



Arkivnummer: _____

LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKP90
Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet

VT 2011

Covenants vid svensk kreditgivning

Författare:

Dennis Hansson
Ann-Katrin Lennartsson

Handledare:

Jens Forssbaeck

Förord

Vi skulle vilja rikta ett stort tack till vår handledare Jens Forssbaeck för hans konstruktiva kommentarer och feedback kring vårt examensarbete. Vidare skulle vi vilja tacka Per-Magnus Andersson för hans tips och råd kring intervjuupplägg och kvalitativa analyser, dessa råd har varit mycket uppskattade.

Även Joseph Hajj och Andreas Bertilsson förtjänar vårt tack för deras opponering vid vårt mellanseminarium, samt för den tid de lagt ner på att korrekturläsa vår uppsats och granskat formalia.

Slutligen vill vi också rikta ett stort tack till våra intervjupersoner för den tid och engagemang som de avsatt för våra intervjuer:

Lars-Gunnar Hermansson	Nordea
Anders Jerntorp	Swedbank
Jens Johansson	Danske Bank
Mårten Karlsson	SEB
Ulf Larsson	Handelsbanken

Utan er hade examensarbetet inte kunnat möjliggöras, så än en gång ett stort tack.

Lund den 13 maj 2011

Dennis Hansson

Ann-Katrin Lennartsson

Sammanfattning

Titel:	Covenants vid svensk kreditgivning
Seminariedatum:	24 maj 2011
Kurs:	FEK P90, Företagsekonomi: Examensarbete på Civilekonomprogrammet, 30 hp, D-uppsats
Författare:	Dennis Hansson Ann-Katrin Lennartsson
Handledare:	Jens Forssbaeck
Nyckelord:	Covenants, agentproblem, informationsasymmetri, kreditgivning, banker
Syfte:	Kartlägga förekomsten av covenants vid kreditgivning i Sverige. Analysera varför svenska banker väljer att använda sig av covenants. Analysera vilka omständigheter som påverkar valet av covenants. Diskutera bankernas uppfattning kring den framtida användningen av covenants i Sverige.
Metod:	En kvalitativ metod har använts, där fallstudier har genomförts genom intervjuer med de fem största bankerna verksamma på den svenska marknaden. Fallstudierna har jämförts med den teori som finns gällande covenants, samt tidigare forskningsresultat.
Teoretiskt perspektiv:	Studiens teoretiska perspektiv utgår i första hand från agentteorin, då covenants är ett sätt att reducera de agentproblem som kan uppstå. Vidare har vi beskrivit vad covenants är, vilka typer som finns och de problem som finns med covenants.
Empiri:	Fem fallstudier har gjorts av Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank. Intervjuer har gjorts med ansvariga inom kreditorganisationen och de berör bankens syfte och användning av covenants, samt vilka kategorier som nyttjas.
Resultat:	Användningen av covenants i Sverige är låg och bankerna skiljer sig inte nämnbart från varandra. En av de främsta orsakerna till den låga användningen är att bankerna föredrar realsäkerheter framför covenants, då covenants enbart innebär en uppsägningsgrund.

Abstract

Title:	Covenants within Swedish credit granting
Seminare date:	May 24 th , 2011
Course:	FEK P90, Business Administration: Degree Project Master of Science in Business and Economics, 30 ECTS, Master level
Authors:	Dennis Hansson Ann-Katrin Lennartsson
Advisor:	Jens Forssbaeck
Key words:	Covenants, agency problems, information asymmetry, credit granting, banks
Purpose:	Investigate the presence of covenants within Swedish credit granting. Analyze why Swedish banks choose to make use of covenants. Analyze what circumstances that affect the choice of covenants. Discuss the banks' opinions about the future use of covenants within Sweden.
Methodology:	We have used a qualitative method, and interviewed five of the larger banks on the Swedish financial market. These cases have been compared to previous theory and research about covenants.
Theoretical perspective:	We have mainly used the agency theory for our theoretical perspective, since the function of covenants is to reduce the agency problems which can occur within credit lending.
Empirical foundation:	Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB and Swedbank are used as case studies. Interviews were made with managers in the credit organization and were concentrated to the purpose and use of covenants, but also the categories used within each bank.
Conclusion:	The use of covenants in Sweden is low and the banks do not differ significantly from each other. One of the main reasons for the low usage is that the banks prefer collaterals instead of covenants, since covenants only acts as a reason for termination.

