likvidering. Omdømme kan også avhenge av indirekte kostnader i restruktureringen, som for eksempel brudd i prioritetsrekkefølgen av kreditorer, som en superprioritet kan gi, som videre svekker lånetilbudet (Corbae og D`Erasmo 2021). Man kan tenke seg at en kreditor med hovedsete i utlandet vil foretrekke å flytte konkursbegjæringen til eget land hvis norsk konkursinstitutt oppfattes som mer debitorvennlig eller det er større usikkerhet om kompetansen til dommere og rekonstruktører.

Det finnes imidlertid lite forskning på betydningen av kompetansen til rekonstruktøren. Til tross for at den juridiske vurderingen av om likvidering skal benyttes fremfor restrukturering er at det skal gagne kreditor, viser Antill (2020a) at dommeres valg av likvidering i USA ofte er ineffektiv. Han finner at likvidering i gjennomsnitt bidrar til en reduksjon i recovery rates på 55 cent per dollar. Han viser at særlig skadelig for kreditorer er lovtillegg 363 som åpner for at daglig leder selger eierandeler uten kreditors samtykke. Disse funnene tyder på at dommerne i USA ikke har samme informasjon om selskapets betjeningsevne som markedet som helhet. Videre estimerer Antill en modell for effektive likvideringer som baserer seg på opplysninger om foretakets inntekt og balanse og kreditorers recovery rates, og finner at 60 prosent av likvideringene er ineffektive. Han viser at det å bruke en modell som er estimert på historiske data kan bidra til å øke kreditorers dividende betydelig. Dette forslaget vil i så fall

kreve at myndigheter har tilgjengelige data, og at stordata-metoder brukes i tillegg til juridisk og økonomisk kompetanse i vurderingen av om restrukturering bør velges fremfor likvidering.

Bobestyreren spiller en viktig rolle i likvidering av selskap og kan påvirke hvorvidt det er bedre for kreditorer at selskapet restruktureres. Antill (2020a) studerer kompensasjonen til bobestyrerne som håndterer likvidering etter amerikansk Ch. 7. Bobestyrers rolle i USA er som i Norge, nemlig å maksimere salgsverdien av boet. Kompensasjon til bobestyrer er et instrument for å oppnå dette målet. Økonomisk forskning har vist at insentiver påvirker innsats og utfall i et rekke settinger, og det er rimelig å anta at insentiver også påvirke bostyrers valg og dermed kreditorers tap i konkurs. I USA bestemmes bostyrers inntekt av et honorar som er proporsjonalt med boets verdi, men er fallende for verdier over en viss terskel. Under visse antakelser om bostyrers preferanser, som at å øke boets verdi har en nyttekostnad som må kompenseres monetært, illustrerer Antill at bostyrers insentiver reduserer kreditors recovery rates. Dette kommer av en høy marginalinntekt for lave verdier og lavere marginalinntekten for høyere samlet verdi av boet. Ved å likestille provisjonsraten for høye og lave verdier av boet vil man trolig øke kvaliteten i likvideringsprosessen. Det kan også tenkes at provisjonsraten bør være økende som funksjon av recovery rate.

Selv om det ikke finnes forskning som informerer direkte om den optimale strukturen på bostyrers provisjon finnes en stor litteratur i personaløkonomi studerer hvorvidt lønn skal være time- eller provisjonsbasert. En generell anbefaling er å bruke provisjonsbasert lønn når produktiviteten kan måles, slik som i tilfellet med bostyrer, mens timelønn foretrekkes der den enkeltes bidrag i produksjonen er krevende å observere (se for eksempel Lazear & Shaw 2007). Kompetansekrav spiller en viktig rolle. I den grad reglene skal bidra til å begrense oppdrag til yrker som er lisensiert, og dermed begrenser tilgangen på godkjent kompetanse, vil provisjonsraten bli bestemt av markedslønnen de de aktuelle yrkene.[8]

Forskningen omtalt i dette kapittelet antyder at optimal kompetanse består av en blanding av jurister, økonomer og regnskapskyndige. I tillegg viser studien diskutert over at statistiske modeller kan bidra til en mer korrekt verdsettelse og effektiv likvidering, slik at man også kan ønske å bruke personer med kvantitative og statistiske ferdigheter i prosessen.

5.2 Selskapsperspektivet

Hva er selskapet som et going concern, og hvorfor er det verdt å ta vare på? En stor empirisk forskningslitteratur dokumenterer selskapets merverdi utover de eiendelene det eier. Denne verdien kan skapes på flere måter, som for eksempel i samspillet med leverandører, kunder og beliggenheten. Denne verdien vil som regel deles mellom interessenter, som kunder, arbeidstakere, eiere og investorer. I en studie fra USA utnytter Bernstein mfl. (2019b) igjen tilfeldighetsprinsippet og variasjon i sannsynligheten for at dommere åpner konkurs for å studere samfunnsnytten av et selskap. I kombinasjon med detaljerte foretaksdata kan forskerne tallfeste hvordan selskapet påvirker andre selskap som er geografisk nære. De finner støtte for at selskapet bidrar positivt til lokaløkonomien: Når et selskap slås konkurs i stedet for å restruktureres på grunn av den tilfeldige dommerens debitor-vennlighet finner forskerne et betydelig fall i sysselsettingen i andre geografisk nærliggende selskaper.

[8] Det skal lønne seg å påta seg et oppdrag. I økonomisk mekanisme design heter det provisjonen skal være insentiv-kompatibel.

Denne effekten kan skyldes at det konkursrammede selskapet er en hjørnesteinsbedrift eller er en del av verdikjeden til de geografisk nære selskapene.

I tillegg til å være en del av næringskjeden i en lokal økonomi, finnes en rekke andre grunner til at selskapet er verdt mer enn summen av eiendelene. Dette kan skyldes bedriftskultur, godt lederskap, velfungerende organisasjon, merkekjennskap, eller andre bedriftsinterne produktivitetseffekter. Hsieh og Klenov (2009) dokumenterer for eksempel stor variasjon i total faktorproduktivitet på tvers av firma i India, Kina og USA, Bloom og van Reenen (2007) dokumenterer stor variasjon i lederatferd på tvers av firma og på tvers av land og Bloom mfl. (2012) viser at måten et firma er organisert på kan forklare en betydelig andel av variasjon i produktivitet og verdiskapning. En annen grunn til at selskapet har en verdi er at ledere og entreprenører er viktige for selskapet. I en studie fra Norge, forsker Becker og Hvide (2013) på betydningen av entreprenøren for selskapet. Ved å sammenligne sysselsetting og salgsinntekter i selskap hvor innehaveren går bort, med foretak der innehaveren fortsetter i selskapet, dokumenterer de at entreprenøren har en stor betydning for selskapets økonomiske vekst. I en ny studie fra USA finner Choi mfl. (2021) med en tilsvarende fremgangsmåte at personer som var med i oppstarten av selskapet har stor betydning for selskapet. I tillegg til typiske entreprenørdominerte selskaper, er selskaper som driver omfattende, langsiktig og risikofylt forsknings- og utviklingsarbeid eksempler på at humankapital og organisasjonen i selskapet står for langt større verdier enn hva som kan leses rett ut av regnskapene. På mer generell basis er også selskaper som har langsiktige byggekontrakter på skip eller bygg, eller som har betydelige immaterielle eiendeler i f.eks. varemerker, en kategori som i mange tilfeller er langt mer verdt ved fortsatt drift enn ved en oppdeling i likvidasjon.
På den andre siden er det ikke nødvendigvis slik at selskap som restruktureres nødvendigvis vil være like produktive som før eller mer produktive enn andre selskap. Hotchkiss mfl. (2008) viser at 20-40% av going concern rapporterer negativt driftsresultat og ⅔ presterer dårligere enn bransjerivaler over en femårsperiode.

Samtidig som selskap har verdier man kan ønske å bevare ved å unngå i konkurs og likvidasjon, finnes det andre elementer i selskapet man kan ønske å bli kvitt. Jensen og Meckling (1976) var de første som viste hvordan agentproblematikk påvirker hvor mye gjeld et selskap bør ha. Forskerne beskrev en bekymring om at ledelsen arbeider mot andre mål enn eiere og kreditorer, som for eksempel ved bruk av frynsegoder og luksusvaner som privatjet eller dyr kunst. Denne atferden er både ødeleggende for verdiskapningen og kan øke kostnaden ved å lånefinansiering fordi risikoen for mislighold øker. Denne risikoen forsterkes når selskapet er organisert som et selskap med begrenset ansvar. I en økonomisk stresset situasjon vil kreditorer ønske en nøktern strategi som øker sannsynligheten for at selskapet overlever, mens ledere med begrenset ansvar har mye å vinne på å ta risiko og lite å tape på fiasko. I følge denne teorien bidrar selskapets organisasjonsform til å øke sjansen for konkurs, og dannet samtidig grunnlaget for Fama og Jensen (1983) sin artikkel der kreative og destruktive krefter bidrar til å rense markedsøkonomien for ineffektive organisasjonsformer.

Til slutt vurderer vi i hvilken grad foretak i tiltagende krise klarer å bevare humankapital som er kritisk for selskapet. Dette spørsmålet er i kjernen til Hart og Moore (1994) sitt teoretiske rammeverk for foretaksfinansiering og humankapital. Ideen er at selskapet er avhengig av kompetansen til nøkkelpersonell, for eksempel daglig leder, men må få finansiering til prosjektet fra eksterne långivere. Prosjektet kan gå bra eller dårlig. I et uheldig scenario, vil store deler av neste prosjekt gå til å dekke inn tap fra forrige, og overskuddet går derfor til kreditor og ikke eiere. Dette gjeldsoverhenget demper motivasjon til nøkkelpersonell og eier. Hvis det ikke finnes effektive kontrakter som forhindrer eiere og ansatte fra å forlate selskapet, kan disse starte opp et nytt og gjeldfritt foretak og dermed høste en større del gevinsten selv hvis neste prosjekt gå bra. Hart og Moore viser at dette potensielle tapet av

humankapital gjør lånefinansiering dyrere. Mens studiene fra forrige avsnitt illustrerer at nøkkelpersoner er kritiske for verdien av et selskap, viser Baghai m.fl. (2020) at selskap som nærmer seg konkursprosessen i Sverige i stor grad mister nøkkelpersoner allerede før konkursprosessen starter. Tilsvarende finner Brown og Matsa (2016) at selskap som er i et finansielt uføre får færre søknader og ansetter personer av lavere kvalitet enn selskap i normal drift. Disse studiene viser at finansiell risiko kan påføre selskapet tap lenge før konkurs- eller restruktureringsprosessen starter, og at kreditorer er eksponert mot risiko for tap av humankapital.

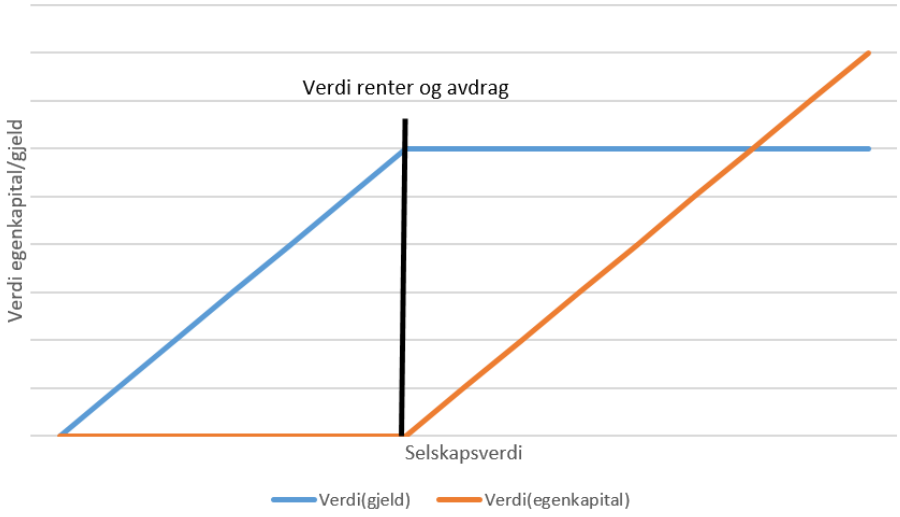
5.3 Kreditor- og investorperspektivet

Kreditorer (långivere) og eiere er de primære tilbyderne av kapital til selskap og har samsvarende, men tidvis uforenlige, interesser i en potensiell konkurssituasjon. Begge parter ønsker å ivareta verdien av sine investeringer, henholdsvis resterende gjeld og egenkapital (EK). I noen tilfeller kan det eksistere løsninger som er optimale for begge parter, men det kan også oppstå uenighet om beste fremgangsmåte. Det er i disse tilfellene, hvor kreditor og eiere ikke kommer til enighet gjennom uformelle prosesser, et velkonstruert rekonstruksjons- og konkursregelverk er nødvendig.

5.3.1 Egenskaper ved gjeld og egenkapital

Innledningsvis er det nødvendig å forstå kreditor og eiers interesser ved en potensiell konkurssituasjon. For å gjøre dette ser vi nærmere på egenskapene til gjeld og EK. Verdien av utestående gjeld avhenger av verdien til selskapet. Hvis selskapet er verdiløst vil gjelden også være verdiløs for kreditor. Verdien av gjelden vil stige etter hvert som verdien av selskapet går mot verdien av renter og avdrag. Hvis verdien av selskapet overstiger verdien av renter og avdrag vil all ytterligere verdistigning tilfalle eierne. EK er dermed et residual av selskapets verdi minus kreditorers krav. Dette skyldes av kreditorers krav har prioritet foran aksjonærenes. Det er dermed en forskjell i kapitaltilbydernes rettigheter både ved normal drift og i en konkurssituasjon.

Figur 5: Illustrasjon av verdier av gjeld og egenkapital



Note: Denne figuren illustrerer hvordan verdien på egenkapital (blå, y-aksen) og gjeld (oransje, y-aksen) fra kreditors perspektiv endrer seg med selskapsverdien (x-aksen). Ettersom gjeld er prioritert foran egenkapital tilfaller hele selskapsverdien kreditor frem til punktet hvor verdien av selskapet tilsvarer verdien av renter og avdrag. Etter dette punktet tilfaller resten av selskapsverdien eierne av egenkapitalen, som illustrert i figuren ved at den oransje linjen flater ut og den blå linjen stiger.

Figur 2 illustrerer ovennevnte. Den mest fundamentale innsikten fra dette er at kreditor har både en begrenset nedside og oppside. Eiere har også en begrenset nedside, men de har i teorien en ubegrenset oppside. Dette kan resultere i at kreditorer og eiere ønsker å iverksette ulike prosesser, uavhengig av om disse ellers ville vært gunstige for selskapet og fellesskapet.

Ta følgende eksempel. Et selskap har gjeld hvor dagens av renter og avdrag tilsvarer 100. Selskapets eiendeler har for øyeblikket en verdi på 75 og gjelden har følgelig en verdi på 75 mens egenkapitalen er verdiløs om selskapet likvideres i dag. Ledelsen foreslår en risikabel strategi for å likevel redde selskapet. Oppsiden ved strategien er +75 og nedsiden er -50 og begge scenariene er like sannsynlige. Ved en eventuell oppside (nedside) vil selskapet være verdt 150 (25), gjelden 100 (25) og egenkapitalen 50 (0). Forventet selskapsverdi ved denne risikable strategien er 87,5 mens forventet verdi av gjeld og egenkapitalen er henholdsvis 62,5 og 25,0. I dette tilfelle vil ikke en rasjonell kreditor akseptere den risikable strategien samtidig som eierne og selskapet samlet er bedre tjent ved den risikable strategien. Kreditor bestemmer likevel siden de har betinget kontroll som slår inn i en slik situasjon, og selskapet vil dermed bli slått konkurs og kreditor vil realisere et tap på 25. Dette illustrerer de fundamentale egenskapene ved gjeld og egenkapital, samt hvordan disse påvirker aktørenes interesser. Vi understreker at vi her har sett på et svært forenklet scenario og at det i virkeligheten vil være ytterligere faktorer å ta i betraktning. Dette inkluderer transaksjonskostnader, uenighet om verdsettelsen av eiendeler/selskapet, uenighet om framtidsutsikter, m.m.

Eiere kan også være motvillige til å iverksette en ellers optimal strategi hvis hele verdiøkningen vil tilfalle kreditorene (gjeldsoverheng/debt overhang). Dette kan følgelig forverre situasjonen til et selskap i krise. Eksempelet over er ikke er direkte eksempel på debt overhang, men det kan modifiseres for å inkorporere debt overhang. Hvis oppsiden ved strategien er 25 (og nedsiden reduseres tilsvarende til 0 slik at forventet verdi er lik) vil all ytterligere verdi tilfalle kreditorene. Videre kan kreditorer være varsomme med å tilby ytterligere gjeldsfinansiering da selskapet allerede er høyt belånt og de fleste eiendeler allerede er pantsatt. Tilsvarende kan man modifisere eksempelet til å inkorporere gjeldsfinansiering av strategien og vise at kreditorer vil være motvillig til å tilby ytterligere finansiering ettersom selskapet allerede har et høyt gjeldsnivå. I tillegg har kreditorer muligheter til å ta pant i eiendeler. Dette gir dem et ytterligere lag av sikkerhet og kan resultere i at kreditor ikke ønsker å iverksette strategier for å redde selskapet hvis verdien av pantet er tilstrekkelig, i frykt for at videre drift kan redusere verdien av pantet.

5.3.2 Kapitalmarkedet

Egenskapene ved gjeld/EK og kreditors/eiers rettigheter i rekonstruksjon eller konkurs påvirker tilgang på og kostnad ved kapital ex ante. Det er derfor viktig å vurdere effektene endringer i disse egenskapene/rettighetene kan ha på finansiering ex ante. I tillegg forventer vi at det er et negativt forhold mellom tilbud og pris(kostnad) på henholdsvis EK- og gjeldsfinansiering. Dersom kreditors rettigheter er relativt sterke forventer vi at tilbud på gjeldsfinansiering er større og at prisen er lavere. Tilsvarende forventer vi at tilbud av EK-finansiering vil være mindre og prisen høyere. Vice versa gjelder i tilfelle hvor eiers rettigheter er relativt sterke. Denne dynamikken er også viktig å vurdere ved eventuelle regel- og praksisendringer.