Innehållsförteckning

Förord	i
Sammanfattning.....	ii
Abstract.....	iii
1. Inledning.....	1
1.1 Problembakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion.....	2
1.3 Problemformulering och syfte	4
1.4 Avgränsningar	5
1.5 Disposition.....	6
2. Metod	7
2.1 Teoretiskt material	8
2.2 Kvalitativ metod	8
2.3 Empiriskt material	9
2.3.1 Urval av banker.....	9
2.3.2 Urval av intervjuobjekt	9
2.3.3 Val av intervjuteknik.....	11
2.3.4 Intervjuguidens utformning	11
2.3.5 Empirins utformning.....	13
2.4 Analysens genomförande	13
2.5 Studiens kvalité.....	14
3. Teori	16
3.1 Agentteorin	16
3.1.1 Agentteorins grundläggande element.....	16
3.1.2 Agentproblem	18
3.1.3 Hur åtgärdas agentproblemen?.....	20
3.2 Covenants	22
3.2.1 Användning och syfte med covenants	22
3.2.2 Kategorier av covenants.....	23
3.2.3 Informationsasymmetri och valet av covenants.....	25
3.2.4 Faktorer som avgör valet av covenants.....	26
3.2.5 Problem med covenants	28

4. Empiri.....	29
4.1 Danske Bank.....	29
4.1.1 Bankens syfte med covenants	29
4.1.2 Beslutsprocessen med covenants	30
4.1.3 Situationer med covenants	31
4.1.4 Kategorier av covenants.....	31
4.1.5 Bankens framtida syn gällande covenants	33
4.2 Handelsbanken.....	33
4.2.1 Bankens syfte med covenants	34
4.2.2 Beslutsprocessen med covenants	34
4.2.3 Situationer med covenants	35
4.2.4 Kategorier av covenants.....	36
4.2.5 Bankens framtida syn gällande covenants	37
4.3 Nordea	37
4.3.1 Bankens syfte med covenants	38
4.3.2 Beslutsprocessen med covenants	39
4.3.3 Situationer med covenants	39
4.3.4 Kategorier av covenants.....	40
4.3.5 Bankens framtida syn gällande covenants	41
4.4 SEB.....	41
4.4.1 Bankens syfte med covenants	42
4.4.2 Beslutsprocessen med covenants	42
4.4.3 Situationer med covenants	43
4.4.4 Kategorier av covenants.....	44
4.4.5 Bankens framtida syn gällande covenants	45
4.5 Swedbank.....	45
4.5.1 Bankens syfte med covenants	46
4.5.2 Beslutsprocessen med covenants	46
4.5.3 Situationer med covenants	47
4.5.4 Kategorier av covenants.....	48
4.5.5 Bankens framtida syn gällande covenants	49
4.6 Sammanfattning av empiri.....	49
5. Analys.....	52
5.1 Svenska bankers användning av covenants	52

5.1.1 Bankernas användning av covenants	52
5.1.2 Syftet med bankernas användning	53
5.1.3 Fördelar och nackdelar	55
5.2 Faktorer som påverkar användningen av covenants	56
5.3 Kategorier av covenants som utnyttjas	59
5.4 Framtidsutsikter	62
6. Slutsatser	63
6.1 Slutsatser	63
6.2 Diskussion kring slutsatser	64
6.3 Framtida forskning	65
7. Referenser	67
8. Bilagor	73
Bilaga A – Intervjuguide	73
Bilaga B – Artikel	77

1. Inledning

De svenska bankerna använder sig ofta av realsäkerheter så som panter och borgen vid sin kreditgivning. Dock upplever de ett ökat tryck från de anglosaxiska länderna att använda andra typer av lånerestriktioner i kreditavtalen. Trots detta är forskningen kring covenants i Sverige begränsad och efter problembakgrunden kommer vi presentera studiens problemformulering, syfte och avgränsningar tillsammans med upplägget på uppsatsen.

1.1 Problembakgrund

En sten som träffar en spegelblank vattenyta ger upphov till krusningar som växer och sprids över ytan. Under de senaste åren är det inte småsten utan stenblock som har träffat det finansiella världshavet, vilket skapat svallvågor som snabbt spritt sig över både Atlanten och Stilla havet. Under sitt besök på Lunds Universitet menade SEB:s chefsekonom Robert Bergqvist (2011) att det nästan går att urskilja, inte bara en månad och ett år, utan också en specifik dag när detta inträffade. Det finansiella världshavet förvandlades till ett mycket opålitligt vatten att segla på, vilket många företag och banker fick erfara.

Flera faktorer samspelade för att skapa denna finansiella oro men den utlösande faktorn var problemen på den amerikanska bostadsmarknaden (Bergström, 2009). När en av de stora investmentbankerna i USA gick omkull och flera andra aktörer fick problem, försämrades den globala ekonomin mycket snabbt. Bankerna började alltmer oroa sig för sin likviditet och sina motparters riskexponering (ECB, 2009). Strax innan krisen bröt ut, började avtal med mindre restriktiva kreditvillkor s.k. covenant¹ lights eller cov-lite, bli allt mer vanliga i de amerikanska kreditavtalen. USA:s kreditgivning bygger mycket på användandet av covenants (Niskanen & Niskanen, 2004) och när dessa mildrades exponerades bankerna mot allt större risker. Den ökade risken beror på att cov-lite inte medför samma kontroll av företagen som covenants gör och bankerna kan därmed inte vidta åtgärder i situationer där risken stigit kraftigt och sanktioner hade varit lämpliga (Davidoff, 2011).

För de svenska bankerna innebar finanskrisen stora kreditförluster, särskilt om verksamheten var exponerad mot Baltikum (Finansinspektionen, 2010). En åtgärd för hantera problemen som uppstod var att bankerna under krisens kulmen markant skärpte sina villkor till företag (ALMI, Dec 2010). Trots att de svenska villkoren skärptes, är det inte självklart att denna

¹ Vi kommer löpande i uppsatsen utnyttja den engelska termen covenants, vars innebörd är kreditrestriktioner, istället för den svenska termen kovenanter. Detta då den engelska termen är vanligt förekommande även i Sverige.

förändring härrör från förändringar i användandet av covenants. En möjlighet är att det enbart, eller till största del, är de allmänna villkoren som har förändrats. Förändringar av villkor skedde inte enbart i Sverige, då även europeiska företag märkte av denna utveckling. I en enkät till små och medelstora företag i Europa som ECB (2010) genomförde hösten 2009, framgick det att $\frac{1}{3}$ av företagen upplevde ökade krav på säkerheter och covenants samt att lånen blev dyrare.

När efterdyningarna av finanskrisen började mattas av har rapporterna för framtiden blivit allt ljusare, Riksbanken (2010 b) förbättrade sina prognoser över bankernas kreditförluster samtidigt som de svenska bankerna känner en större tillförsikt inför framtiden. Enligt den undersökning som ALMI (Dec 2010) gjort tror majoriteten av bankerna på en ökad utlåning till företag under 2011. Däremot tror bankerna att villkoren kommer vara oförändrade jämfört med tidigare kvartal. Även i USA har utlåningen ökat men orosmoln finns då cov-lite har återkommit i avtalen (Davidoff, 2011). Det finns dock de som hävdar att cov-lite inte är problematiskt att använda och undersökningar har visat att de inte presterar sämre än lån tyngda med covenants. Samtidigt har det påståtts att cov-lite numera endast används till finansiellt starka företag (Laughlin & Hutchinson, 2011).

1.2 Problemdiskussion

Ökade krav på säkerheter och skärpta villkor är ett sätt för banken att kontrollera de risker som finns i verksamheten. Därmed är det viktigt att banken lär sig bedöma risknivån hos sina kunder så att åtgärder kan tas för att upprätthålla den egna lönsamheten (Broomé, Elmér, & Nylén, 1998). De problem som uppstår vid riskbedömningen diskuterar flera författare (Jensen & Meckling, 1976; Smith & Warner, 1979; Eisenhardt, 1989) och de tar sin utgångspunkt i agentteorin. Jensen och Meckling (1976) menar att om bägge aktörerna är nytto-maximerare så är det troligt att kredittagaren i första hand kommer agera på ett sätt som är missgynnsamt för banken. Det är framförallt målkongruens som gör att problemen uppstår men även svårigheterna för banken att granska huruvida kredittagarens handlingar kan ses som lämpliga.

För att i någon mån komma till rätta med dessa bekymmer kan banken utöver en initial granskning av kredittagarens propå vidta olika åtgärder. Dessa åtgärder kan vara fortlöpande övervakning av kredittagaren alternativt upprättande av ett kontrakt innehållande

handlingsbegränsande villkor (Eisenhardt, 1989). Villkoren benämns vanligen covenants, vilka är ett verktyg för banken att kontrollera att kredittagaren agerar i bankens intresse (Hillier, Grinblatt, & Titman, 2008). Att tillföra covenants i kreditavtalet medför att banken på ett tidigt stadium får varningssignaler gällande kredittagarens möjligheter att fullgöra sina åtaganden. Därmed kan banken vidta åtgärder och på så vis hantera de kreditrisker som uppstår (Whitehead, 2009).