Mansi, Maxwell og Wald (2009) finner høyere kredittrating og lavere *yield spread*[9] for selskap registrert i stater med mer kreditorvennlige lover. Den amerikanske settingen er viktig ettersom konkurslover, domstolene og SEC reguleringer er føderale, hvilket betyr at forskjeller i statlige lover fanger variasjonen i kredittrating og *yield spread* i større grad. Boubakri og Ghouma (2010) finner tilsvarende at forskjeller mellom land i håndheving av kreditorbeskyttelse forklarer variasjon i *yield spread*. Qi, Roth og Wald (2017) viser videre at forskjeller i kreditorbeskyttelse påvirker variasjonen i gjeldsfinansiering og investering under økonomiske nedgangsperioder, hvor graden av gjeldsfinansiering og investering er større i land med sterkere kreditorbeskyttelse. Cheng og Shiu (2007) finner at selskap i land med bedre kreditorbeskyttelse har høyere gjeldsgrad, mens selskap i land med sterkere beskyttelse av aksjonærrettigheter bruker mer EK-finansiering. Cerqueiro, Ongena og Roszbach (2016) viser hvordan kreditorer responderer på eksogene reduksjoner i panteverdier med høyere renter og reduserer tilbudet av kreditt. Becker og Josephson (2016) estimerer at det å bringe alle lands konkursprosesser opp på amerikansk nivå kan øke størrelsen på det globale obligasjonsmarkedet med $1 trillion eller 25% av dagens marked. Sistnevnte studie understreker hvor store verdier det er å hente ved velutviklede rekonstruksjons- og konkursregelverk. Det er dog viktig å poengtere at ikke all gjeld er likestilt. Det finnes ulike former for gjeld, og regler som er til fordel for noen klasser kan resultere i redusert tilbud eller høyere pris for andre klasser og vice versa. Tilsvarende vil enkeltaktører kunne reagere ulikt på endrede regler. Et eksempel på dette er klasseinndeling av kreditorer og rom for cram-down. Store aktører vil potensielt dra nytte av dette, mens mindre aktører vil kunne se rettighetene sine redusert. Dette kan resultere i motstridende reaksjoner hos ulike aktører med hensyn på tilbud og pris på kreditt.

Det er dog nødvendig å skille mellom tilbud av EK- og gjeldsfinansiering, og appetitt for de ulike finansieringskildene. Beslutninger rundt endelig kapitalstruktur fattes av selskapet. Relativt sterk kreditorbeskyttelse kan øke tilbudet av gjeldsfinansiering, men selskap kan likevel være motvillige til å bruke mer gjeldsfinansiering hvis eieres rettigheter svekkes betydelig som følge av dette. Cho, El Ghoul, Guedhami og Suh (2014) viser at sterke kreditorrettigheter er assosiert med lavere langsiktig gjeldsgrad og reduserer utstedelse av langsiktige gjeldsobligasjoner og bruk av langsiktig gjeld for å finansiere investeringer. Valg av kapitalstruktur er til syvende og sist en beslutning selskapet (og eierne) selv må ta, og det er ikke hensiktsmessig å spekulere i hvor lukrative de ulike finansieringskildene burde være for å oppnå «optimal» kapitalstruktur.

5.3.3 Tap ved konkurs og rekonstruksjon

Til slutt vil vi se på relevant forskningsmateriale på konsekvensene ved konkurs og rekonstruksjon for kreditor og eiere. Motivasjonen til både kreditor og aksjonærer være å maksimere verdien de klarer å inndrive. Kreditor vil ta hensyn til om rekonstruksjon eller likvidering gir høyest *recovery rate* (RR) – prosent av utestående forpliktelser de klarer å drive inn (recover). Tilsvarende vil aksjonærer vurdere hvorvidt konkurs eller rekonstruksjon maksimerer verdien av EK, særlig med tanke på at de normal ikke får noe i en konkurs. Det er naturlig nok flere faktorer som påvirker dette, men vi vil primært se på hvordan valg av prosess påvirker henholdsvis RR og EK.

Studier har undersøkt RR til gjeld ved ulike konkursprosesser. Ettersom funnene i disse studiene stammer fra ulike utvalg (tid, land m.m.) kan vi ikke sammenligne funnene direkte. Generelt viser studier at RR er signifikant høyere ved rekonstruksjon enn ved likvidering (Davydenko & Franks, 2008;

[9] *Yield spread* er forskjellen mellom rentekostnad på selskapets lån, typisk omsettelige obligasjoner, og sammenlignbare statsobligasjoner.

Bris, mfl. 2006; Thorburn, 2000). Thorburn (2000) finner i sin studie av svenske selskap at RR ved rekonstruksjon er 39%, sammenlignet med 27% for likvidering. Tilsvarende viser Davydenko og Franks (2008) at RR ved rekonstruksjon i Storbritannia, Frankrike og Tyskland er henholdsvis 68%, 74% og 70%, sammenlignet med en RR på 68%, 40% og 40% ved likvidering. Til slutt sammenligner Bris mfl. (2006) RR ved de ulike prosessene for «secured» og «unsecured» kreditorer. Sammenligningen viser at både sikrede og usikrede kreditorer har betydelig lavere RR ved Ch. 7. Denne differansen er signifikant når man kontrollerer for selskapsforskjeller. Dette illustrerer et viktig poeng, nemlig at den høyere RR ved rekonstruksjon er robust på tvers av land og følgelig ulike rettssystemer. Samlet sett antyder dette at rekonstruksjon kan bidra til at kreditor inndriver mer av verdien enn ved likvidering, men bekrefter også at en rekonstruksjonsløsning kun blir stående dersom den gir bedre resultater enn en konkurs/likvidasjon.

Det er mangel på studier som viser hvor mye eiere klarer å inndrive ved likvidering og rekonstruksjon. Vi kan likevel stipulere hva eiere kan forvente å sitte igjen med etter de ulike prosessene. Ved likvidering forventer vi at all egenkapital er tapt, og at eierne ikke mottar noen verdier. Dette er rimelig å forvente ettersom kreditorer, som vanligvis er prioritert før eierne, i de fleste tilfeller ikke klarer å inndrive 100% av den utestående gjelden ved en likvidering (se over). Til sammenligning gir rekonstruksjon eierne muligheten til å drive opp selskapsverdien via fortsatt drift og det er derfor en potensiell framtidig oppside for eierne. Dette antyder at forventet verdi av egenkapitalen ved likvidering er null, mens forventet verdi ved rekonstruksjon kan være større enn null.

Vi må være forsiktig når vi tolker disse funnene. Differansen i recovery rate og egenkapitalverdi kan ikke nødvendigvis tilskrives forskjellene mellom rekonstruksjon og likvidering. Selskaper som blir rekonstruert kan være fundamentalt ulike fra selskap som til slutt likvideres. Ettersom selskap ikke fordeles tilfeldig til de to prosessene kan vi ikke trekke noen kausale tolkninger fra funnene. Studier har undersøkt hvilke faktorer som forklare hvorvidt et selskap likvideres eller restruktureres (Bris, Welch, & Zhu, 2006; Davydenko & Franks, 2008). Som forventet viser funnene at gruppene er signifikant forskjellig langs flere dimensjoner, f.eks. størrelse, sikkerhet og kapitalstruktur. Dette understreker at vi ikke kan sammenligne recovery rate og egenkapitalverdi ved de to prosessene uten å kontrollere for ulikhetene mellom selskapene. Funnene gir likevel verdifull innsikt i hvilke faktorer man burde vurdere når man avgjør hvorvidt selskap skal restruktureres eller likvideres, forutsatt at de tidligere beslutningene har vært korrekt (hvilket vi ikke kan observere). En lignende studie på norske selskap er gjennomført og presentert i kapittel 6.

Det kan være fristende å argumentere for at vi i grensetilfellene (hvor det ikke er tydelig hvorvidt selskapet burde restruktureres eller likvideres) åpner for restrukturering på bakgrunn av en antatt stor oppside for begge parter. Nedsiden ved å feilaktig restrukturere selskap kan dog være betydelig. I første omgang kan de direkte kostnadene knyttet til restruktureringsprosessen være større enn ved likvidering (Bris mfl. 2006). Dette skyldes blant annet at prosessen er mer komplisert og tidkrevende, men også fordi den innebærer kommunikasjon og diskusjon på tvers av flere interessenter, og kreditorene må selv bruke mer ressurser i prosessen. I tillegg vil et ikke-lønnsomt selskap som fortsetter driften for lenge forvitre selskapsverdien, hvilket betyr at det er mindre igjen når likvidasjonen skjer. Det er derfor ikke nødvendigvis en god strategi for kreditor å tilrettelegge for restrukturering av selskap som ellers burde likvideres. For eiere kan det dog tenkes at rekonstruksjon alltid er å foretrekke, med mindre dette medfører ekstra kostnader overfor eierne.

5.3.4 Finansiering av rekonstruksjon gjennom superprioritert finansiering

Finansiering av rekonstruksjon er i de fleste land tilrettelagt gjennom ny gjeld med superprioritet, dvs. prioritet foran øvrige kreditorer i selskapet. Ayotte and Morrison (2008) finner at over tre fjerdedeler av selskap i Chapter 11 restrukturering i USA tar opp slik finansiering. Vi vil i det følgende diskutere fordeler ved superprioritet, potensielle negative konsekvenser ved å åpne opp for superprioritet og hvorvidt superprioritet er nødvendig for å sikre en god rekonstruksjon og eventuell hvilken form det må ta.

Hensikten med superprioritet er å forsikre at rekonstruktøren har midler nok til å drive selskapet og prosessen på en optimal måte. Dersom selskapet ikke har tilstrekkelig med likvide midler (hvilket ofte kan være tilfelle) kan det ta opp finansiering med superprioritet for å finansiere prosessen. Det fremkommer fra data tilgjengeliggjort av Brønnøysundregistrene at 90 prosent av alle konkursåpninger avsluttes på grunn av manglende midler, så manglende finansiering er definitivt er reelt problem. I de fleste tilfellene er det snakk om små selskap hvor det tvilsomt eksisterer en kreditor som er villig til å tilby superprioritert finansiering. Det er dog flere tilfeller hvor konkursprosessen også til selskap av betydelig størrelse har blitt avsluttet på grunn av manglende midler. Det er derfor klart at det er behov for å sikre finansiering av prosessen og superprioritet kan potensielt bidra til dette. Superprioritet kan sikre finansiering hvis kreditorer vil være villig til å tilby kreditt ettersom de kan være relativt trygg på å innhente lånesummen og eksisterende kreditorer forventer å komme bedre ut. Ayotte and Morrison (2008) finner at superprioritert finansiering i USA kommer med strenge vilkår (covenants) som gir långiver tett kontroll med virksomheten, eksempelvis at selv små driftsutbetalinger krever tillatelse fra den som har tilbudt superprioritert finansiering. Dahiyaa, John, Puri, og Ramirez (2003) finner at bruk av slik finansiering er korrelert med en raskere prosess og en høyere andel av situasjonene som ender som en vellykket rekonstruksjon. De finner videre at hvis det er dagens långivere (innsidere) som også yter superprioritert finansiering, så er konkursprosessene raskere. Generelt er dette konsistent med at de som yter superprioriterte lån har en spesiell rolle med å både velge ut og overvåke forventet lønnsomme selskaper.

En potensiell ulempe med superprioritet er at andre kreditorers krav vannes ut. Sett i sammenheng med diskusjonen tidligere i dette kapittelet kan det derfor anses som mindre kreditorvennlig. Følgelig, for å kompensere for dette, kan kredittmarkedet ex ante begrense tilbud og/eller ta høyere pris. Det er uklart hvorvidt nettoeffekten av økt sannsynlighet for fortsatt drift, og redusert/dyrere kreditt er positiv eller negativ fra et samfunnsøkonomisk perspektiv, men det er likevel nødvendig å trekke dette frem som en potensiell konsekvens av å tillate for superprioritert finansiering.

Videre er det nødvendig å understreke - slik flere vi har snakket med har gjort - at selv om det er viktig å kunne finansiere den juridiske prosessen så er minst like viktig å sikre finansiering av daglig drift. I en konkurssituasjon vil selskapet befinne seg i en vanskelig økonomisk situasjon hvor finansiering av daglig drift vil være utfordrende. En konsekvens av dette kan være tap av nøkkelmedarbeidere, kunder, partnere, og generelt en forvitring av selskapets verdi. Det er derfor svært viktig å sikre mulighet til finansiering av den daglige driften av selskapet, hvis man ønsker en samfunnsmessig optimal løsning. I våre samtaler har vi hørt bekymring rundt dagens regelverk og hvorvidt det gir tilstrekkelig likviditet. Å tilrettelegge for ytterligere likviditet for daglig drift vil i en del situasjoner kreve mye finansiering relativt til selskapets balanse, og superprioritert finansiering kan derfor bety vesentlig utvanning av eksisterende kreditorer.

I lys av den pågående pandemien og betydningen for selskaper og finansmarkeder har DeMarzo, Krishnamurthy & Rauh (2020) foreslått at det bør være en offentlig oppgave å tilby finansiering av rekonstruksjonsprosesser, som supplement til ordinære private løsninger. Disse lånene skal ha ordinær superprioritet som regulert i Chapter 11, men vil etter deres vurdering kunne bidra til å sikre flere vellykkede restruktureringer.

Uavhengig av pandemien er det aktuelt å vurdere om dagens lønnsgaranti som på mange måter fungerer som en finansiering av konkursbo, også bør være tilgjengelige i rekonstruksjon. Lønnsgarantien vi da fungere som en kostnadsspesifikk rekonstruksjonsfinansiering og redusere behovet for å utfordre kreditorenes prioritet. Vi drøfter dette mer nedenfor.

5.4 Arbeidsmarkedsperspektivet

I denne delen diskuterer vi kort gjeldende regelverk i Norge og betydningen av arbeidstakeres rettigheter for tilgang til kreditt og konkurssannsynlighet. Vi diskuterer også konsekvenser ved jobbtap og kostnader ved konkurs for arbeidere.

5.4.1 Arbeidstakernes rettigheter

Ansattes rettigheter står relativt sterkt i Norge. I en internasjonal målestokk ligger Norge midt på treet.[10] Arbeidsmiljøloven definerer ansattes rettigheter i eksisterende arbeidsforhold og arbeidsforhold etter overdragelse av selskap (arbeidsgiver). Loven sier at når en virksomhet blir solgt til nye eiere følger ansattes rettigheter fra forrige foretak med til det nye. Dette innebærer blant annet at ny arbeidsgiver må betale lønn etter gjeldende tariffavtale og ansiennitet fra forrige arbeidsgiver. Ved overdragelse av hele eller deler av virksomheten i konkurs er derimot ikke kjøperen bundet av reglene om virksomhetsoverdragelse, men kan velge hvor mange og hvilke av de ansatte han ønsker å overta.

To andre forhold skiller seg ut når man sammenligner ansattes rettigheter under konkurs og restrukturering. Det ene er at ansatte ikke har noen oppsigelsestid i konkurs, mens ved fortsatt drift og restrukturering kan oppsigelsestiden være opp til seks måneder. Arbeidstakere med sterkest stillingsvern er oftest eldre og har lengst ansiennitet i selskapet. Samtidig er det disse arbeidstakere som har høyest lønn forhandlet under tariffavtaler, og dermed er de som har mest å tape under konkurs (se diskusjon av forskningslitteratur under). Den andre forskjellen er at statens lønnsgaranti slår inn under konkurs mens den ikke slår inn ved fortsatt drift i restrukturering. Disse forskjellene illustrerer på den enes siden at direkte konkurs kan bidra til å forenkle omstillingsprosesser og frigi ressurser i foretak som ellers ville hatt overkapasitet i stab eller forhøyet lønn, og som reflekterer andre makroøkonomiske og sektorspesifikke forhold enn det selskapet står overfor i dag. På den annen side, illustrerer disse forskjellene at kreditorer kan ha et finansielt insentiv til å velge konkurs fremfor restrukturering da det gir mer til dekning av deres krav. Og som diskutert i Lars Villars-Dahls utredning, kan den samme skjevheten føre til at kjøp av et konkursrammet selskap er et billigere og foretrukket alternativ fremfor en restrukturering og virksomhetsoverdragelse, og dette kommer i tillegg til bortfallet av tyngende lån. Tabell 2 oppsummerer noen av hovedtrekkene i ansattes rettigheter under vanlig drift, restrukturering og konkurs.

[10] Se 2020 Edition of the OECD Employment Outlook

Tabell 2: Ansattes rettigheter i Norge (privat sektor)

	Ansattes rettigheter		
	Overdragelse	**Restrukturering**	**Konkurs**
Bundet av tariffavtale	Ja	Ja	Nei
Oppsigelsestid	1-6 mnd.	1-6 mnd.	Nei
Lønnsgaranti		Nei	1 mnd. opp til 2G
Lønnskrav		Prioritet	Prioritet

Note: Denne tabellen sammenligner rettigheter og regler for arbeidere og lønnskostnader under vanlig drift, restrukturering og konkurs.

Restrukturering av arbeidsstyrken en ofte den viktigste motivasjon og kilde til synergier i oppkjøp og overdragelse (Devos m.fl. 2009). Et viktig spørsmål er hvordan ansattes rettigheter og oppsigelsesvern påvirker sjansen for oppkjøp, tilgang til kreditt, og vellykket restrukturering? En voksende empirisk litteratur forsøker å besvare disse spørsmålene. I en studie av oppkjøp i 21 land, finner Dessaint m.fl. (2017) at når et land strammer til og øker ansattes rettigheter faller antallet oppkjøp av foretak med 15 prosent. De viser videre at restrukturering av arbeidsstyrken kan forklare opp til 80 av gevinstene ved oppkjøp.