Under de senaste åren har utländska forskare uppmärksammat betydelsen och användandet av covenants alltmer. Flertalet studier berör vad som sker när kredittagaren har misskött sitt åtagande och därmed har brutit mot avtalade covenants. Chava och Roberts (2008) har exempelvis funnit att brytandet av covenants påverkar investeringsgraden hos kredittagaren i en negativ riktning. Vidare har andra forskare berört varför det är viktigt att tillföra covenants i kreditavtalen, så som exempelvis att skapa tidiga varningssignaler. Vid stora informationsasymmetrier har det kommit fram att banken gärna nyttjar striktare covenants, vilket även sker i situationer där det är kostsamt att informera sig om kredittagarens verksamhet (Gârleanu & Zwiebel, 2009). När det gäller det initiala beslutet om valet av covenants har Bradley och Roberts (2004) påvisat att flera olika faktorer spelar in. Dessa kan exempelvis vara det ekonomiska klimat som råder i omvärlden medan mer företagsspecifika faktorer kan vara volatiliteten i kassaflödet. Att bestämma vilka covenants som ska finnas i kreditavtalen och varför de bör vara med är en viktig balansgång för banken, då kredittagarens verksamhet inte felaktigt får begränsas (Hamm, 2008).

Den forskning som har skett har dock i störst del varit baserad på anglosaxiska länder, vilket beror på att USA är det land med störst användning av covenants. Den anglosaxiska kulturen och lagstiftningen skiljer sig mycket åt från den svenska när det gäller kreditgivning och därmed bör nyttjandet av covenants skilja sig åt mellan länderna. Användningen av covenants har dock inte, i någon större utsträckning, uppmärksamats i svensk forskning. Vi har enbart funnit en doktorsavhandling av Lindahl (2000) där han utreder bankens villkor till högt belånade företagsförvärv. Han studerar vilka villkor som banken väljer att nyttja och vilken funktion de fyller. I och med att detta är den enda avhandlingen på området, ser vi en relevans i att studera ämnet då det finns kunskapsbrister kring hur covenants används i det svenska kreditsystemet. Dessa kunskapsbrister gäller både frekvens och orsaker till att covenants tillförs i kreditavtalet, vilket bör skilja sig mot tidigare forskning då denna återigen har varit fokuserad på länder med en annan typ av kreditgivningslagstiftning.

Då ämnet är outforskat i Sverige, förutom mot företagsförvärv, anser vi det vara av vikt att börja forska i ämnet på ett övergripande plan innan man börjar nischa in forskningen mot specifika användningsområden av covenants. De största aktörerna på den svenska finansmarknaden är bankerna (Svenska Bankföreningen, 2010), varvid det finns en rimlighet i att börja granska covenantsanvändningen utifrån deras perspektiv. Det har även framkommit, vid ett möte med Handelsbanken, att det finns ett ökat intresse från bankerna att studera covenants på den svenska marknaden (Larsson, 2010). Detta då covenants vanligen ingår som en del i ett större paket av säkerheter, så som borgen och panter, vilket gör att det är viktigt att förstå varför vissa väljs och att de verkligen fyller ett syfte. Handelsbanken poängterade att det vore högst relevant att kunna identifiera hur covenants används för att kunna reducera dem, men fortfarande använda covenants som täcker in bankens risker.

1.3 Problemformulering och syfte

Då det har framkommit att forskningen gällande covenants funktion på den svenska marknaden är bristfällig blir det naturligt att först undersöka hur valet av covenants går till. Detta för att få en bra grund för vidare forskning inom området. Vi har därmed valt en problemformulering enligt följande:

”Beskriva och analysera hur svenska banker använder sig av covenants i sin kreditgivning”

Vår definierade problemställning är uppbyggd av följade syften som tillsammans kommer besvara vår övergripande problemformulering:

- Kartlägga förekomsten av covenants vid kreditgivning i Sverige.
- Analysera varför svenska banker väljer att använda sig av covenants.
- Analysera vilka omständigheter som påverkar valet av covenants.
- Diskutera bankernas uppfattning kring den framtida användningen av covenants i Sverige.

1.4 Avgränsningar

Studiens syften redogör för vilken inriktning vi har valt för vår uppsats. Vi vill på ett tidigt stadium slå fast vad som specifikt kommer beröras och vad vi väljer att bortse från. Därför har vi valt att specificera några relevanta avgränsningar för att ge en mer utförlig beskrivning av uppsatsens genomförande i nästkommande kapitel; metodkapitlet.

I det inledande kapitlet har vi försökt klargöra att vi enbart studerar det initiala användandet av covenants. Därmed innefattar denna studie inte hur bankerna agerar om avtalade covenants bryts. Denna avgränsning har vi tidigare motiverat med att det finns en allmän kunskapslucka och att det till följd detta är det viktigt att först beröra hur bankerna inledningsvis agerar vid sin kreditgivning.

Då närmare en tredjedel av de registrerade bolagen i Sverige är registrerade som aktiebolag (Statistiska centralbyrån, 2011) har vi valt att fokusera uppsatsen på hur bankerna tänker och agerar när de bestämmer covenants till aktiebolag. Detta då bankernas inställning till covenants bör variera med bolagsformen, då lagstiftningen kring olika bolagsformer skiljer sig åt, och därmed väljer vi att fokusera oss enbart på kreditgivning till aktiebolag för att skapa tydlighet.

Vidare kommer vi inte studera hur covenants används vid syndikerade lån, d.v.s. då flera banker och andra finansiella institutioner går samman och erbjuder en kredit till ett företag (Bradley & Roberts, 2004). Vi har uteslutit detta område då det kräver kompromisser mellan bankerna och därmed skulle påverka studiens kvalitet, då det inte tydliggör vår problemformulering. Vi kommer därför enbart beakta bilaterala kreditkontrakt mellan bank och företag, för att få en bättre bild av hur varje enskild bank tänker och agerar vid detta förfarande.

1.5 Disposition

Metod. Kapitlet inleds med en allmän diskussion om hur våra tankebanor har utvecklats allt eftersom arbetet löpt på. Därefter definieras den teori vi använder oss av samt hur vi har gått tillväga när vi samlat in relevant information. Kapitlet fortsätter med en redogörelse för valet av ett kvalitativt angreppssätt med öppna intervjuer, där för- och nackdelar med valt förslag analyseras. Slutligen diskuteras införskaffandet och bearbetningen av vårt empiriska material och huruvida det är tillförlitligt och reliabelt.

Teori. Kapitlet består av en genomgång av de viktigaste agentteoretiska aspekterna så som agentteorins grundläggande element, agentproblem och hur dessa åtgärdas. Teorikapitlets andra hälft består av information om covenants, vilka typer av covenants som finns och vilken problematik som existerar när covenants används.

Empiri. Det empiriska avsnittet kommer bestå av en detaljerad beskrivning av vårt insamlade intervjumaterial. Inledningsvis berörs kortfattat allmän information om bankerna för att därefter redogöra för de olika fallstudierna separat. I intervjuerna har vi bland annat diskuterat varför bankerna väljer att nyttja covenants samt vilka för- respektive nackdelar som uppkommer i och med användandet.

Analys. I analysen kommer den insamlade empiriska informationen relateras till våra inledande syften och tidigare beskriven teori. Det kommer göras en analys huruvida det finns skillnader/likheter mellan bankerna och därefter undersöks om det finns skillnader/likheter med vår teori.

Slutsatser. Uppsatsen avslutas med att vi drar slutsatser från vår analys och för en diskussion kring vad dessa slutsatser har för implikation för framtida forskning, d.v.s. en diskussion om vad vi tror kan bli viktigt att undersöka inom området framgent.

2. Metod

Vi kommer inledningsvis ge en bakgrund till frågeställningens uppkomst, för att därefter fastställa varför vi valt specifik teori samt hur vi gått tillväga för att samla in vårt empiriska material. En detaljerad återgivning kring hur vi tänkte vid upprättandet av vår intervjuguide samt vilka brister vår uppsats kan innehålla diskuteras i detta kapitel.

Initialt diskuterade vi vårt ämnesförslag med Handelsbanken, eftersom det var Handelsbanken som först belyste problematiken kring covenants för oss. De upplevde att det finns en stor ovisshet kring hur användandet av covenants ser ut i bankverksamheten (Larsson, 2010). Vi förde frågan vidare till Nordea för att kontrollera om vårt ämnesval var av intresse för en större grupp av aktörer än enbart en specifik bank.

Då vi fått en bekräftelse på ämnets relevans, studerade vi forskningen som har skett på området och identifierade då en kunskapslucka gällande svenska bankers användning av covenants. Vi valde att göra fallstudier för att fylla denna kunskapslucka, då vi ansåg att syftet med uppsatsen skulle uppfyllas genom att faktiskt granska hur svenska banker använder covenants. Vi diskuterade flertal tillvägagångssätt för att hantera vår problemställning med hjälp av fallstudiemetodiken. Förslag som var frekventa och förekommande var huruvida vi skulle skapa en hypotetisk bransch och studera hur bankerna agerar i specifika situationer eller om vi skulle använda oss av existerande branschklassificeringar för att se agerandet gentemot dessa branscher. Dessa förslag förkastades av främst två orsaker då vi såg (1) en svårighet i intervjusituationerna att få fram syftet med branschkategoriseringen och (2) att det skulle uppkomma en inskränkande effekt att införa branscher och inte låta banken fritt reflektera över sitt användande av covenants. Ovanstående problematik gjorde att vi istället valde att låta bankerna diskutera sin övergripande användning av covenants och inte begränsa dessa diskussioner till några specifika situationer eller branscher.