Fagforeninger spiller fremdeles en viktig rolle i å fremme ansattes rettigheter. Det er rimelig å tenke at i normale tider vil ansattes krav gå på bekostning av eiere, mens det i dårlige tider vil gå på bekostning av kreditorer. Lee og Mas (2012) viser at fagforeningsmakt påvirker markedsverdien til selskap, noe som antyder at tiltak for å øke de ansattes del av overskudd, som høyere lønn, går på bekostning av verdien som er igjen til eiere. Abowd (1989) finner også en nær én til én sammenheng mellom en ekstra dollar i kollektive lønnsoppgjør og markedsverdien til et selskap. Matsa (2010) viser at foretak kan bruke lånefinansiering som et strategisk virkemiddel i lønnsforhandlinger, der en lavere fri kontantstrøm gir mindre å forhandle om for arbeidstakerorganisasjoner. I en annen amerikansk studie, forsker Campello m.fl. (2018) på betydningen av fagforeninger i konkursprosessen. Ved å utnytte et naturlig eksperiment i fagforeningstatus, finner de at fagforeninger bidrar til at konkursprosessen drar ut i tid og blir dyrere. De dokumenterer videre at fagforeninger bidrar til lavere dividende til kreditorer. Samlet sett viser denne litteraturen en klar sammenheng mellom lønnskostnader og hva som er igjen til eiere og kreditorer.

I forventning av økte konkurskostnader vil sterkere vern av ansattes rettigheter kunne hemme et foretaks tilgang til kreditt og evne til å vokse. Simintzi m.fl. (2015) sammenligner ansattes rettigheter på tvers av OECD land og finner at styrket vern fører til et fall i foretaksgjeld. Dette funnet tolkes som at stillingsvern gjør det vanskelig å si opp ansatte og at lønnsutgifter fortrenger renteutgifter. Ideen er at det å ansette en person med sterkt stillingsvern er en forpliktelse som ligner på et lån som dermed redusere foretakets evne til å låne. En annen tolkning er at lønn har prioritet i konkurs, som gir mindre igjen til kreditor i en situasjon der selskapet ikke klarer å betale forpliktelsene sine. Denne mekanismen vil også svekke kreditors lånevilje. I en studie fra USA finner Serfling (2016) at oppsigelsesvern reduserer gjeldsopptak hos foretak. Hans analyse antyder at gjeld faller fordi kreditorer frykter at foretak har mindre handlingsrom i økonomiske kriser, og at sannsynligheten for konkurs øker. Denne tolkningen er konsistent med en rekke andre studier (se for eksempel Autor m.fl. 2006 og siteringer deri). Av de samme grunnene, men med motsatt fortegn kan man forvente at styrket kreditorvern styrker kredittilgang. Falato og Lang (2015) bruker et naturlig eksperiment med brudd på betingelser i låneavtaler (covenants) som gir kreditor rett til å kreve at selskapet restrukturerer deler av virksomheten. Forskerne finner at denne kredittretten fører til store kutt i arbeidsstokken. Samlet sett viser denne litteraturen at det er en klar relasjon mellom ansatte og kreditors rettigheter, og at foretak kan bruke lånefinansiering for å styrke sin forhandlingsposisjon med arbeidere. Matsa (2018) gir en strålende gjennomgang av denne litteraturen.

5.4.2 Ansattes kostnader ved konkurs

Hva er kostnader ved konkurs for ansatte? En stor empirisk litteratur studerer kostnader for arbeidere som mister jobben (se, for eksempel, Couch og Placzek 2010 eller Davis og von Wachter 2011). Nyere studier bruker masseoppsigelser som en kilde til oppsigelser som skyldes utenforliggende årsaker. Disse kan gjøre det mer tilfeldig hvilke ansatte som får fortsette i jobben og hvem som må gå. Dette antas å kontrollere for seleksjonsskjevhet som var en svakhet i tidligere studier, hvor man så på personer som mistet jobben sammenlignet med de som beholdt den i samme tidsperiode eller selskap. Denne skjevheten oppstår av at man sammenlignet personer som muligens ville hatt en ulik utvikling i lønn selv uten jobbtap, f.eks. på grunn av forhold ved personen.

Tre brede konklusjoner kan trekkes fra forskningen på kostnader av å miste jobben. For det første fører masseoppsigelser til varige lønnstap. Det gjennomsnittlige lønnstapet er mellom 10 og 20 prosent etter fem år, og enkelte studier med lange dataserier dokumenterer at lønnen er redusert med fem til ti prosent i opptil ti år. For det andre varierer inntektstapet på tvers av land. Mens inntektstapet i USA i større grad drives av lavere timelønn, drives effekten i europeiske land i hovedsak av at personer går lengre perioder uten jobb som følge av mer sjenerøse trygdesystem som gir rett på dagpenger over en lengre periode (se, for eksempel, Eliason og Storrie 1997, Rege m.fl. 2009, og Huttunen m.fl. 2011 og Bratsberg m.fl. 2013). For det tredje er inntektstapet konsentrert blant ansatte med lang ansiennitet (for eksempel mer enn 5 år), mens ansatte med kortere ansiennitet er mer eller mindre upåvirket av å miste jobben. Dette funnet er felles for studier fra USA og Europa.

Forskningsfunnene er i tråd med en rekke forklaringer og økonomiske teorier. Den vanligste økonomiske forklaringen går tilbake til Becker (1962), og sier at humankapital kan være både generell og spesifikk. Med mer ansiennitet vil humankapital bli mer spesifikk og knyttet til enten firma, yrke eller industri. Ifølge denne teorien vil masseoppsigelser innebære et betydelig fall i etterspørselen etter den oppsagtes ferdigheter, og kombinasjonen av fallende etterspørsel og økende tilbud tilsier at lønn i nye arbeidsforhold faller. Denne teorien taler for at et selskap bør bevares hvis det opplever et midlertidig fall etterspørsel, og at dagpenger er en viktig forsikringsordning for ansatte. En annen forklaring er at personer som blir værende i selskaper som er i krise har svakere alternativer (outside options) enn de som forlater selskapet. Her vil lønnen kunne være høy som følge av flere år med lønnsforhandling, eller fordi lønnen ble forhandlet under helt andre markedsforhold enn de foretaket står overfor i dag. Siden andre selskaper i samme industri eller lokale arbeidsmarkeder ikke er villig til å tilby samme lønn, forblir de høyt lønnede ansatte i selskapet i håp om at selskapet vil finne en løsning på gjeldsproblemet eller sviktende etterspørsel. Denne forklaringen støttes i ny forskning fra USA (Lachowska m.fl. 2020).

Høye konkurskostnader for ansatte kan også reflektere søkefriksjon i arbeidsmarkedet og at risikoen for å miste jobben er høy (se, f.eks., Berk m.fl. 2010). I den grad dette er en rimelig og viktig forklaring vil arbeidsgivere med mye gjeld måtte kompensere arbeidstakere for konkursrisiko. I klassisk finansteori vil denne kostnaden også påvirke hvor mye lån et selskap tar opp. I en ny studie fra USA studerer Graham m.fl. (2019) hvordan det går med arbeidere i foretak som går gjennom konkursprosessen (både Chapter 7 og 11). Ved å kontrollere for forskjeller mellom selskap som havner i finansielt uføre og foretak i vanlig drift, finner forfatterne en betydelig nedgang i lønn etter konkurs. Forfatterne tolker dette som at arbeidere kompenseres for konkursrisiko. Agrawal og Matsa (2013) finner også støtte for denne ideen, og finner at når den finansielle risikoen ved konkurs for ansatte går ned - målt i form av høyere dagpenger ved jobbtap - øker både gjeldsbyrden og konkursrisiko blant foretak. Denne forskningen gir støtte til synet om at arbeidsgivere internaliserer kostnaden ved gjeldsfinansiering og

konkurs, i alle fall for sine ansatte, og innebærer et svekket behov for offentlig forsikring fordi markedet priser konkursrisiko inn i lønn.

5.5 Samfunnet og betydning for myndighetenes egen eksponering

Det er lite forskning på myndighetenes egen eksponering mot selskapers konkursrisiko. På den ene siden kan man argumentere for at foretak betaler en premie for å forsikre sine ansatte mot kostnader ved konkurs i form av arbeidsgiveravgiften. Denne avgiften går blant annet til å betale for lønnsgarantien som garanterer for en måned med lønn under konkurs. På den annen side, finnes det ingen "experience rating" i Norge, som for eksempel i arbeidsledighetstrygd og yrkesskadeerstatning i USA og andre land (se for eksempel, Topel 1982, Ruser 1985, og Boyer og Dionne 1989). Her betaler foretak en avgift til yrkesskadeerstatning og arbeidsledighetstrygden som avhenger av hvor mange skader og arbeidsledige hvert enkelt foretak er ansvarlig for. Dette forsikringsargumentet kan tale for en differensiert arbeidsgiveravgift, for eksempel basert på gjeldsgrad, for å korrigere at enkelte selskap tar stor finansiell risiko og flytter konkurskostnader over på myndighetene. Dette spørsmålet avhenger derimot av hvor mye av konkurskostnadene som skiftes over på myndighetene, et spørsmål vi kommer tilbake til i kapittel 7.

Det finnes også andre grunner til at myndigheter er eksponert i konkurs. Et eksempel er hjørnesteinsbedrifter som både står for direkte sysselsetting og som har kontrakter med leverandører eller kunder i lokalsamfunnet. I den grad konkurs av en hjørnesteinsbedrift også fjerner livsgrunnlaget for andre selskap vil både nasjonale og lokale myndigheter være eksponert i konkurs. Selv om Bernstein m.fl. (2019b) ikke direkte fastslår at leverandører er den gjeldende mekanisme, er fallet i sysselsettingen i geografisk nære selskap konsistent med denne ideen. I en studie fra Sverige finner Jacobson og von Schedvin (2015) direkte støtte for at leverandører også dras med i dragsuget og går på store tap i forbindelse med konkurs.[11] Spredningseffektene av konkurs forsterkes av størrelsen til selskapet. Hvis disse selskapene i tillegg til å være en del av lokale verdikjeder som også skaper kunnskapsoverføringer mellom arbeidere og foretak - såkalte agglomerasjonseffekter - kan den samlede samfunnskostnaden av en konkurs eller masseoppsigelse blir større enn den direkte effekten. Ved å studere større selskap som gjennomgår masseoppsigelse i Tyskland finner Gathmann m.fl. (2020) noe støtte for en slik mekanisme: En ekstra masseoppsigelse fører til et ytterligere fall i sysselsettingen i et lokalt arbeidsmarkedsområde med nesten 2 prosent.

Til tross for at både nasjonale og lokale myndigheter er eksponert mot finansiell risiko og konkurs, er det krevende å vurdere i hvilken grad konkurs eller restrukturering bidrar til best utnyttelse av ressurser på lang sikt. På den ene siden kan restrukturering som resulterer i videre drift gi høyere skatteinntekter og lavere trygdeutgifter på kort sikt samt unngå tap på utestående krav, men i den grad gjeldsoverhenget vedvarer vil selskapet ha begrenset kapasitet til å starte nye prosjekter og ansette. I tillegg kan det tenkes at noen selskap som går konkurs har bidratt mer enn andre foretak til statskassen i tidlig fase, og at midlertidige kostnader oppveies av langsiktige gevinster av at nye eiere får omstille kapital og ansette relevant arbeidskraft. Dette er en grunnleggende kraft i det kapitalistiske system og en ide som går tilbake til både Adam Smith og Joseph Schumpeter: markedet er bedre skikket til å identifisere den mest effektive bruken av ressurser enn involverte kreditorer og rekonstruktører. Teorien sier videre at samfunnet vil tjene på omstillingen på lang sikt, men at omstillingen koster, og i Norge vil det offentlige

[11] Tilsvarende finner Benmelech og Bergman (2011) at når et selskap slås konkurs og eiendeler likvideres, kan andre selskap som har pantsatt tilsvarende eiendeler (i dette tilfellet flyselskap) rammes indirekte og få lavere kredittilgang.

bære store deler av denne kostnaden fordi vi har et bredt trygdesystem. Hvorvidt denne teorien har empirisk støtte i en verden med trygd, friksjon og informasjonsasymmetri står igjen som et åpent og viktig spørsmål.

5.6 Samlede kostnader ved konkurs

Innledningsvis karakteriserte vi selskapers rekonstruksjon og konkurs som grunnleggende ineffektive sett opp mot et idealisert effektiv marked. Det betyr at det blir en overordnet målsetting å redusere de samlede kostnadene i slike prosesser. I første omgang kan disse kostnadene deles i direkte og indirekte kostnader. Disse kan videre fordeles på ulike grupper som f.eks. selskapet, eiere, långivere, arbeidere, leverandører og samfunnet ellers. Såfremt reduserte kostnader ikke går på bekostning av sluttresultatet vil de fleste interessenter være tjent med et lavere kostnadsnivå. Tabell 3 oppsummerer disse kostnadene og henviser til relevant litteratur der dette er tilgjengelig. Mange av disse kostnadene blir diskutert i kapitlene ovenfor. De ulike kostnadene er mangfoldige og størrelse og vesentlighet vil selvsagt varierer fra selskap til selskap, og mellom rekonstruksjon og konkurs. Det er samfunnsmessig viktig å redusere alle disse kostnadene, selv om lovgivningen i hovedsak omfatter de private forholdene. Det er videre en utfordring at mens beslutningene hovedsakelig ligger i domstolene og hos kreditorene, så påvirkes langt flere av både direkte og indirekte kostnader ved rekonstruksjon og konkurs.

5.7. En alternativ modell for rekonstruksjon og konkurs

Standard konkursprosess konkluderes med at verdiene i boet først realiseres, og så får kreditorene utbetalt et kontant dividende som en funksjon av samlede verdier som er realisert og den enkeltes plass i prioritetsrekkefølgen. En rekonstruksjon som medfører at selskapet videreføres med restrukturert kapitalstruktur, innebærer at kreditorene må ta et delvis tap, men forøvrig i hovedsak beholder sine prioriteter og rettigheter mot selskapet, alternativt konvertert til aksjer i selskapet. Forskerne Aghion, Hart og Moore (AHM) foreslo i 1992 en alternativ løsning som forslag til reform av konkurssystemet.

Forslaget innebærer at kreditorenes krav umiddelbart konverteres til eierandeler(aksjer) i det restrukturerte selskapet ut fra en verdsettelse av selskapet og deres andel av kapitalen før prosessen starter. Samtidig får bostyrer i oppdrag å gjennomføre en salgsprosess(auksjon) av selskapet. Kreditorene blir på denne måten aksjonærer i selskapet, behovet for superprioritert finansiering blir sterkt begrenset på grunn av bortfallet av lånebetjening, og selskapet blir umiddelbart gjeldfritt. I forslaget ligger dessuten både at man kan legge til rette for handel i aksjene i løpet av prosessen, samt at et gjeldfritt selskap normalt vil kunne ta opp ny gjeld for å kjøpe tilbake og kansellere aksjer fra kreditorer som ønsker å selge. Kreditorene kan potensielt også direkte konvertere sine aksjer til gjeld. Hvis selskapet blir solgt så får kreditorene oppgjør som aksjonærer i selskapet.

AHM-løsningen går langt i å beskytte kreditorers rettigheter, der sikrede kreditorer beholder pant, men blir med som en konvertert eier dersom panteverdien er lavere enn pålydende verdi av gjeld. Forslaget er anbefalt av the American Bankruptcy Institute, og også studert videre av andre forskere, f.eks. Corbae & D'Erasmo (2021). Sistnevnte finner at en slik løsning vil bidra til at flere levedyktige selskaper unngår likvidasjon, at man unngår underinvesteringer pga. gjeldsoverhengproblemet, og styrker kredittilgangen i økonomien. I den grad samfunnsverdien av et restrukturert selskap er større enn av et selskap som i likvidasjon selges til nye eiere, enten stykkevis eller helt, vil dette representere en nær ideell løsning.

Sammenlignet med adgangen i den midlertidige loven til å delvis konvertere krav til egenkapital, er dette en langt mer drastisk modell som vil kreve ytterligere analyser før den kan være aktuell å innføre i norsk lovgivning.