Trots att vårt arbete tog avstamp i ett verkligt problem, valde vi att först studera teori på området istället för att konfrontera bankerna och ta reda på hur de använder sig av covenants. Detta tillvägagångssätt valde vi för att kunna bemöta bankerna på ett mer jämställt plan, utifrån ett informationsmässigt perspektiv, och även för att ha möjlighet att fokusera diskussionerna så att det fanns en relevans gentemot vår frågeställning.

2.1 Teoretiskt material

Vi har valt att bygga vår teoretiska referensram utifrån ett agentteoretiskt perspektiv. Detta har vi gjort då covenants innebär en möjlighet för banken att reducera risken för eventuella agentproblem och därmed ger de också en möjlighet för banken att åtgärda dessa i ett tidigt skede. Det borde vara rimligt att vår problemformulering kommer besvaras olika av bankerna om de lägger olika fokus vid olika aspekter av agentteorin och därmed är det viktigt att ha en klar bild över den problematik som finns inom agentteorin för att vår analys ska kunna koppla samman empiri med teori.

Inledningsvis definierar vår teoretiska diskussion agentteorin och dess grundelement, för att därefter diskutera de problem som uppstår samt hur dessa generellt kan lösas. Detta upplägg har gjorts då det är viktigt att förstå agentteorins grundläggande element innan vi slutligen diskuterar en lösning på dessa, d.v.s. covenants. Denna andra avslutande hälft av den teoretiska delen går på ett djupare plan in och belyser betydelsen av covenants vid bankens kreditgivning, vad användandet beror på samt vilka problem som kan identifieras med användandet av covenants.

För att bygga upp en bra och heltäckande teoretisk referensram har vi använt oss av flertalet olika sekundära informationskällor (Jacobsen, 2002), så som vetenskapliga artiklar, forskningsresultat och nyhetsartiklar. I vår sökning efter material har vi utnyttjat flera metoder som rekommenderas av Backman (2009). Vi identifierade nyckelord inom våra sökområden och utnyttjade dessa för att finna ett första urval av adekvata artiklar. För att komma vidare i vår litteratursökning använde vi oss därefter av de referensförteckningar som fanns i vårt första urval. Detta medförde att vi försågs med ett brett material för att kunna sammanställa en relevant bild av den forskning och de resultat som fanns på området.

2.2 Kvalitativ metod

Då banksekretessen hindrar kreditinstituten att obehörigen röja enskildas förhållande till banken (Regeringskansliet, 2004), har vi inte kunnat få fram statistik och data gällande frekvensen av covenants hos de svenska bankerna. Eftersom vi har respekterat våra fallföretag och deras sekretess gentemot sina kunder fullt ut, har vi istället valt att lägga fokus vid hur användandet av covenants ser ut. Detta har skett med en kvalitativ ansats då detta

tillvägagångssätt är mest lämpligt vid, dels ofullständig information (Wallén, 1996), dels då en förståelse för betydelse och innebörd är av intresse (Langemar, 2008).

Inom den kvalitativa metoden har vi valt att genomföra fallstudier för att besvara vår problemformulering. Detta val har vi gjort då fallstudier lämpar sig väl i komplexa situationer där fokus ligger på att förstå ett fenomen, i vårt fall covenants. Fallstudier kan ta sig uttryck i flera avsikter men vi har valt en mer undersökande vinkel då detta överensstämmer med vårt syfte (Yin, 2003). Vår primärdata (Jacobsen, 2002) har därmed samlats in via intervjuer hos våra fallföretag, vilka har varit de fem största bankerna i Sverige sett till balansomslutning². En risk med detta förfarande är insamlandet av en alltför omfattande och komplex datamängd, vilket innebär en svårighet att organisera den (Jacobsen, 2002). Detta har vi försökt undvika, genom exempelvis en intervjuguide vilket kommer redogöras för i avsnitt 2.3.4.

2.3 Empiriskt material

2.3.1 Urval av banker

Urvalet av de fem bankerna har främst grundat sig på deras storlek. Enligt en rapport från Riksbanken (2010 a) upptar dessa banker mer än 80 % av bankverksamheten i Sverige och deras balansomslutning för 2009 var klart över resterande aktörer. Via detta urval fångade vi in merparten av användandet av covenants vid svenska bankers kreditgivning. Covenants är främst ett verktyg för att hantera informationsasymmetrier och kreditrisker (Whitehead, 2009), men det kräver mycket arbete att utnyttja dessa. Därmed torde vår problemformulering besvaras effektivt genom intervjuer med de fem storbankerna då de mindre bankerna inte hanterar krediter av den storleksordningen som gör covenants gynnsam, och de har troligen inte heller en dokumenterad användning över covenants i kreditgivningsprocessen.

2.3.2 Urval av intervjuobjekt

Intervjuerna har skett med personer som är insatta i kreditgivningsprocessen och de rutiner som finns – kreditchefer, ställföreträdande chefer m.fl. – då de har den kunskap som krävs för att besvara vår problemformulering. Vid våra intervjuer har vi försökt utkristallisera hur beslutsprocessen verkligen ser ut för att ta reda på om kompletterande intervjuer med annan personal skulle vara aktuell. Det finns ofta en problematik i att chefer vill tro att

² Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank

organisationen agerar precis som förutbestämt, men detta sker sällan. Det har dock framgått att våra intervjupersoner är ytterst involverade i användandet av covenants och därför såg vi inte behovet av fler intervjuer. Våra intervjupersoner och intervjuer sammanfattas i matris 1.

	Danske Bank	Handelsbanken	Nordea	SEB	Swedbank
Intervjudatum	2011-03-23	2011-03-25	2011-04-01	2011-04-04	2011-04-04
Plats	Finanscenter Syd, Malmö	Regionkontoret, Malmö	Regionkontoret, Malmö	Huvudkontoret, Stockholm	Regionkontoret, Malmö
Namn	Jens Johansson	Ulf Larsson	Lars-Gunnar Hermansson	Mårten Karlsson	Anders Jerntorp
Position	Kreditchef, region Syd	Stf. Kreditchef, region Syd	Kreditchef, region Öresund	Sverigechef, Bank/Landanalys	Kreditchef, region Syd
År inom bank	25 år	23 år	41 år	10 år	30 år

Matris 1. Fakta om intervjuer och intervjupersoner.

Alla våra intervjupersoner har mångårig erfarenhet från banksfären och gemensamt för dem är att alla har haft en rad olika positioner inom respektive bank, med fokus mot företagssidan. Detta innebär att de har kunskap om bankens verksamhet, med djupare kännedom om bankens företagsaffärer, vilket borde göra deras svar relevanta och tillförlitliga. SEB var den bank som avvek i form av (1) kontorstillhörighet och (2) intervjupersonens position i banken, eftersom ingen i södra Sverige hade möjlighet att bli intervjuad. Trots detta påverkas inte studiens kvalitet, eftersom vi valt kontor som hanterar större krediter vilket kan sägas om både region- och huvudkontoren. Därmed ser vi att intervjuerna är jämförbara trots en avvikande intervju vad gäller kontorstillhörighet. Dock var vi noga med att, vid intervjuerna i södra Sverige, diskutera huruvida huvudkontoret för varje bank påverkar regionens användande av covenants. SEB:s representant avvek även gällande position, dock bör inte heller detta påverka kvalitén. Representanten är mycket involverad i valet av covenants då han ansvarar för många av de analyser som ligger till grund för bankens beslut, vilket ger honom den kunskap som krävs för att ge tillförlitliga svar.

2.3.3 Val av intervjuteknik

Vid genomförandet av fallstudierna har vi valt att ha öppna intervjuer (Jacobsen, 2002), för att få en klar bild över hur bankerna resonerar gällande covenants. Trots att en intervju genomfördes i Stockholm övervägde vi aldrig möjligheten att utnyttja telefonintervjuer. Anledningen till att vi förkastade denna intervjuteknik var att vi såg dessa som mindre tillförlitliga då vi inte har möjlighet att avläsa respondentens kroppsspråk och gestikuleringar. Dock skulle telefonintervjuer ha kunnat överbygga en av riskerna som finns med öppna intervjuer, nämligen att för stor och svåranalyserad datamängd samlats in (Jacobsen, 2002). Denna nackdel har vi valt att motverka på tre sätt. Till att börja med spelade vi in våra intervjuer med en diktafon, vilket gjorde att vi kunde analysera specifika delar av intervjuerna mer ingående i efterhand. För det andra skapade vi en intervjuguide, se vidare i 2.3.4, och för det tredje förberedde vi våra respondenter genom att drygt en vecka innan intervjun skicka ut en kortare intervjuguide med de övergripande ämnesområdena. Specifika frågor utlämnades för att undvika att respondenten skulle ge oss inövade svar.