Tabell 3: Oppsummering av samlede kostnader ved konkurs for alle aktører

Selskapet, eiere og långivere	
Direkte kostnader	
Verdifall og direkte finansielle tap	• Større verdifall ved Ch. 7 (Bris mfl. 2006). • *Recovery rate* er høyere ved rekonstruksjon/ going concern (Bris mfl. 2006; Davydenko & Franks, 2008; Thorburn, 2000).
Prosesskostnader	• Ch. 7 og Ch. 11 tar omtrent like lang tid (Bris mfl. 2006). • Ch. 7 og Ch. 11 har omtrent like store direkte prosesskostnader (Bris mfl. 2006).
Uoptimale investeringsbeslutninger	
Indirekte kostnader	
Tapte verdiskapningsmuligheter (opsjoner)	• Debt overhang fører til suboptimale beslutninger (Myers, 1977)
Bortfall av kunder, leverandører, humankapital, omdømme og partnere	• Selskap mister nøkkelpersoner allerede før konkursprosessen starter (Baghai mfl. 2020)
Andre interessenter (arbeidere, leverandører m.m.)	
Direkte kostnader	
Tap av arbeidsplasser	
Tap av leverandører, kunder og samarbeidspartnere	• Leverandører opplever både kredittap og redusert etterspørsel (Jacobsen & von Schedvin, 2015).
Indirekte kostnader	
Vanskeligheter med å finne gode erstatninger, ny jobber osv.	• Arbeidere opplever betydelig nedgang i lønn etter konkurs (Graham mfl. 2019). • Økt risiko for å falle utenfor arbeidsstyrken og moderate inntektstap for de som forblir i arbeidsstyrken (Davis & von Wachter 2011); Huttunen mfl. 2011)
Samfunnet ellers	
Direkte kostnader	
Bortfall av inntekter til staten	
Økte kostnader gjennom lønnsgaranti, arbeidsledighetstrygd og andre velferdsordninger	• Rege mfl. (2009) , Bratsberg (2013), Grindaker og Kostøl (2021)
Indirekte kostnader	
Hindrer samfunnsutvikling, tap av positive eksternaliteter fra FoU, investeringer m.m.	• Ekstra masseoppsigelser fører til ytterligere fall i sysselsetting i lokalt arbeidsmarkeds-område ((Bernstein mfl. 2019b; Gathmann mfl. 2020).
Uoptimal ny anvendelse av frigjort real- og humankapital	

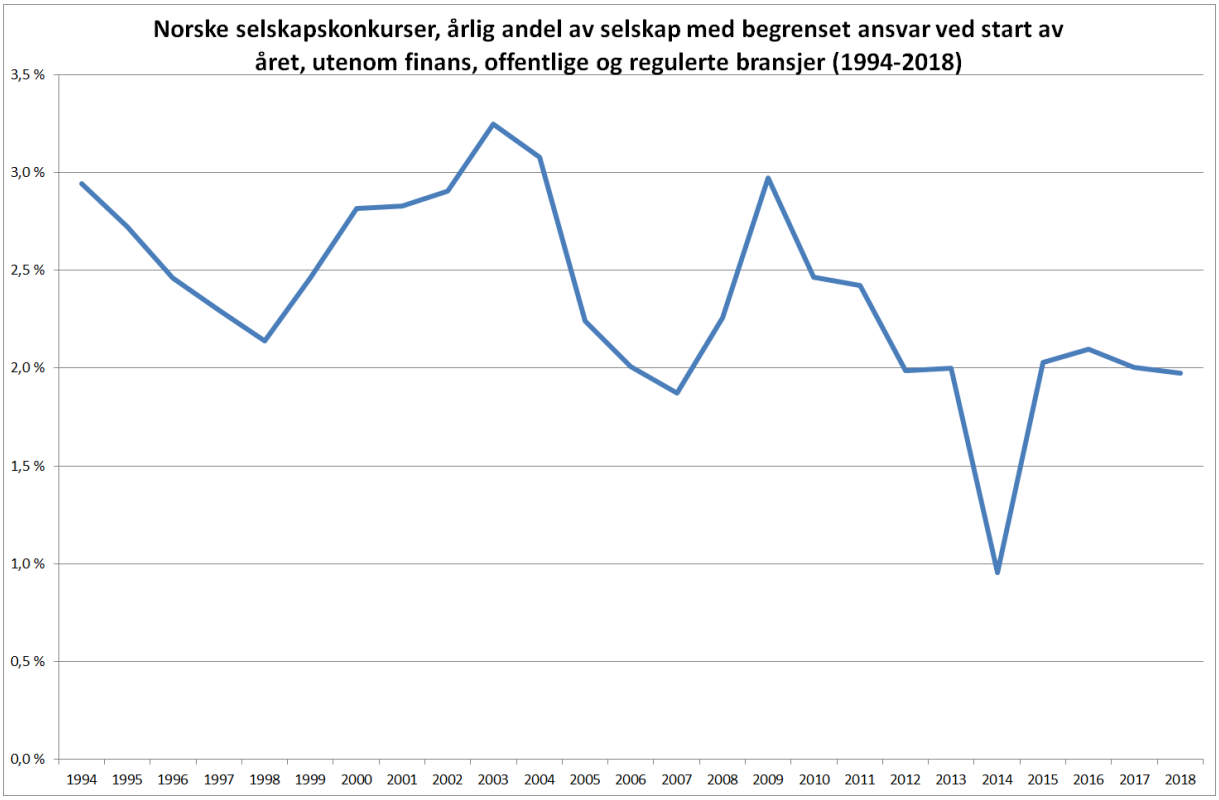
Note: Tabellen oppsummerer hvilke kostnader man har ved konkurs. Disse kostnadene er kategorisert under hvilke aktører som bærer kostnaden og hvorvidt det er en direkte eller indirekte kostnad. Det det er tilgjengelig har vi kommentar fra relevant litteratur, f.eks. på hva kostnaden innebærer eller forskjeller mellom likvidering og rekonstruksjon.

6. Fakta om konkurs og rekonstruksjon i Norge

Følgende kapittel vil se nærmere på ovennevnte innsikt i en norsk kontekst. Det er dessverre begrenset med tidligere forskning i Norge på temaene diskutert ovenfor og tidsbegrensninger gjør det vanskelig å utføre en fullverdig analyse i norsk kontekst. Vi vil likevel, der det la seg gjøre, vise til norske funn og hvordan disse kan sammenlignes med internasjonale erfaringer. Grunnlaget for analysene i dette kapittelet er data fra Brønnøysundregistrene (Konkursregisteret) med detaljert konkursinformasjon.

I første omgang kan det være aktuelt å se hvor vanlig virksomhetskonkurs er i Norge. Tabell 4 Panel A viser antall konkursåpninger i Norge, både inkludert og ekskludert enkeltpersonforetak. Sistnevnte er inkludert ettersom statistikk på konkurs for enkeltpersonforetak også inkluderer personlige konkurser. Data er hentet fra SSB og viser hvor mange konkurser som åpnes per år, men ikke hvor mange selskap som til slutt går konkurs. Videre viser Figur 6 utviklingen i antall åpnede konkurser i perioden 1994-2018 i forhold til antallet selskap med begrenset ansvar ved starten av hvert år, og der finansinstitusjoner, offentlige og regulerte bransjer er holdt utenfor. Figuren viser en reduksjon fra rundt 3 % til at rundt 2% av selskapene åpner konkurs hvert år. Til sammenligning finner Matre & Solli (2019) en økning i andelen *zombie*-selskaper, dvs. selskaper som trolig burde ha vært slått konkurs på grunn av vedvarende lav lønnsomhet, fra ca. 0,97% i 1997 til 2,12 % i 2016, en utvikling som samsvarer med utviklingen i OECD-landene generelt.

Figur 6: Utvikling i antall konkurssaker over tid



Note: Data fra Konkurs-, Foretaks- og Regnskapsregistrene i Brønnøysund. Konkurs referer til åpning av konkurs i kalenderåret og dette antallet deles på antall selskap med begrenset ansvar (AS/ASA) ved innganger til hvert år. Finansinstitusjoner (SSBs definisjon), offentlige og regulerte bransjer er holdt utenfor.

Tabell 4: Deskriptiv informasjon om konkursåpning i Norge

	Panel A: Konkursåpninger per år (Norge)									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Antall inkl. ENK	4 435	4 355	3 814	4 564	4 803	4 462	4 544	4 557	5 010	5 013
Antall eksl. ENK	3 161	3 174	2 763	3 253	3 434	3 328	3 308	3 455	3 885	4 001

	Panel B: Konkursåpninger per år (utvalg)									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Antall	3 127	1 581	1 657	1 499	1 406	1 921	2 326	2 354	2 148	2 394

	Panel C: Grunnlag for konkursåpning (utvalg)		
	Begjæring	Oppbud	Tvangsavvikling
Antall	5 256	8 897	6 260
Prosent	25.7%	43.6%	30.7%

	Panel D: Årsak for tvangsavvikling (utvalg)			
	Ikke meldt slettet	Mangler rolle	Mangler regnskap	Ukjent/overtatt av tingretten
Antall	172	2 365	2 725	998
Prosent	2.7%	37.8%	43.5%	16.0%

	Panel E: Årsak for avslutning (utvalg)			
	Manglende midler	Tilbakelevering	Tvangsakkord	Utlodning
Antall	18 345	598	1	1 469
Prosent	89.9%	2.9%	>0.1%	7.2%

Note: Denne tabellen viser antall konkursåpninger i Norge per år, antall konkursåpninger per år i vårt utvalg, grunnlaget for disse konkursåpningene, årsak vor tvangsavviklingene og avslutningsårsakene. Datamaterialet er hentet fra BRREG og SNFs database. Utvalget består av alle reelle konkursåpninger i Norge i perioden 2010-2019.

Tabell 4 Panel B viser fordelingen av konkursåpninger over tid i utvalget vårt og består av alle avsluttede reelle konkursåpninger. Vi ser at dette avviker noe fra Panel A. Fra Panel C ser vi at oppbud (43.6%) er det vanligste grunnlaget for å åpne konkurs, etterfulgt av tvangsavvikling (30.7%) og begjæring (25.7%). Selskapene som tvangsavvikles er betydelig mindre enn de som går konkurs etter begjæring eller oppbud, både målt etter totale eiendeler og omsetning. Panel D viser årsaken for tvangsavviklingene, hvorav de vanligste grunnene er at roller ikke er fylt, eller manglende regnskap. Til slutt viser Panel E at den vanligste grunnen til at en konkursprosess avsluttes er manglende midler – hele 18 345 (89.9%) av sakene i utvalget avsluttes på bakgrunn av dette. Andre årsaker som utlodning (7.2%), tilbakelevering (2.9%) og tvangsakkord (>0.1%) utgjør en begrenset andel av avslutningsårsakene. Selskap med manglende midler er ikke overraskende generelt mindre målt etter både totale eiendeler og omsetning.

Tabell 4 Panel E viser at det er totalt 599 tilfeller hvor selskap fortsetter som *going concern* (tilbakelevering eller tvangsakkord) når en konkurs er åpnet i utvalget. I tillegg har man hatt ni åpninger av frivillige gjeldsforhandlinger og syv åpninger av tvangsakkord i perioden 2010-2019. Dette utgjør totalt 615 tilfeller hvor selskap i løpet av 2010-2019 formelt har gjennomgått eller overlevd en konkursforhandling/gjeldsforhandling. Samlet sett utgjør dette 3.0% av alle avslutte konkursåpninger/ gjeldsforhandling eller 29.5% av alle konkursåpninger/rekonstruksjoner eksl. de med manglende midler.

Til slutt er det relevant å trekke frem at det under den nye midlertidige loven ble åpnet 16 rekonstruksjonsforhandlinger i 2020. Selv om det er vanskelig å sammenligne tall fra et meget spesielt år som 2020, så utgjør dette like mange rekonstruksjonsforhandlinger på ett år som offentlige gjeldsforhandlinger og tvangsakkorder over ti år. Samlet sett viser dette likevel at de færreste selskap overlever en konkursåpning. Av de selskap som rekonstrueres/overlever en konkursåpning går 7% konkurs senere, til og med 2019.

Kapitaltilgangsutvalget (NOU 2018: 5) s. 100 er særlig opptatt med at få nyetablerte selskaper overlever, eksempelvis er ca. halvparten av selskapene borte etter fire år. Dette har mange årsaker, men i en tid med sterkt politisk fokus på oppstart av ny virksomhet, er det også behov for tjenlig regelverk for å sikre verdier i og videreføring av de levedyktige tidligfaseselskapene som kommer i alvorlig økonomisk krise. Hensynet til tidligfaseselskaper er også sentralt i EUs rekonstruksjonsdirektiv. Disse selskapene kan særlig ha nytte av en rekonstruksjonslov som tilrettelegger for at flere av dem kan fortsette som going concern.

Tabell 5 viser forskjeller i konkursselskap og going-concern, i forkant av konkursprosessen. Kun selskap som har levert siste regnskap senest to år før konkursåpningen er inkludert, for å sikre at informasjonen ikke er utdatert. Det fremkommer fra dette at det er betydelige forskjeller på konkursselskap og *going-concern* opp til ett til to år før konkurs. *Going concern* har bedre driftsresultat i årene før konkursåpningen og mindre gjeld enn de selskapene som går konkurs. Dette indikerer at man i forkant har indikatorer på hvilke selskap som er kandidater for å restruktureres og konkurssystemet må tilrettelegge for at disse plukkes ut og behandles på en hensiktsmessig måte.

Tabell 5: Oversikt over finansielle tall i konkurs

	konk (unmatched)		**konk (matched)**		**going concern**	
Sum driftsresultat (3 år) over sum eiendeler (t-3)	(Gj.snitt) (Median)	-0.67 -0.26	(Gj.snitt) (Median)	-0.56 -0.14	(Gj.snitt) (Median)	-0.12 -0.02
Sum profitt (3 år) over sum eiendeler (t-3)	(Gj.snitt) (Median)	-0.86 -0.38	(Gj.snitt) (Median)	-0.74 -0.26	(Gj.snitt) (Median)	-0.22 -0.07
Driftsresultat over omsetning	(Gj.snitt) (Median)	-0.18 -0.06	(Gj.snitt) (Median)	-0.20 -0.06	(Gj.snitt) (Median)	-0.20 0.02
Ordinært resultat over omsetning	(Gj.snitt) (Median)	-0.24 -0.08	(Gj.snitt) (Median)	-0.25 -0.08	(Gj.snitt) (Median)	-0.33 -0.01
%total gjeld av eiendeler	(Gj.snitt) (Median)	231% 115%	(Gj.snitt) (Median)	206% 109%	(Gj.snitt) (Median)	128% 83%
%kortsiktig gjeld av eiendeler	(Gj.snitt) (Median)	170% 91%	(Gj.snitt) (Median)	149% 82%	(Gj.snitt) (Median)	92% 54%
%kontant o.l. av eiendeler	(Gj.snitt) (Median)	22% 9%	(Gj.snitt) (Median)	15% 5%	(Gj.snitt) (Median)	24% 7%
N	9 698		457		457	

Note: Denne tabellen viser gjennomsnitt- og medianverdier for utvalgte finansielle tall. Det fremkommer fra tabellen at selskap som fortsetter som going concern har bedre verdier langs de fleste nøkkeltall i forkant av konkursåpningen. Datamaterialet er hentet fra BRREG og SNFs database, og kun selskap som har levert årsregnskap senest to år fra konkursdato er inkludert. Going concern utvalget består av alle selskap som har blitt tilbakelevert, fått gjennomslag for tvangsakkord eller gjennomgått frivillig gjeldsforhandling. Konk (unmatched) består av alle selskap som har blitt avviklet. Konk (matched) er et matchet utvalg av selskap som har blitt avviklet, hvor selskapene er matchet med going concern utvalget langs tre dimensjoner: bransje (eksakt), år (eksakt) og sum eiendeler (nærmeste).

Ved en eventuell konkurs har alle aktører mye på spill. Vi bruker dividendeinformasjon tilgjengelig i datagrunnlaget for å estimere hvor mye ulike fordringshavere kan forvente å innhente ved en konkurs i Norge. Tabell 6 Panel A viser hvilken gruppe (etter Dekningsloven Kap. 9) som er siste dividendemottaker ved utlodning, som innebærer at alle grupper som har bedre prioritet har fått full dekning. Vi ser at siste dividendemottaker typisk er prioriterte fordringshavere av kl. II. Det er viktig å presisere at dette kun er siste gruppe som mottar dividende ved konkurs og at de ikke nødvendigvis får full dekning for kravet. Tabell 6 Panel B viser gjennomsnittlig dekningsgrad for ulike krav ved utlodning. Det fremkommer fra data at bare massekrav kan forvente full dekning ved utlodning. Videre blir dette bildet enda mørkere tatt i betraktning at dette er begrenset til de tilfellene hvor det er midler i selskapet til å foreta en utlodning. Som vist i Tabell 6 Panel E er det ikke tilstrekkelig med midler i 90% av tilfellene.

Tabell 6: Dividende ved konkurs

	Panel A: Siste dividendemottaker ved utlodning					
	Massekrav	1. prioritet	2. prioritet	Uprioritert	Etterprioritert	Aksjonærer
Antall	5	532	515	329	80	5

	Panel B: Gjennomsnittlig dekningsgrad for ulike krav ved utlodning				
	Massekrav	1. prioritet	2. prioritet	Uprioritert	Etterprioritert
Dekningsgrad	100%	76.63%	40.41%	11.23%	5.07%

Note: Denne tabellen viser siste dividendemottaker ved utlodning og gjennomsnittlig dekningsgrad for ulike krav ved en eventuell utlodning. Datamaterialet er hentet fra Brønnøysundregistrene og SNFs database. Utvalget består av alle konkursoppgjør i utvalget hvor utlodning fant sted. Tabellen viser at samtlige fordringsklasser kan forvente tap ved konkurs, med unntak av massekrav.

Det er dermed tydelig at mange fordringshavere kan forvente betydelige tap ved en konkurs. Tabell 6 Panel A viser at det kun i fem tilfeller er tilstrekkelig med midler igjen til at aksjonærer mottar noen form for dividende. Det viser at aksjonærer i en konkurssituasjon må forvente å sitte igjen tomhendt. Dette er som forventet da en konkurs impliserer at egenkapitalen er tapt. Videre vil usikrede kreditorer typisk være i en av de lavest prioriterte gruppene, og Tabell 6 viser at også her er det forventede tapet betydelig. Statlige og kommunale krav er typisk fortrinnsberettigede av andre klasse og også her er forventet tap stort. Selv arbeidere med fortrinnsberettigede krav av første klasse kan i snitt forvente å tape noe, men disse tapene er videre sikret gjennom lønnsgarantiordningen.

Det er vanskelig å estimere empirisk hvor mye ulike aktører klarer å inndrive ved en rekonstruksjon i Norge. I teorien vil et *going concern* ha potensiale til å dekke hele kravet til alle aktører (ekskludert eiere) dersom rekonstruksjonen ikke innebærer ettergivelse av krav. Som nevnt tidligere har kun 7% av alle *going concern* gått konkurs til og med 2019, hvilket betyr at majoriteten av disse selskapene fremdeles er i en posisjon til å dekke ulike fordringshaveres krav. Videre vil et *going concern* ha potensiale til å betale utbytte til eiere, så forventet verdi for eiere er større eller lik null ved rekonstruksjon dersom eierne ikke stiller med ytterligere kapital. Vi ser at 8% av *going concern* betaler utbytte minst én gang etter rekonstruksjonen. Dette kan indikere at selv etter at selskapet har overlevd en eventuell konkurs, så vil det kunne være under *distress*. Dette betyr dog ikke at oppsiden til eiere nødvendigvis er liten ved *going concern*, da eiere også kan ha inntektsgivende stillinger i selskapet, hvilket spesielt er tilfelle for mindre selskap, eller får andre former for nytte av at selskapet fortsetter.

Dette kapittelet gir beskrivende dokumentasjon av konkurs og sannsynlige rekonstruksjoner i Norge, som underlag for videre analyse i neste kapittel og oppsummerende anbefalinger i slutten av rapporten.

7. Analyser av konkursdata fra Domstolsadministrasjonen

Dette kapittelet diskuterer analyser fra det pågående forskningsprosjektet "Betalingsproblemer, Pant og Konkursbeskyttelse", heretter BPK.[12] Prosjektet har hentet informasjon fra Domstolsadministrasjonen og har fått tilgang til alle konkursbegjæringer fra 2004 til 2018. Materialet inkluderer begjæringer der det åpnes konkurs og saker som blir avvist fordi den ikke oppfyller kravet om at selskapet må være både illikvid og insolvent.

I første del av kapittelet analyseres utviklingen til selskapene som får konkursbegjæring avvist av dommer. I neste del studeres strømmer av arbeidere til og fra de konkursbegjærte selskapene, og siste del presenterer hovedresultater fra en ny studie av Grindaker og Kostøl (2021) som også ble omtalt i del 5.4.

7.1 Økonomisk aktivitet i avviste konkursbegjæringer

I hvilken grad vi kan kalle "avviste selskap" som restrukturerte selskap er uklart. På den ene side, kan det hende at selskapet ble begjært konkurs på grunn av manglende regnskap eller manglende betalinger til Skatteetaten, noe som kan være enkelt å rydde opp i. På den annen side, kan konkursbegjæring avvises fordi dommeren ikke finner at grunnlaget for konkurs er til stede. Kreditor må da gi betalingsutsettelse eller finne frem til en annen løsning med skyldner. Samtidig vil situasjonen for mange "avviste selskap" kunne ligne situasjonen for selskap som i andre land oppnår rekonstruksjon. I begge tilfeller har selskapet forpliktelser som ikke overholdes samtidig som selskapets drift fortsetter etter at det oppnås en løsning med kreditorer. Enkelte avviste selskap vil trolig også måtte gjennomføre endringer før det oppnås løsning med kreditorer.
Før vi tar et dypere dykk i tallene for å se hva vi kan si om disse spørsmålene beskriver vi kort materialet fra BPK. I tillegg til opplysninger fra Domstolsadministrasjonen har BPK hentet inn opplysninger fra en rekke andre kilder. I materialet fra domstolsadministrasjonen har vi blant annet informasjon om foretak og aktuelle datoer for saken samt anonyme identifikatorer for den (tilfeldig) tildelte dommeren. Disse opplysningene kombineres deretter med detaljerte data for konkursbegjærte foretak og deres arbeidstakere ved hjelp av unike og anonymiserte identifikatorer for personer og foretak. Dette gjør det mulig å se på hvem som er ansatt i flere år før selskapet havner i finansiell knipe, og samtidig følge ansattes sysselsetting og inntekt etter konkurs.[13] BPK har også informasjon om salgsinntekter og næringskode.

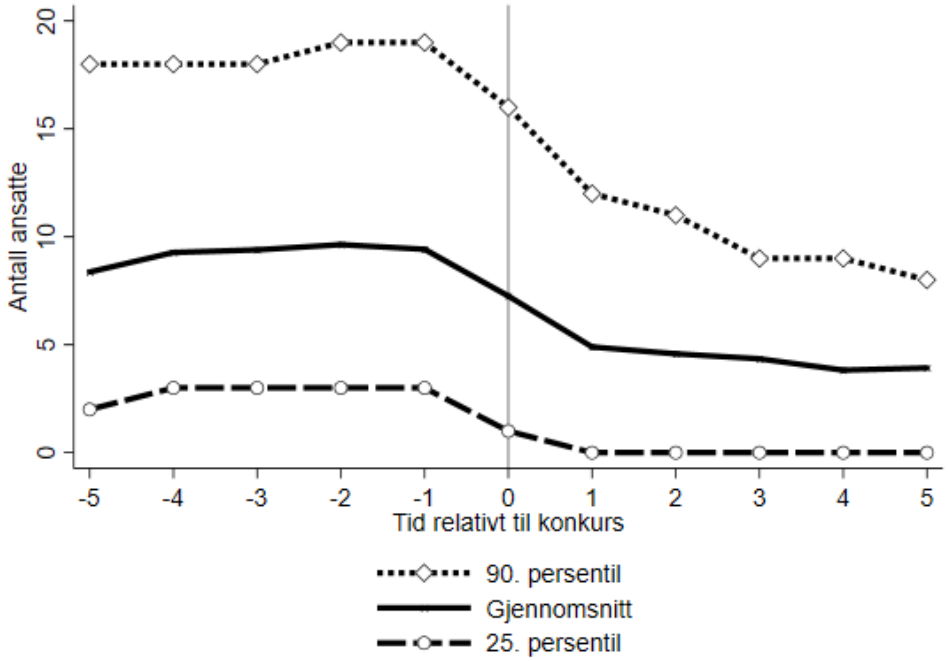
For å studere avviste selskap bruker vi BPK-materialet og fokuserer på selskap som vi kan følge 4 år før og etter konkursbegjæringen. Denne begrensningen gir oss saker fra 2008 til 2013. Det er 6427 foretak i dette utvalget. Vi sitter igjen 2359 foretak etter å begrense utvalget til foretak med minst en million i omsetning tre år før konkursbegjæringen. Figur 7 viser at dette er et utvalg av relativt små selskap. I gjennomsnitt, har selskapene ti ansatte i perioden før konkursbegjæring, og dette tallet faller til litt under halvparten mot slutten av perioden. Vi ser at øverste desil ansetter opp imot 20 personer i årene før

[12] Prosjektet "Betalingsproblemer, Pant og Konkursbeskyttelse: Konsekvenser for foretak, kreditorer, og husholdninger" ledes av Kostøl, og er paraplyen til studien av Grindaker og Kostøl (2021). Alle konklusjoner fra forskningsprosjektet som diskuteres i dette delkapittelet er prosjektdeltakernes egne konklusjoner.
[13] Disse opplysningene omfatter blant annet salg og ansatte i foretaket, inkludert registrerte jobbytter mellom firma fra 1999 til 2018. Videre koble opplysningene med informasjon inntekt og overføringer fra staten for arbeidstakere hentes fra skattetallene fra Statistisk sentralbyrå, og informasjon om alle bosatte i Norge fra 1967 til 2018, inkludert kjønn, alder, boligkommune og utdanning fra befolkningsfiler.

konkurs, mens antall ansatte i øverste persentil faller betydelig etter konkursbegjæringen. I nederste kvartil finner vi tre ansatte før, som faller til null etter konkursbegjæring. Vi finner videre at andelen selskap med positive salg faller til rundt 30 prosent fire år senere.

Tallene fra konkursbegjærte selskap antyder at selv om noen ser ut til å overleve ser fortsetter flertallet å være i en økonomisk krise. Et viktig spørsmål er selvsagt om det er samfunnsøkonomisk optimalt at disse selskapene fortsetter, eller om det ville vært bedre om selskapene ble oppløst og ansatte finner nye arbeidsgivere. Selv om målet vårt ikke er å besvare dette spørsmålet vil det avhenge av den underliggende årsaken til den økonomiske krisen.

Figur 7: Antall ansatte i selskap som begjæres konkurs og avvises



Note: Denne figuren viser gjennomsnittlig 10. og 90. prosentil antall ansatte i selskap som blir begjært konkurs men som avvises av dommeren i perioden 2008 til 2013. Foretakene må ha minst 1 million i omsetning tre år før konkurs. Utvalget består av 2359 foretak som kan observeres over hele perioden (år 0 i figur). Datamaterialet er fra forskningsprosjektet "Betalingsproblemer, pant og konkursbeskyttelse".

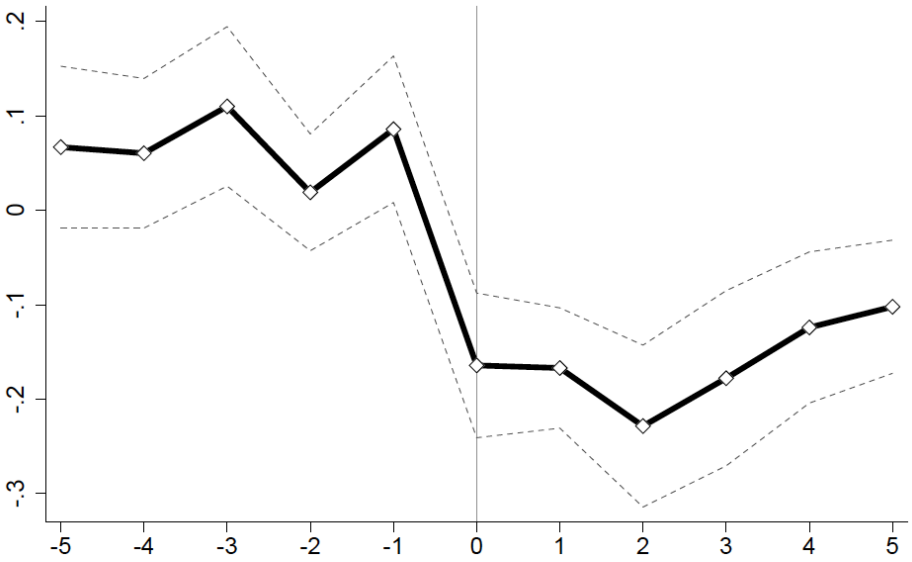
I neste steg av analysen undersøker vi derfor om fallet i økonomisk aktivitet tilskrives industri-spesifikke sjokk, midlertidige sjokk eller om det bør tilskrives andre faktorer. Vi gjør et forsøk på å belyse dette spørsmålet ved å sammenligne salgsvekst i et konkursbegjært selskap med andre selskap i samme tresifrede industrikode og samme arbeidsmarkedsregion.[14] Hvis det er et felles industri-sjokk så forventer vi å se at salgsveksten er relativt lik blant selskap i samme sektor. Hvis det er et midlertidig sjokk som treffer et foretak i en region vil vi forvente å se at differansen øker for deretter å avta kort tid etter. Vi tester disse hypotesene i en regresjonsanalyse, og rapporterer differansen mellom de to gruppene av selskap i figur 8 over samme periode som i figur 7. Denne figuren viser at selskapene som begjæres konkurs faktisk vokser raskere, mellom 5 til 10%, i årene før tingretten mottar saken. Videre ser vi at veksten faller brått og betydelig etter konkursen. Denne negative differansen er vedvarende, men avtar noe de siste årene. Dette mønsteret gir verken støtte til industri-spesifikke sjokk eller et

[14] Se SSB sin definisjon av nace klassifisering av industrier etter SN2007 standard. Vi bruker de tre første siffer til å gruppere industrier.

midlertidig fall i etterspørsel. Hvis konkurssannsynligheten ble drevet av et midlertidig fall i etterspørsel ville man forventet at differansen i salgsvekst avtok over tid. I motsetning til denne hypotesen viser figuren at den relativ veksten forblir på 20 prosent lavere fire år senere.

Mønsteret i Figur 8 er derimot konsistent med teorier om gjeldsoverheng.[15] I en situasjon med gjeldsoverheng vil ikke selskapet klare å holde på ansatte på grunn av en konflikt mellom lønns- og rentekostnader. Betalingsforpliktelser vil forbli store i forhold til inntektene når nye lønnsomme prosjekt ikke kan igangsettes fordi selskapet ikke får inn ny finansiering. En annen grunn til at vi ser et vedvarende fall i salgsveksten kan være virksomhetsspesifikke konflikter. For eksempel kan konflikt mellom ledelse og styre og eiere hemme vekstpotensialet.

Figur 8: Differanse i salgsvekst mellom konkursbegjært og selskap i normal drift



Noter: Denne figuren viser differansen i salgsvekst mellom selskap som blir begjært konkurs men som avvises og selskap i samme industri og arbeidsmarkedsregion i 2010. År 0 er året for konkursbegjæring. Datamaterialet er fra forskningsprosjektet "Betalingsproblemer, pant og konkursbeskyttelse". Den heltrukne linjen viser estimert differanse der vi holder industri- og kalenderår-faste effekter konstant. De stiplede linjene illustrerer 90% konfidensintervall og er basert på robuste standardfeil.

7.2 Tap av humankapital.

I kapittel 5.4 diskuterte vi hvordan tap av humankapital påvirker lånefinansiering av selskap. Grindaker og Kostøl (2021) belyser dette spørsmålet i Norge.

Analyseutvalget begrenses til konkursbegjæringer over perioden 2004 til 2013 for bosatte ansatte i alderen 18 til 62. Utvalget deles videre i to basert på om dommer åpner konkurs i selskapet (Panel A) eller ikke (Panel B), og presenterer tall for ansatte som strømmer til, forlater, og blir i selskapet i kolonne i) til iii) i Tabell 7. Personer som forlater selskapet er registrert som ansatt tre år før, men ikke det året saken mottas i tingretten. Ansatte som ankommer blir ansatt de siste to årene før selskapet begjæres konkurs, mens de ikke forlater selskapet (dvs., blir) er ansatt tre år før og samme året konkursbegjæringen mottas. Det er fire konklusjoner å trekke fra denne tabellen. For det første mister selskap som går konkurs flere ansatte enn selskap som avvises. Som i Baghai (2020), kan dette skyldes at de ansatte blir oppsagt og det kan skyldes at de frivillig forlater selskapet. For det andre ser vi at begge

[15] Vi vil takke Plamen Nenov som først gjorde oss oppmerksom på dette.

gruppene ansetter de siste to årene før konkursbegjæring, noe som trolig forteller oss at selskapene mister talent som de prøver å erstatte, og at fall i sysselsetting ikke utelukkende skyldes oppsigelser. For det tredje, ser vi at de som forlater selskapene er yngre og har høyere utdanning enn de som blir. Dette er i tråd med den svenske studien (Baghai, 2020), og tyder på at selskap mister talent som har verdi for selskapet. Dette mønsteret er særlig tydelig blant selskap som avvises. Her er det en 25 prosent høyere sannsynlighet av de som forlater selskapet som har høyere utdanning enn de som blir. For det fjerde ser vi at blant selskaper det åpnes konkurs i ansettes det personer med lavere utdanning. Dette er i tråd med studien til Matsa og Brown (2016), som viste at selskap som er i en finansiell krise får færre og svakere kandidater til utlyste stillinger. De siste to konklusjonene tyder på at tap av humankapital er en ekstra krisekostnad for selskap som ikke klarer å betjene sin gjeld. I en økonomisk modell for prising av gjeld vil dette bidra til å øke lånekostnadene (se kapittel 5).

Tabell 7: Strømmer av ansatte til og fra selskaper i økonomisk krise

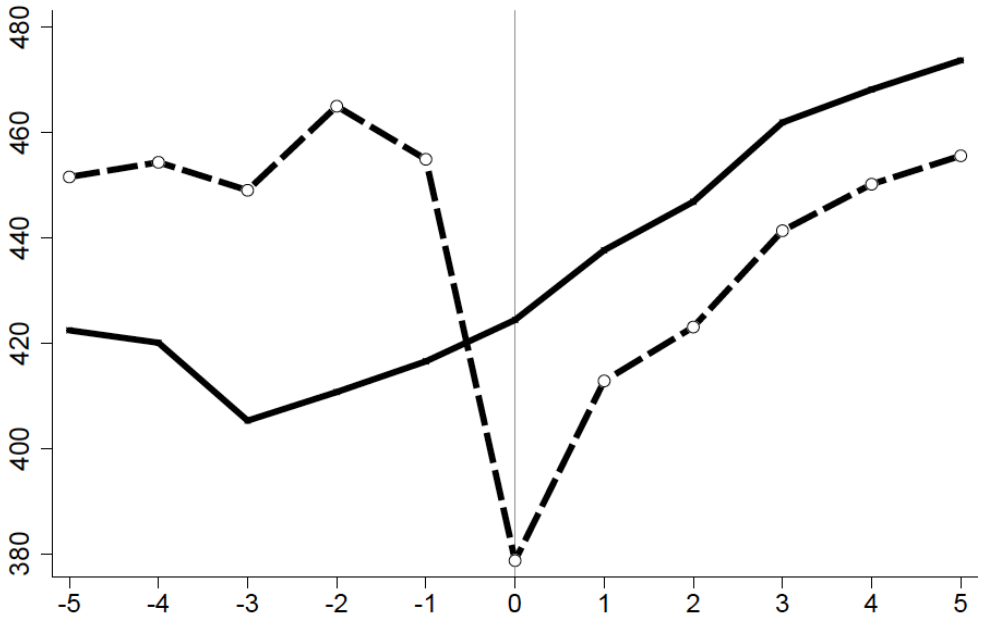
	Panel A: Konkursåpning					
	(i) Forlater		(ii) Ankommer		(iii) Blir	
Alder	37.5	[11.6]	34.3	[11.6]	42.5	[11.5]
Andel kvinner	0.345	[0.475]	0.368	[0.482]	0.301	[0.459]
Andel gifte	0.364	[0.481]	0.311	[0.463]	0.453	[0.498]
Andel utenlandsfødte	0.184	[0.387]	0.257	[0.437]	0.149	[0.356]
Videregående	0.428	[0.495]	0.370	[0.483]	0.423	[0.494]
Høyere utdanning	0.189	[0.392]	0.146	[0.353]	0.173	[0.378]
Ansiennitet	40.6	[54.4]	12.8	[23.5]	60.1	[70.6]
Yrkesinntekt	354932	[279832]	247018	[278682]	435343	[281140]
Antall observasjoner		51433		10632		8191
	Panel B: Avvist konkursbegjæring					
	(i) Forlater		(ii) Ankommer		(iii) Blir	
Alder	35.5	[11.2]	33.7	[11.2]	41.3	[11.2]
Andel kvinner	0.340	[0.474]	0.310	[0.463]	0.261	[0.439]
Andel gifte	0.308	[0.462]	0.294	[0.456]	0.434	[0.496]
Andel utenlandsfødte	0.211	[0.408]	0.294	[0.456]	0.168	[0.374]
Videregående	0.401	[0.490]	0.361	[0.480]	0.429	[0.495]
Høyere utdanning	0.202	[0.402]	0.164	[0.370]	0.164	[0.371]
Ansiennitet	30.7	[42.7]	13.92	[26.6]	63.7	[73.4]
Yrkesinntekt	324134	[282299]	257237	[307589]	446081	[299723]
Antall observasjoner		22247		20141		10367

Note: Denne tabellen gjennomsnittlige [standardavvik] karakteristika for ansatte som forlater et selskap før konkursbegjæring (i), ansatte som ansettes de siste to år før konkursbegjæring (ii) og ansatte som blir i selskapet helt til konkursbegjæring mottas i tingretten. Utvalget består ellers av bosatte i alderen 18 til 62, ansatt i selskap som er konkursbegjært i Norge over tiårsperioden

2004 til 2013. Ansiennitet er beregnet fra start og stoppdato i aktuelle selskapet fra arbeidsgiver-arbeidstakerregisteret fire år før konkurs. Yrkesinntekter er målt fire år før konkurs, ansiennitet er antall måneder siden personen ble ansatt og andre personkjennetegn er hentet fra skatte- og populasjonsfiler fra Statistisk Sentralbyrå. Desimaltall er skilt med punktum. Nominelle verdier er deflatert med grunnbeløpet til 2015-verdier.

Mens tabellen viser en betydelig forskjell i lønn mellom de som blir og de som forlater selskapet, kan utviklingen i lønnsnivået over tid fortelle noe om hvorvidt lønnsforskjellene er permanente eller om de skyldes særlige forhold mellom ansatt og selskap. GK fokuserer på de som blir og de som forlater selskap som går konkurs, og beregner den nominelt deflaterte lønnen fire år før og fire år etter konkursåpning.

Figur 9: Utvikling i lønn til personer som forlater før - og som blir til konkursåpning



Note: Denne figuren illustrerer lønnsutviklingen til ansatte som forlater et selskap før konkursåpning (heltrukket linje) og ansatte som blir i selskapet helt til konkursåpning (stiplet linje). Utvalget består ellers av bosatte i alderen 18 til 62, ansatt i selskap som det åpnes konkurs i over tiårsperioden 2004 til 2013 og har en jobb i årene etter konkurs. Yrkesinntekter hentet fra skattefiler fra Statistisk Sentralbyrå. Nominelle verdier er rapportert i 1000 og er deflatert med grunnbeløpet til 2015-verdier. Tid er relativt til konkursåpning.

Figur 9 viser at de som slutter i selskapet de siste tre årene allerede er tilbake til samme lønnsnivået som de hadde i året konkursen åpnet. Fire år senere er lønnen mer enn 15 prosent høyere enn den var året før de forlot selskapet. Sammenlignet med de som blir, er lønnsutviklingen dramatisk forskjellig. De som blir til konkursåpningen opplever et dramatisk fall i arbeidsinntekt de første året, og inntekten forblir omtrent 20 tusen under de som forlot selskapet gjennom hele perioden. Vel og merke kan noe av fallet og differansen mellom gruppene også kan forklares med høyere grad av deltidsarbeid. En annen tolkning er at de som ble i selskapet ble i selskapet fordi de hadde en særlig høy lønn eller dårligere utsidemuligheter. Denne forklaringen indikerer at gjennom forhandlinger har noen ansatte opparbeidet seg høyere lønn enn det andre selskap er villige til å betale. I den grad lønnen etter konkurs er mer i tråd med verdien av arbeiderens produktivitet, vil sterkt oppsigelsesvern, og lite fleksible regler for hvem som kan sies opp, skape store kostnader for selskap som har behov for å restrukturere virksomheten sin. På den annen side er det imidlertid krevende å trekke en sterk konklusjon fordi de som forlater selskapet kan være systematisk annerledes enn de som blir.

Det neste vi gjør er å diskutere hvordan Grindaker og Kostøl (2021) håndterer dette problemet for å estimere hvor kostbart konkurs er for ansatte.

7.3 Hvor kostbart er konkurs for ansatte?

Dette spørsmålet er avgjørende for hvorvidt en ny restrukturering lov bør åpne opp for endringer i oppsigelsesreglene. Grindaker og Kostøl (GK) benytter tilfeldighetsprinsippet i kombinasjon med detaljerte registerdata for å besvare det.

I kapittel 5 og Figur 3 så vi at dommere varierer i hvor ofte de åpner konkurs. Siden denne dommervariasjonen er tilfeldig, nesten som i et randomisert eksperiment, kan den brukes for å håndtere seleksjonsproblemet i data. En sammenligning av personer som får en streng dommer med de som får en dommer som oftere gir betalingsutsettelse, holder alt annet (unntatt konkurs) likt. GK dokumenterer at dette er tilfelle: dommervariasjonen er helt uavhengig av bakgrunnsvariabler, som utdanning, alder og tidligere inntektsnivå. GK bruker deretter dommervariasjonen som et naturlig eksperiment og som et instrument for å estimere effekten av å miste jobben for ansatte. De estimerer effekten av konkurs med to stegs minste kvadrats metode.

Tabell 8 rapporterer effektene av konkurs for ansattes sysselsetting- og lønnsinntekter de første fire årene etter konkurs. Sysselsetting er definert som om personen jobber mer enn folketrygdens grunnbeløp. Panel A viser at konkurs fører til et vedvarende fall i sysselsetting. Etter fire år er fallet på 10 prosent sammenlignet med gjennomsnittlig sysselsetting blant utvalget. Dette fallet er noe mindre enn fallet i yrkesinntekter som er på hele 14 prosent fire år senere. Det at lønnsinntekter faller mer enn sysselsetting kan drives av at timelønn går ned, det kan være en konsekvens av at tariffl ønn er knyttet til ansiennitet og det kan skyldes at personen jobber færre timer. Norske registerdata har ikke veldig detaljert informasjon om antall timer en person jobber som gjør det krevende å skille disse tolkningene fra hverandre.

Tabell 8: Effekten av konkurs for ansatte

	Panel A: Sannsynlighet for å være sysselsatt				
År siden konkursbegjæring	**1**	2	3	4	Gjennomsnitt
Effekt av konkurs	-0.109*** (0.031)	-0.080*** (0.029)	-0.055** (0.028)	-0.081*** (0.027)	-0.092*** (0.026)
Gjennomsnittlig sysselsetting	0.786	0.756	0.748	0.740	0.758
	Panel B: Lønnsinntekter (1000 NOK)				
År siden konkursbegjæring	**1**	2	3	4	Gjennomsnitt
Effekt av konkurs	-49.640** (23.486)	-50.134** (20.817)	-40.277** (20.492)	-46.043** (19.823)	-53.480** (21.669)
Gjennomsnittlig lønn	308.486	311.967	320.952	326.578	316.996
Antall ansatte	30,537	30,537	30,537	30,537	30,537

Noter: Denne tabellen viser estimerte effekter (standardfeil i parentes) av å åpne konkurs på tidligere ansattes sysselsetting og arbeidsinntekt ett til fire år etter konkursbegjæring. Metoden er tostegs minste kvadrats, og instrument for om konkurs åpnes er dommeres konkursprosent. Utvalget består av ansatte i alderen 18 til 62 i selskap som er konkursbegjært i Norge over tiårsperioden 2004 til 2013. Dommere som behandler færre enn 20 konkurssaker og tingrettene med kun en dommer i ett år er tatt ut. Utvalget er videre begrenset til foretak med registrerte ansatte i arbeidsgiver arbeidstakerregisteret, og tar ut foretak med mer enn 100 ansatte. Sysselsetting er satt lik 1 hvis personen har yrkesinntekter over grunnbeløpet og 0 ellers, og

yrkesinntekter er hentet fra skattefiler fra Statistisk Sentralbyrå. Alle regresjoner holder fast gjennomsnittlig konkursprosent i en tingrett, og instrumentet er definert som konkurssannsynlighet til en dommer, ekskludert saken til det aktuelle firma. Første stegs estimatet er 1.039 med standardfeil 0.09. Desimaltall er skilt med punktum. Nominelle verdier er deflatert med grunnbeløpet til 2015-verdier.

Sett i lys av seleksjonen av ansatte som blir i selskapet og at de som forlater selskapet før konkursprosessen starter ikke går ned i lønn virker det lite sannsynlig at lønnstapet reflekterer en risikopremie. Man ville i så fall forvente å observere et fall i inntekten til begge gruppene. Det er tre andre tolkninger som impliserer at andre firma ikke vil betale samme lønn til de som mister jobben i konkurs. Den ene er at humankapitalen til de som blir igjen er særlig knyttet til selskapet. Den andre er at deres lønnsbetingelser er spesielt gunstige i det aktuelle selskapet. Den tredje forklaringen er lønnstillegg for ansiennitet, og at denne rettigheten faller bort når selskapet slås konkurs. Denne forklaringen vet vi at har belegg i norske institusjonelle forhold, da mesteparten av lønnsforhandlinger er sentraliserte, og det ofte er en liten pott igjen til forhandling lokalt ved virksomhetene.

I lys av en mulig restruktureringslov er det aktuelt å vurdere om ansatte kommer bedre ut samlet sett om oppsigelsesreglene mykes opp. En slik oppmykning vil gi selskapet mer fleksibilitet til å finstyre kapasiteten gjennom restrukturering, og øke sannsynligheten for at det en nok midler til å overleve. Dersom selskapet kommer inn i forhandlinger med stor overkapasitet og oppsigelsestid opp til seks måneder, vil stillingsvernet kunne bidra til at kassen raskt tømmes for midler. Samlet sett tyder funnene til GK på at kostnadene ved konkurs er store. En konkurs skjer raskt og påvirker alle ansatte. Konkurskostnadene vil derfor være større enn kostnadene ved å myke opp i oppsigelsesvernet under forhandling fordi oppsigelser under forhandling vil påvirke færre enn alle ansatte. Dersom lønnskostnader er en av kildene til betalingsproblemer, og restrukturering kommer inn som et alternativ til konkurs vil det være viktig å sørge for at de to ordningene ikke er for ulike slik at ledelse og kreditorer har et strategisk motiv for å velge konkurs.

7.4 Hvor dyrt er konkurs for staten?

Et annet spørsmål er hvor dyrt konkurs er for staten. GK besvarer dette spørsmålet ved å se bort ifra mulige gevinster ved å frigjøre kapital og produksjonsutstyr som kan brukes av andre selskap, men tar hensyn til at de ansatte kan finne nye jobber og dermed bidra til videre verdiskapning og skatteinntekter.

GK starter med å analysere hvorvidt dagpengeordningen kan forklare hvorfor mange ikke er sysselsatt i årene efter konkurs. Dagpengeordningen demper inntektsfallet men kan også bidra til at behovet for å ta en jobb dempes. Denne insentiveffekten kan forklare hvorfor man som regel finner at lønns effektene av å miste jobben i europeiske land er betydelig lavere enn i USA. Ved å bruke skattedata og inntektsposten for dagpenger, studerer GK effekten av at arbeidsgiver går konkurs på utgifter til dagpenger. Disse resultatene er rapportert i Panel A i Tabell 9. Denne viser at konkurs bidrar til å øke ytelser fra dagpengeordningen særlig de første to årene, for så å avta etter hvert. Dette er i tråd med at dagpengeordningen har en maksimal periode på 104 uker. Vi ser også at effekten på dagpenger tilsvarer omtrent 60 prosent av fallet i yrkesinntekt det første året, noe som også svarer godt til reglene i folketrygdloven. Videre ser vi at dagpengene kompenserer for mindre og mindre, og har ikke lenger en statistisk signifikant effekt etter fire år.

Oppsagte personer kan ha krav på andre ytelser fra folketrygden. I tillegg vil et fall i inntekt redusere statens skatteinntekter. GK beregner den totale effekten av konkurs på offentlige utgifter som totale overføringer fratrukket skatt. Denne størrelsen vil være negativ for de aller fleste yrkesaktive, som også

er tilfellet for utvalget som GK ser på. Panel B viser at i gjennomsnitt over de fire første årene siden konkursbegjæringen bidrar den gjennomsnittlige ansatte positivt til statskassen. Panel B viser derimot at for de som jobbet i et selskap det åpnes konkurs i øker utgiftene til staten. I det første året er 28 tusen av økningen på 35 tusen forklart av dagpenger. I andre år ser vi at fall i skatteinntekter og andre overføringer bidrar omtrent like mye som dagpenger (17 tusen mot totalt 28.5 tusen), og i fjerde år kan fallet i arbeidsinntekt og en gjennomsnittsskatt på 25 prosent forklare halvparten av de økte utgiftene. Denne skattene inkluderer ikke arbeidsgiveravgift som betales av foretaket. Hvis vi legger til 14.2 prosent av fallet i arbeidsinntekt øker tapet for staten med drøye syv tusen per år.

Tabell 9: Effekten av konkurs for staten

	Panel A: Ytelser fra dagpengeordningen (1000 NOK)				
År siden konkursbegjæring	1	2	3	4	Gjennomsnitt
Effekt av konkurs	28.374***	16.284***	7.565***	2.466***	14.422***
	(4.567)	(3.767)	(2.723)	(2.451)	(2.573)
Gjennomsnitt	25.063	18.672	12.183	9.993	16.478
	Panel B: Netto utbetalinger for staten (1000 NOK)				
År siden konkursbegjæring	1	2	3	4	Gjennomsnitt
Effekt av konkurs	35.318***	28.582***	14.161	22.928***	30.121***
	(11.560)	(10.160)	(10.389)	(10.020)	(9.928)
Gjennomsnitt	-39.987	-39.321	-45.196	-46.920	-41.856
Antall ansatte	30,537	30,537	30,537	30,537	30,537

Note: Denne tabellen viser estimerte effekter (standardfeil i parentes) av å åpne konkurs for tidligere ansattes ytelser fra dagpengeordningen og netto utbetalinger for staten ett til fire år etter konkursbegjæring. Metoden er tostegs minste kvadrats og instrument for om konkurs åpnes er dommers konkursprosent. Utvalget består av ansatte i alderen 18 til 62 i selskap som er konkursbegjært i Norge over tiårsperioden 2004 til 2013. Dommere som behandler færre enn 20 konkurssaker og tingrettene med kun en dommer i et år er tatt ut. Utvalget er videre begrenset til foretak med registrerte ansatte i arbeidsgiver arbeidstakerregisteret, og tar ut foretak med mer enn 100 ansatte. Dagpenger er målt fra skattefiler og netto utbetalinger inkluderer alle overføringer fra staten til en person minus personens skatteinnbetalinger. Alle regresjoner holder fast gjennomsnittlig konkursprosent i en tingrett, og instrumentet er definert som konkurssannsynlighet til en dommer, ekskludert saken til det aktuelle firma. Første stegs estimatet er 1.039 med standardfeil 0.09.

Disse tallene innebærer at staten har en direkte interesse i at selskaper som er levedyktige fortsetter i drift. Men hvor store er gevinstene av å redde et selskap som er på randen av konkurs? Hvis vi tar gjennomsnittseffekten av konkurs på offentlige utgifter (siste kolonne i Panel B) og ganger med gjennomsnittlig antall ansatte på 10, som i eksempelet fra kapittel 7.1, vil et marginalt selskap som driver videre bidra med en besparing for staten på over en million over fire år. Bruker vi den gjennomsnittlige årslønnen fra før konkurs i kapittel 7.2 finner vi at statens besparelse tilsvarer 33 månedslønner og 41 månedslønner hvis vi inkluderer lavere arbeidsgiveravgift.[16] Med ti ansatte i en gjennomsnittlig konkursbedrift virker det forsvarlig at staten gir lønnsgaranti som et uprioritert lån for å bidra til fortsatt drift under restruktureringsprosessen. Lønnsgarantien vil med andre ord lønne seg for staten så lenge det bidrar til at ett av fire selskap overlever restrukturering. En annen fordel med lønnsgaranti er at den ikke bryter med dekningsprioriteringen og kreditors rettigheter som annen superprioritert(DIP) finansiering vil gjøre.

[16] Effekten på offentlige finanser over fire år er lik 30121*4*10 = 1204840. Dette tilsvarer (1204840/(440000/12) = 33 månedslønninger og (1204840+53480*.141*4*10)/(440000/12) = 41 med arbeidsgiveravgiften. Lønnsgarantien tilsvarer en månedslønn.

8. Aktuelle databehov for overvåkning, analyse og forskning framover – hvordan må datainnsamlingen gjøres for å være nyttig

I arbeidet med å oppnå et mer kostnadseffektivt system for rekonstruksjon og konkurs i Norge, trenger vi både gode prosesser med å utvikle lovverk og reguleringer, men også mulighet til å gjennomføre relevant empirisk forskning. Forskningen vil kunne avdekke både sammenhenger og ideelt sett årsaksforhold mellom lovverk og prosesser, og effektivitet, der effektivitet kan defineres på ulike vis. Tilsvarende kan man bedre forstå både hvilke selskaper som kommer inn i rekonstruksjon eller konkurs, og hvordan det går med dem i ettertid. Alle disse analysene er avhengige av langt mer strukturerte og tilgjengelige data enn det norske konkursregisteret tilbyr i dag. I tillegg til å støtte utviklingen av lover og regler, vil slik innsikt også kunne styrke kredittvurderingene i bankene og kredittmarkedet generelt.

Forskningen på rekonstruksjon og konkurs er gjennomgående gjort ved at forskere samler inn data fra enkeltsaker og mappene knyttet til disse. Det norske konkursregisteret gir likevel god, overordnet oversikt over konkursene, med selskapsidentiteter (organisasjonsnummer), datoer, kategoriserte årsaker og noe informasjon om utdelinger av dividender. Det er likevel umulig å finne strukturert informasjon om årsaksforhold, interessenter, domstol, prosess, kostnader og løsninger, uten å benytte betydelige ressurser på manuell datainnsamling. En tilleggsutfordring her er at selv i de tilfellene mappene er elektronisk lagret, er dokumentene scannet på en måte som gjør digital lesing vanskelig, og i mange tilfeller umulig. Dette er ikke utfordringer som er begrenset til Norge. Et sentralt arbeid, Bris, Welch, Zhu (2006), er basert på manuelt innsamlede og kodede saksmapper for 300 saker under Chapter 11 eller Chapter 7 i statene Arizona og New York i USA. Det er likevel utvikling på dette feltet i USA, Antill (2020) benytter United States Trustee Program sine data for avsluttede konkurser etter Chapter 7, der alle sentrale datapunkt knyttet til verdier, dividender og kostnader er åpent tilgjengelig for hver sak. Dataene er likevel anonymiserte slik de ikke kan kobles til andre registre som f.eks. regnskap, finansiering eller eierskap, i den grad disse ville være tilgjengelige for private selskaper i USA.

Vi trenger derfor et tjenlig rekonstruksjonsregister og et utvidet konkursregister. Norge er et samfunn med gjennomgående gode digitale registre, både over personer og selskaper. Disse registrene har høy kvalitet og er identifiserte, slik at man kan koble data for forskningsformål. På konkursfeltet tilbyr Brønnøysundregistrene via Altinn allerede nettløsningen Konkursbehandling. Denne samler dokumenter i konkurssaker for å forenkle selve prosessen, men bør også kunne være et utgangspunkt for å tilrettelegge strukturert, aggregert nøkkelinformasjon både i konkurs- og rekonstruksjonssaker for analyse og forskningsformål. Hvilke data, for hvilke enheter (personer, selskaper), og hvordan disse skal tilrettelegges bør underlegges en egen utredning, men databasen bør minimum inneholde:

A. Bostyrers vurdering av årsakene til selskapets problemer, rapportert på strukturert og etterprøvbart vis.
B. Hvem som har/hadde krav mot enheten.
C. Hva ulike kreditorer mottok i konkurs eller rekonstruksjonsløsningen, både i verdi, oppgjørets form, og relativt til opprinnelig krav, særlig i de tilfeller de mottar oppgjør i annet enn kontanter.
D. Hovedelementene i rekonstruksjons- eller konkursplanen.
E. Prosessens varighet, men sentrale datoer.
F. Informasjon om eventuell superprioritetsfinansiering og bruk av lønnsgaranti.
G. Spesifiserte kostnader med prosessen.
H. Regler om hva som er offentlig informasjon, og hva som er tilgjengelig på konfidensielt basis bare for enkeltgrupper som forskere.

9. Vurderinger og anbefalinger

Vi går i dette kapittelet inn på de viktigste regelrelevante forhold rundt rekonstruksjon vi som økonomer ser, samt kommer med anbefalinger der det er mulig. Temaene er organisert tematisk etter viktighet og/eller hva vi har grunnlag for å kommentere. Grunnlaget for refleksjoner og anbefalinger nedenfor er forskningsmaterialet presentert i Kap. 5, 6, og 7, samt samtaler med relevante informasjonskilder som har delt sine erfaringer.

Anbefalingene er motivert ut fra å bidra til å redusere samlede konkurskostnader i bred økonomisk forstand, mens de konkrete implikasjonene i jus og lovtekst er dekket i mindre grad. Det betyr også at anbefalingene ikke er avgrenset til hva som passer inn i ny permanent lov om rekonstruksjon, men de kan også ha implikasjoner for annen lovgivning. Mest aktuelt er trolig konkurslovgivningen siden det på mange felt er krevende å vurdere lovene om rekonstruksjon og konkurs isolert fra hverandre.

Mange av forslagene som gjør rekonstruksjon mer effektivt kan ved misbruk føre til konkurransevridning, selv om det er en risikabel strategi for skyldneren. Det er derfor viktig at dette balanseres med fortsatt klare kriterier for når rekonstruksjon kan åpnes.

9.1 Sikring av fortsatt drift av levedyktige virksomheter

Hensikten med god lovgivning rundt håndtering av selskaper som er insolvente eller i alvorlige økonomiske problemer er å legge til rette for prosesser som er så raske og effektive som mulig, og som enten sikrer fortsatt drift eller effektiv likvidasjon. Ut fra et ressurshensyn er det like viktig at ikke-levedyktige selskap likvideres raskt og ressursene omallokeres, som at levedyktige selskaper sikres fortsatt drift. Gjennomgang av forskningsinnsikt på dette feltet er tatt med i kapitlene 5, 6 og 7 ovenfor.

Fortsatt drift kan, som enkelt illustrert i Figur 1 i innledningen, skje enten gjennom uformelle forhandlinger, rekonstruksjon eller konkurs. Det vil være situasjonsbestemt hvilken prosess som er aktuell, det avgjørende er at beslutningene tas med best mulig innsikt i sannsynligheten for at selskapet vil være levedyktig etter en finansiell rekonstruksjon. Videre er forventede kostnader med prosessen viktig.

Et regelverk som generelt er i stand til å sikre videreføring av levedyktige selskaper gjennom en rekonstruksjons- eller konkursprosess, vil videre øke tilliten hos nøkkelinteressenter som ansatte, kunder og leverandører slik at de i større grad blir værende. Denne tilliten er særlig viktig siden åpning av slike prosesser blir gjort offentlig kjent, og slike kunngjøringer i seg selv skaper uro.

9.1.1 Sikring gjennom en mer gjennomsiktig konkursprosess

En innflytelsesrik forskningslitteratur, med Karin Thorburn ved Norges Handelshøyskole i spissen, har dokumentert flere fordeler med det svenske konkurssystemet når det gjelder å sikre fortsatt drift av levedyktige selskaper. Se omtalen i pkt. 5.1. ovenfor, og en mer utfyllende beskrivelse og analyse i Eckbo og Thorburn (2009). Et viktig element er bruk av en gjennomsiktig, forutsigbar og rask auksjonsmodell (prosessen tar typisk 2 måneder) som innebærer en reell markedstest av hvor levedyktig virksomheten er. Modellen medfører videre en realisering av et oppgjør for hele virksomheten som så fordeles som dividende, slik at man ikke trenger særskilte stemmerettsregler. I tillegg viser forskning at

den svenske modellen gir insentiver for ledelsen til å starte prosessen tidlig, dvs. før krisen har kommet for langt og medført for store indirekte kostnader. Desto tidligere prosessen starter, desto mer finansiering til videre drift er det i selskapet. Slik sett vil en løsning med en sentralisert automatisk auksjonsmodell også bidra til at det er midler til videre drift om restrukturering likevel er den prosessen som velges. Det at auksjonsmodellen er sentralisert bidrar også til mer forutsigbarhet og informasjon for kreditorer.

Modellen er betinget av elementer fra en typisk rekonstruksjonslov, særlig at det gis beskyttelse mot kreditorer og at det er adgang til superprioritert finansiering. Vårt første forslag er derfor å sentralisere auksjonsprosessen i konkursloven etter svensk modell.

9.1.2 Sikring gjennom rekonstruksjonsprosess

Det finnes mange tilfeller der selskapets situasjon er kompleks, og det trengs tid for å finne og få aksept for gode løsninger. Det vil da være aktuelt å gå bort fra en konkursprosess med auksjon siden den stort sett innebærer å auksjonere bort virksomheten slik den framstår når prosessen åpnes.

Det fundamentale som skiller rekonstruksjon fra konkurs er at selskapet består som juridisk enhet, men er beskyttet fra kreditorer som på ulike måter kan sikre sine krav på bekostning av virksomheten som helhet. Motivasjonen for denne beskyttelsen er at en slik rekonstruksjon øker sannsynligheten for at selskapet og virksomheten kan videreføres og kreditorene får bedre dekning enn ved en likvidasjon som følge av en konkurs.

Sikring av virksomheten i rekonstruksjon kan skje ved bruk av ulike virkemidler, utover det grunnleggende, at en effektiv prosess med lave kostnader til rekonstruktør og andre involverte, i seg selv reduserer utfordringen med å sikre virksomheten:

- Beskyttelse av kjernevirksomheten

Et selskap som slipper å løpende betale for å benytte finanskapital (lån, leasing, egenkapital) eller realkapital (leieavtaler), ikke trenger å løpende betale skatter og avgifter, og gis anledning til å betale og derfor beholde sine leverandører av innsatsfaktorer som råvarer o.l., vil, om det genererer salgsinntekter, normalt kunne drive med positiv driftsmessig kontantstrøm (EBITDA>0). I en slik situasjon er det ikke behov for å hente inn ny finansiering gjennom rekonstruksjonsperioden, bortsett fra hvis de direkte kostnadene til prosessen i seg selv overstiger driftskontantstrømmen.

- Lønnsgaranti, eller generell statlig rekonstruksjonsfinansiering

Hvis selskapets driftskontantstrøm ikke er tilstrekkelig til å dekke drifts- og lønnskostnadene, for eksempel for et utviklingstungt selskap som bruker store personalressurser, men ikke enda har ferdig produkter å selge, er lønnsgaranti aktuelt. Lønnsgaranti ytes i dag kun til konkursbo, og fungerer slik at staten forskutterer kostnadene, og får deler av beløpet tilbakebetalt som kreditor i boet. Lønnsgaranti, eller mer generelt en statlig rekonstruksjonsfinansiering, er et relevant virkemiddel for å sikre at selskaper kommer seg gjennom en rekonstruksjon uten å måtte ta opp ny, superprioritert finansiering. Vi drøfter dette i 5.3.4 og 7.4. ovenfor, og ser dette som en rasjonell sikringsordning med svært liten fare for å ende opp som betydelig ny belastning for staten siden det allerede er etablert for konkurser.

- Superprioritert finansiering

Ny lånefinansiering med prioritet før alle andre krav er et viktig element i alle sammenlignbare lands rekonstruksjonslovgivning, og drøftet i 5.3.4 ovenfor. Fordelen er at man får inn finansiering tilstrekkelig til å få sikre driften gjennom rekonstruksjonen, ulempen er om denne blir så omfattende at den i betydelig grad utvanner verdiene til de gamle kreditorene. Vår anbefaling er at rammene utvides i forhold til de som ble innført i den midlertidige loven, betinget på at de ovenstående tiltakene er gjennomført. Ved opptak av slik finansiering kan det videre vurderes om de gamle kreditorene skal gis anledning til å delta forholdsmessig i den nye finansieringen. Det vil både gi en markedstest av om selskapet er verdt og sikre, samt at det reduserer problemet med at de relativt sett mister prioritet. Hvis denne finansieringen også kommer med betingelser som bidrar til å gi kreditorene ytterligere kontroll med selskapets daglige drift, så kan det bidra til å gjøre slik finansiering mer attraktiv for kreditorene.

9.2 Ansattes rettigheter

I mandatet stilles det spørsmål om de samfunnsøkonomiske konsekvenser av å endre oppsigelsesregler for foretak under restruktureringsforhandlinger. Dette var også omtalt av i Villars-Dahls utredning.

Vi diskuterte forskjeller i ansattes rettigheter mellom konkurs, midlertidig lov og vanlig driftsoverdragelse i kapittel 5.4. En viktig forskjell er at mens driftsoverdragelse innebærer at alle rettigheter overføres til nytt selskap innebærer konkurs at at alle ansatte rettigheter går tapt, selv om deler av selskapet startes opp igjen med nye eiere og noen av de ansatte. Forskning viser at både eiere og kreditorer taper når ansattes rettigheter styrkes. Dette innebærer at både kreditorer og eiere kan ha et strategisk motiv for å velge konkurs hvis selskapet har overkapasitet, men det er krevende å si opp ansatte. Konkurs kan dermed gi mer fleksibilitet for nye (eller gamle) eiere i valg av strategisk kompetanse blant ansatte.

I både konkurs og i restrukturering vil kreditorer og eiere ta et tap. Ansatte skjermes i utgangspunktet i restrukturering, men mister alt under konkurs. Det finnes minst tre grunner for å endre reglene for nedbemanning under rekonstruksjon. Den første er at det kan virke rimelig at ansatte også tar en viss kostnad under restrukturering. Forskning internasjonalt og fra Norge viser at kostnadene ved jobbtap for den enkelte ansatt er store, da er en kollektiv løsning, der det er noe enklere for foretaket å skalere ned lønnsnivået, kan være en bedre løsning for de ansatte samlet sett. For det andre kan det dempe kreditorenes insentiv til å velge konkurs og likvidering av selskapet. Dette vil av samme grunn være gunstigere for ansatte samlet sett. For det tredje, viser litteraturen en klar sammenheng mellom ansattes rettigheter og kredittilgang. En oppmyking av oppsigelsesreglene i rekonstruksjon kan dermed bidra til at samlet sysselsetting og lønn går opp, selv om enkelte ansatte mister jobben i selskap som forhandler med kreditorer. Dette vil også gjøre restrukturering mer attraktivt for kreditorer.

Vi har påpekt tidligere at en mulig ulempe med rekonstruksjon i forhold til konkurs er om oppsigelser følger vanlige prinsipper ved "arbeidsgivers forhold" og f.eks. beskytter ansatte med høyest ansiennitet. Dette kan stå i motstrid mot ønsket om å sikre framtidig drift, hvis dette medfører at yngre talenter må sies opp. Modeller som medfører at ansatte som kollektiv aksepterer "tap" i en rekonstruksjon, må derfor heller medføre redusert lønn, alternativt modeller som reduserer risikoen for å måtte si opp yngre og/eller særlig kompetente medarbeidere. I en slik prosess vil det være avgjørende med et konstruktivt samarbeid med fagforeningene.

9.3 Kompetansehevende tiltak

Håndtering av selskapsmessige kriser er særlig kompetansekrevende for alle involverte, og det finnes begrenset skolering på dette feltet, både for jurister og økonomer. Det betyr at det meste er basert på erfaring. I tillegg til at lover og regler rundt rekonstruksjon og konkurs i seg selv er kompliserte, er også variasjonen i selskap og situasjoner stor, og gode løsninger betinger forståelse på tvers av fagfelt. Eksempelvis er det krevende for en utenforstående dommer eller bobestyrer å vurdere levedyktigheten til et komplekst, internasjonalt aktivt konsern, og særlig utenfor de tradisjonelle norske bransjene.

Samlet sett er inntrykket at det sålangt har blitt lagt mer vekt på kompetanse i å gjennomføre en effektiv og korrekt fordeling av verdiene i et konkursbo ("dele opp kaken"), enn kompetanse i hvordan man kan bevare verdiene og sikre en god videreføring av levedyktige virksomheter ("lage en større kake"). Våre anbefalinger på dette feltet er derfor:

9.3.1 Spesialistdomstoler for rekonstruksjon og konkurs

Dagens utstrakte bruk av digitale hjelpemidler, både for møter og gjennom løsninger som "Konkurssiden" levert av Brønnøysundregistrene/Altinn, gjør at behovet for fysisk nærhet mellom domstol, selskap og interessenter er langt mindre enn før. Det er også en rekke pågående digitale initiativ for informasjonssamling og -deling mellom statlige organer og private aktører som kan utvides til å støtte rekonstruksjons- og konkursprosesser. Et eksempel er på dette er Nordic Smart Government.

Forskningsgjennomgangen i kapittel 5 gir en omfattende støtte for å innføre spesialistdomstoler for behandling av rekonstruksjon og konkurs. Tilfeldigheten i om selskaper slås konkurs med hvilken dommer og domstol man får tildelt er uheldig, gir redusert rettssikkerhet og ineffektive løsninger. Det er krevende å vurdere situasjonen i et selskap i krise, hvilke kommersielle utsikter det har, og hva som er best prosess, enten å gå mot rekonstruksjon eller likvidasjon. Det har betydelige kostnader om man ikke velger best mulig prosess, og at denne gjennomføres på optimal måte. Vi anbefaler derfor at man samler behandlingen av rekonstruksjon og konkurser til en, eller et fåtall, domstol(-er) som så styrkes i sin kompetanse på de aktuelle fagfeltene. Dette kan også innebære å ansette forretningskyndige økonomer, revisorer, gjerne med transaksjonskompetanse, som så kan bistå dommerne i behandlingen av disse sakene.

9.3.2 Aktørkompetanse

Ledelse og styre i et selskap som kommer i krise og skal vurdere videre prosess har i mange tilfeller liten erfaring i slike situasjoner. Det kan i seg selv øke faren for suboptimale prosesser og for høye kostnader. Det er derfor aktuelt å vurdere om man bør øke skoleringen i krisehåndtering både ved universitet og høyskoler som utdanner fremtidige bedriftsledere og i aktuelle etterutdanningstilbud.

Rekonstruktøren er etter den midlertidige lovens §9 "advokat med erfaring fra insolvensbehandling", men det anerkjennes i forarbeidene at man i kreditorutvalget bør ha medlem med kyndighet i den næringen selskapet driver. I lys av at målet med en effektiv rekonstruksjonslov er å sikre videre drift av økonomisk levedyktige selskaper, anbefaler vi at man åpner for at rekonstruktøren heller kan være en person som er forretningskyndig i å realisere denne videreføringen om mulig. Denne bør så kunne hente juridisk støtte fra erfarne advokater for å sikre at prosess og fordeling av verdier skjer på korrekt vis.

9.4 Elementer som effektiviserer rekonstruksjonsprosessen

Vi argumenterer innledningsvis med at kjernen i et godt lovverk på rekonstruksjons- og konkursområdet er at konkurskostnadene er optimalt lave. Avhengig av kompleksiteten i virksomheten og finansieringsstrukturen så vil det alltid kreve ressurser og kostnader å finne de optimale løsningene som både ivaretar videreført virksomhet og er verdiskapende og mest mulig rettferdige for kreditorene. Det er likevel noen forhold som i seg selv kan bidra til å øke effektiviteten og redusere kostnadene i en rekonstruksjon:

- Adgang til å redusere eller droppe varslings- og kunngjøringsperiodene i prosessen når et flertall av kreditorene er enige i det og kunngjøringene er distribuert på betryggende vis
- Tilpasse stemmerettsreglene slik at de i større grad favoriserer effektiv prosess og løsninger som flertallet foretrekker, heller enn å gi urimelig forhandlingsmakt til de minste kreditorene. Konkret kan det bety at man kan vedta en tvangsakkord med ⅔-dels flertall og at man med 2/3-dels flertall også kan vedta konvertering av krav til aksjer. Et annet virkemiddel kan være å anvende kreditorklasser. Dette har elementer av "cram-down" fra eksempelvis amerikansk rett og har, sammen med klasseinndeling, støtte i insolvensdirektivet fra EU.
- Heldigital informasjonsutveksling, signaturer, møtegjennomføring, bekreftelser osv.
- Kompensasjon som gir bedre samsvar mellom interessene til kreditorene og de som driver prosessen. I dag er de fleste involvert i en rekonstruksjon betalt per time, uavhengig av hvor god løsningen er og hvor rask prosessen er. Dette gir uheldige incentiver mot å drive fram en effektiv prosess og det er derfor ønskelig å se på avlønningsmodeller som i større grad gir sammenfall mellom rådgivere og kreditorers interesser.
- Adgang til å endre kontrakter bør utvides ved at selskap i rekonstruksjon ikke bare kan heve sine kontrakter, men også har rett til å reforhandle dem som del av rekonstruksjonen.
- Erfaringene med de forenklede reglene for små foretak i forskrift knyttet til den midlertidige loven bør generelt tas med i utformingen av permanent lov. Dette kan både omfatte en videreføring av slike spesialregler for små foretak, eventuelt å la de gjelde for større selskaper, samt å inkludere noen av forenklingene i den generelle loven.

9.5 Videreføring av kreditorers rettigheter i ny form

Forslaget til en revidert konkurs/rekonstruksjonsprosess, foreslått av Aghion, Hart og Moore i 1992, som innebærer at alle krav umiddelbart konverteres til egenkapital i selskapet har potensielt betydelige gevinster både for selskap, interessenter og samfunn. Denne bør utredes videre for å avklare om den er relevant for å tas med i norsk rett.

9.6. Øvrige tema fra mandatet

I siste del av mandatet er det listet opp aktuelle tema som kunne vurderes i denne rapporten. Nedenfor er korte kommentarer til enkelte tema som ikke er dekket fullt ut ovenfor:

- Bør prioritetsrekkefølgen for krav endres?
    - Forskning på kreditors og eiers rettigheter er diskutert, men etter vår beste vurdering mangler det empirisk støtte i litteraturen for endring i prioriteringsrekkefølgen.

- Bør det innføres særskilte regler om klasseinndeling av kreditorer eller lignende løsninger? Merk i den forbindelse reglene om dette i restrukturerings- og insolvensdirektivet (2019/1023/EF).
    - Se diskusjon i kap. 5.1. Andre land opererer med klasseinndeling av kreditorer og vi ser på det som hensiktsmessig å ha tilsvarende praksis i Norge. Dette minimerer muligheten til enkeltkreditorer å sette kjepper i hjulene og kan bidra til en mindre tidkrevende prosess hvor løsninger kan finnes på en effektiv måte. Klasseinndeling er også omfattet av EUs rekonstruksjonsdirektiv.
- Hvilke konsekvenser vil det ha for fordringshaverne om kravet til minstedividende på 25 pst. ved tvangsakkord etter konkursloven, jf. lovens § 30, henholdsvis videreføres og ikke videreføres ved rekonstruksjon med tvangsakkord, sml. rekonstruksjonsloven § 34?
    - Ikke vurdert spesifikt, men vi ser ingen åpenbare økonomiske argumenter for en slik nedre grense dersom restruktureringen ellers er en effektiv og akseptert løsning.
- Hvilke konsekvenser vil henholdsvis økt og svekket prioritering av skyldnerens interesser sett i forhold til kreditorenes interesser, generelt kunne få for forhold som virksomheters mulighet til å få finansiering, utenlandske aktørers vilje til å investere i Norge eller yte finansiering til norske virksomheter og verdiskapningen i samfunnet for øvrig, og i hvilken grad veies eventuelle ulemper opp av de motsvarende fordelene?
    - Vårt hovedfokus i rapporten er på å sikre videreføring av forventet levedyktige virksomheter. I en slik situasjon er det mindre konflikt mellom skyldner og kreditor siden målet er å sikre alle parters verdier bedre. I forhold til sikrede kreditorer som er godt dekket med pant, kan likevel tiltak for å sikre videreføring kunne svekke kreditors stilling. Når det gjelder det norske markedets internasjonale konkurransedyktighet generelt, er det viktigste å skape klare, forutsigbare, effektive regelverk som ikke er uheldig avvikende fra våre naboland.
- I hvilken grad vil løsningene endre forhandlingsposisjonen til partene? Hvordan vil alternative innretninger av lovforslaget kunne påvirke relevante aktørers strategiske atferd som følge av nye forhandlingskoalisjoner og spill-løsninger?
    - Ikke spesifikt vurdert, utover i argumentasjonen for lønnsgaranti i rekonstruksjon som gjør rekonstruksjon relativt sett mer attraktivt sammenlignet med konkurs for et selskap i alvorlige økonomiske problemer.

10. Vurdering av samlet samfunnsøkonomiske nytte og kostnad

Mandatet ber om at det gjennomføres en helhetlig samfunnsøkonomisk analyse i tråd med Rundskriv r-109/14 om samfunnsøkonomiske analyser. Vår analyse omfatter i det alt vesentlige konsekvensene av alternativt lovverk som regulerer forhold rundt private selskaper, deres eiere, kreditorer, ansatte og mulige andre interessenter. God lovgivning på dette feltet har betydelig samfunnsmessig betydning, siden effektive rekonstruksjons- og konkursprosesser er helt sentrale i en markedsøkonomi som den norske. Vi har drøftet mange sider ved dette ovenfor, men generelt gir god lovgivning raskere og mer effektiv håndtering av selskap i krise, enten de bør videreføres eller likvideres. Dette begrenser samlede konkurskostnader for alle parter, og øker attraktiviteten ved å drive, finansiere og være ansatt i norske selskaper. Slik sett er lovgivningen på dette feltet, og praktiseringen av denne et klart eksempel på at staten kan legge gode rammer for private forhold.

Siden analysen og anbefalingene bare i svært begrenset grad omfatter direkte inntekter, utgifter eller investeringer for staten, er vår vurdering av rundskrivets bestemmelser om samfunnsøkonomiske analyser bare har begrenset relevans for arbeidet. Vi vil likevel kommentere følgende forhold:

- *Lønnsgaranti i restrukturering.* Vi analyserer dette i 7.4 ovenfor og viser at dette er en forsikringsordning i form av et risikabelt lån fra staten til boet(konkurs) og selskapet i rekonstruksjon (vårt forslag). Statens inntekter fra personskatt, selskapsskatt, arbeidsgiveravgift og merverdiavgift fra selskaper i normal drift gjør at det er finansielt rasjonelt å bidra med lønnsgaranti om denne kan gjøre at flere levedyktige selskaper kommer tilbake i normal drift igjen. Dette er tilfelle selv om man hensyntar ytelser til de som eventuelt mister jobben. Vurderingen av å innføre lønnsgaranti i rekonstruksjonsprosesser kan også sees i forhold til at det allerede praktiseres i konkurs. Gitt at en rekonstruksjonsprosess øker sannsynligheten for at selskaper videreføres, sammenlignet med en konkursprosess, så kan det ikke være mindre attraktivt for staten å tilby lønnsgaranti i rekonstruksjon. Tilsvarende gjelder for bruk av lønnsgaranti som en mer generell finansiering av driftskostnader i en rekonstruksjonsprosess.

- *Spesialiserte domstoler for rekonstruksjon og konkurs.* Staten har en pågående omstrukturering av domstolene i Norge til færre og større enheter, og det er sannsynlig at de samme effektiviseringsargumentene som ligger bak den beslutningen vil gjelde for dette feltet. Det vil trolig være både skalafordeler og faglige fordeler ved å lage spesialistdomstoler som vi foreslår.

- *Sentraliserte auksjoner og effektiviserte prosesser.* Ved å legge tilrette for strukturerte sentraliserte auksjoner som del av konkursprosessene, samt øvrige forhold rundt effektiviserte prosesser, vil statens kostnader kunne reduseres noe, selv om hovedparten av kostnadene bæres av kreditorene i disse sakene.

Vi forutsetter at kostnadene med lovprosessen og implementering av ny lovgivning faller utenfor i en analyse av samfunnsøkonomisk lønnsomhet.

11. Referanser

Abowd, J. M. (1989). The effect of wage bargains on the stock market value of the firm. The American Economic Review, 774-800.

Agrawal, A. K., & Matsa, D. A. (2013). Labor unemployment risk and corporate financing decisions. Journal of Financial Economics, 108(2), 449-470.

Antill, S. (2020a). Do the Right Firms Survive Bankruptcy? Available at SSRN 3383227.

Antill, S. (2020b). Are Bankruptcy Professional Fees Excessively. Working paper.

Autor, D. H., Donohue III, J. J., & Schwab, S. J. (2006). The costs of wrongful-discharge laws. The review of economics and statistics, 88(2), 211-231.

Ayotte, K.M. & Morrison, E.R. (2008) Creditor Control and Conflict in Chapter 11. Working paper

Baghai, R. P., Silva, R. C., Thell, V., & Vig, V. (2020). Talent in Distressed Firms: Investigating the Labor Costs of Financial Distress (No. 14383). CEPR Discussion Papers.

Becker, S. O., & Hvide, H. K. (2013). Do entrepreneurs matter? Review of Finance, forthcoming

Becker, S.O., & Josephson, J. (2016). Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets. The Review of Financial Studies, 29(10), 2814-2849.

Benmelech, E., & Bergman, N. K. (2011). Bankruptcy and the collateral channel. The Journal of Finance, 66(2), 337-378.

Bernstein, S., Colonnelli, E., Giroud, X., & Iverson, B. (2019). Bankruptcy spillovers. Journal of Financial Economics, 133(3), 608-633.

Bernstein, S., Colonnelli, E., & Iverson, B. (2019). Asset allocation in bankruptcy. The Journal of Finance 74(1), 5-53.

Bloom, N., & Van Reenen, J. (2007). Measuring and explaining management practices across firms and countries. The Quarterly Journal of Economics 122(4), 1351-1408.

Bloom, N., Sadun, R., & van Reenen, J. (2012). The organization of firms across countries. The quarterly journal of economics 127(4), 1663-1705.

Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. Journal of Banking & Finance, 34, 2481-2499.

Boyer, M., & Dionne, G. (1989). An empirical analysis of moral hazard and experience rating. The Review of Economics and Statistics, 128-134.

Bratsberg, B., Fevang, E., & Røed, K. (2013). Job loss and disability insurance. Labour Economics, 24, 137-150.

Bris, A., Welch, I., & Zhu, N. (2006). The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization. Journal of Finance, 61(3), 1253-1303.

Brown, J., & Matsa, D. A. (2016). Boarding a sinking ship? An investigation of job applications to distressed firms. The Journal of Finance, 71(2), 507-550.

Campello, M., Gao, J., Qiu, J., & Zhang, Y. (2018). Bankruptcy and the cost of organized labor: Evidence from union elections. The Review of Financial Studies, 31(3), 980-1013.

Carrington, W. J., & Fallick, B. (2017). Why do earnings fall with job displacement?. Industrial Relations: A Journal of Economy and Society, 56(4), 688-722.

Cerqueiro, G., Ongena, S., & Roszbach, K. (2016). Collateralization, Bank Loan Rates, and Monitoring. Journal of Finance, 71(3). 1295-1322.

Chang, T., & Schoar, A. (2006, March). Judge specific differences in chapter 11 and firm outcomes. In AFA 2007 Chicago Meetings Paper.

Cheng, S.-R., & Shiu, C.-Y. (2007). Investor protection and capital structure: International evidence. Journal of Multinational Financial Management, 17(1), 30-44.

Cho, S.-S., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2914). Creditor rights and capital structure: Evidence from international data. Journal of Corporate Finance, 25, 40-60.

Choi, J., Goldschlag, N., Haltiwanger, J. C., & Kim, J.D. (2021). Founding Teams and Startup Performance, NBER Working Paper 28417

Corbae, D., & D'Erasmo, P. (2021). Reorganization or liquidation: Bankruptcy choice and firm dynamics (No. w23515). Review of Economic Studies, forthcoming

Couch, K. A., & Placzek, D. W. (2010). Earnings losses of displaced workers revisited. American Economic Review, 100(1), 572-89.

Covert, T. R., & Sweeney, R. L. (2019). Relinquishing Riches: Auctions vs Informal Negotiations in Texas Oil and Gas Leasing (No. w25712). National Bureau of Economic Research.

Dahiyå, S., John, K., Puri, M., Ramrez, G. (2003) Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence. Journal of Financial Economics, 69

Dahl, G. B., Kostøl, A. R., & Mogstad, M. (2014). Family welfare cultures. The Quarterly Journal of Economics, 129(4), 1711-1752.

Davis, S. J., & von, T. W. (2011). Recessions and the Costs of Job Loss. Brookings papers on economic activity, 2011(2), 1-72.

Davydenko, S., & Franks, J. (2008). Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K. Journal of Finance, 63(2), 565-608.

DeMarzo, P., Krishnamurthy, A. & Rauh, J. (2020) Debtor-in-Possession Financing Facility (DIPFF) Proposal, Working paper

Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. The review of financial studies, 22(3), 1179-1211.

Dessaint, O., Golubov, A., & Volpin, P. (2017). Employment protection and takeovers. Journal of Financial Economics, 125(2), 369-388.

Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2003). Control benefits and CEO discipline in automatic bankruptcy auctions. Journal of Financial Economics, 69(1), 227-258.

Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2009). Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden. Journal of Applied Corporate Finance, 21(3)

Eidenmueller, Horst G. M., Comparative Corporate Insolvency Law (June 23, 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 319/2016, Oxford Legal Studies Research Paper No. 30/2017, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2799863

Eliason, M., & Storrie, D. (2006). Lasting or latent scars? Swedish evidence on the long-term effects of job displacement. Journal of Labor Economics, 24(4), 831-856.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. The journal of law and Economics, 26(2), 301-325.

Gathmann, C., Helm, I., & Schönberg, U. (2020). Spillover effects of mass layoffs. Journal of the European Economic Association, 18(1), 427-468.

Gilson, S. C. (2012), Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the US Economy, Journal of Applied Corporate Finance, 24(4), 23-35.

Graham, J. R., Kim, H., Li, S., & Qiu, J. (2019). Employee costs of corporate bankruptcy (No. w25922). National Bureau of Economic Research.

Grindaker, M. og Kostøl, A. (2021). How Costly is Bankruptcy for Employees? Working paper.

Hotchkiss, E.S., John, K., Mooradian, R. og Thorburn, K.S. (2008) "BANKRUPTCY AND THE RESOLUTION, i "Handbook of Empirical Corporate Finance, Volume 2", Edited by B. Espen Eckbo

Hsieh, C. T., & Klenow, P. J. (2009). Misallocation and manufacturing TFP in China and India. The Quarterly journal of economics, 124(4), 1403-1448.

Huttunen, K., Møen, J., & Salvanes, K. G. (2011). How destructive is creative destruction? Effects of job loss on job mobility, withdrawal and income. Journal of the European Economic Association, 9(5), 840-870.

Jacobson, T., & Von Schedvin, E. (2015). Trade credit and the propagation of corporate failure: an empirical analysis. Econometrica, 83(4), 1315-1371.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, 3(4), 305-360.

Jones Day. (2007). Comparison of International Insolvency Laws.

Jordan, E. R. (1981). Specialized Courts: A Choice. Nw. UL Rev., 76, 745.

Jordà, Ò., Kornejew, M., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2020). Zombies at large? Corporate debt overhang and the macroeconomy (No. w28197). National Bureau of Economic Research.

Kapitaltilgangsutvalget: "Kapital i omstillingens tid", NOU 2018 :5

Lachowska, M., Mas, A., & Woodbury, S. A. (2020). Sources of displaced workers' long-term earnings losses. American Economic Review, 110(10), 3231-66.

Lazear, E. P., & Shaw, K. L. (2007). Personnel economics: The economist's view of human resources. Journal of economic perspectives, 21(4), 91-114.

Lee, D. S., & Mas, A. (2012). Long-run impacts of unions on firms: New evidence from financial markets, 1961–1999. The Quarterly Journal of Economics, 127(1), 333-378.

Matsa, D. A. (2010). Capital structure as a strategic variable: Evidence from collective bargaining. The Journal of Finance, 65(3), 1197-12

Matsa, D. A. (2018). Capital structure and a firm's workforce. Annual Review of Financial Economics, 10, 387-412.

Mansi, S. A., Maxwell, W. F., & Wald, J. K. (2009). Creditor Protection Laws and the Cost of Debt. The Journal of Law & Economics, 52(4), 701-717.

Mas, A., & Moretti, E. (2009). Peers at work. American Economic Review, 99(1), 112-45.
Matre, A. & Solli, A.N. (2019). "The Norwegian Living Dead" Masteroppgave Norges Handelshøyskole

Myers, S.C. (1977) Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, 5(2), 147-175

Qi, Y., Roth, L., & Wald, J. (2017). Creditor protection laws, debt financing, and corporate investment over the business cycle. Journal of International Business Studies, 48, 477-497.

Rege, M., Telle, K., & Votruba, M. (2009). The effect of plant downsizing on disability pension utilization. Journal of the European Economic Association, 7(4), 754-785.

Ruser, J. W. (1985). Workers' compensation insurance, experience-rating, and occupational injuries. The RAND Journal of Economics, 487-503.

Schumpeter, J. A. (1942). Capitalism, socialism, and democracy. 3d ed., New York: Harper & Row.

Serfling, M. (2016). Firing costs and capital structure decisions. The Journal of Finance, 71(5), 2239-2286.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. "Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach." The Journal of Finance 47.4 (1992): 1343-1366.

Simintzi, E., Vig, V., & Volpin, P. (2015). Labor protection and leverage. The Review of Financial Studies, 28(2), 561-591.

Thorburn, K. S. (2000). Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival. Journal of Financial Economics, 58(3), 337-368.

Thorburn, K. S. (2006). Transparency in Bankruptcy Law: A Perspective on Bankruptcy Costs across Europe. Corporate and Institutional Transparency for Economic Growth in Europe, Oxford, UK, Elsevier, 155-172.

Topel, R. H. (1983). On layoffs and unemployment insurance. The American Economic Review, 73(4), 541-559.