2.3.4 Intervjuguidens utformning

För att kunna genomföra våra intervjuer på ett likartat sätt och därmed öka materialets tillförlitlighet, valde vi att skapa ett semi-strukturerat frågeformulär (Bryman & Bell, 2005). Denna metod gav oss möjlighet att få jämförbar information mellan bankerna samtidigt som respondenterna tilläts att fritt reflektera över utvalda ämnen. Vi startade utformningen av vår intervjuguide genom att ”brainstorma” kring övergripande kategorier vi ville beröra under våra intervjuer för att på bästa sätt besvara vår problemformulering och våra syften. De områden vi valde att diskutera var följande:

- *Övergripande fakta.* Det första området berörde i huvudsak intervjupersonens bakgrund. Denna information ansåg vi vara av hög relevans för att kunna bedöma intervjupersonens lämplighet som representant för aktuell bank. Vi valde att ta upp frågan gällande befogenheter i denna sektion för att identifiera huruvida fler intervjuer vore lämpliga.
- *Bankens syfte med covenants.* I denna del diskuterades bland annat syfte, för- och nackdelar med covenants samt hur bankerna prioriterade covenants i förhållande till

andra säkerheter. Tanken var att covenants på ett tidigt stadium skulle definieras och skapa ett övergripande perspektiv, innan mer detaljerade områden berördes.

- *Beslutsprocessen.* Det tredje delområdet fokuserade på hur bankernas beslutsprocess såg ut vid bestämmandet av covenants, med andra ord hur beslutet att använda covenants initierades. Detta område syftade till att lyfta fram aspekter kring hur bankerna tänker kring användandet av covenants samt att även skapa en grund för djupare analys gällande i vilka situationer covenants är lämpliga.
- *Situationer med covenants.* Del fyra berörde vad banken ansåg vara relevanta faktorer för att använda covenants i kreditavtalet. Vi såg detta område som avgörande för vår problemställning och valde därför att belysa flera olika faktorer och situationer som bankerna troligen borde överväga vid valet att nyttja covenants.
- *Kategorier av covenants.* Femte och näst sista delen bestod av frågor relaterade till de fem kategorierna av covenants som behandlas i slutet av vår teoridel. Även denna del var avgörande för vår problemställning men vi valde att ta en annan vinkling på frågorna jämfört med 'situationer med covenants'. Detta gjorde vi för att skapa möjlighet för banken att diskutera fler avgörande aspekter men med fokus på specifika covenants.
- *Framtid.* Det sista och avslutande området kom med hypotetiska frågeställningar där bankerna tilläts att reflektera över vad de trodde om den framtida betydelsen av covenants. Vi valde att diskutera detta för att kunna urskilja vad som kunde påverka valet av covenants framöver och ge bättre helhetsbild av covenants betydelse inom banksfären.

Vi valde dessa sex övergripande områden då de väl täckte upp våra initiala syften, samtidigt som intervjuguiden bidrog till att skapa struktur och ordning på intervjuerna (Bryman & Bell, 2005). Avsikten med att organisera formuläret på detta sätt var att få en naturlig dialog samtidigt som den möjliggjorde att relevant information verkligen framkom. De inledande frågorna var tänkta att säkerställa tillförlitligheten i materialet, men även ge välkända och enkla frågor för att intervjuerna skulle få en lättsam och mjukare start. Vi valde att lägga de avgörande delarna under intervjuernas mittsektion. Förhoppningen var att intervjupersonerna skulle uppleva en större säkerhet vid denna tidpunkt i intervjusituationen, och samtidigt inte blivit uttråkad över ett alltför utdraget samtal. Det ska poängteras att vi själva valde att

presentera oss och syftet med uppsatsen innan intervjuerna började, detta för att skapa förtroende. Avslutningen blev naturlig i och med en diskussion om kommande användning men vi gav även intervjupersonerna möjlighet att lägga till information som inte framkommit tidigare i intervjun (Jacobsen, 2002).

Den fullständiga intervjuguiden kan ses i Bilaga A.

2.3.5 Empirins utformning

I och med att intervjuerna var inspelade fanns möjlighet att framställa den information som framkommit mycket detaljerat. Vi valde därför att skildra fallen var för sig och återge dem i ingående referat, istället för att ge områdesövergripande sammanfattningar. Detta val gjorde vi då vi ansåg att en bättre förståelse skapades gällande hur varje fall hanterar covenants. Detta val medförde även att egna reflektioner kan dras utifrån vår problemformulering innan vår analys presenteras. Vidare ansåg vi att referat stärkte studiens tillförlitlighet då materialet återgavs i sin helhet och våra egna värderingar inte medförde att viktiga aspekter från intervjuerna försvann.

Eftersom vi genomfört fem olika fallstudier som resulterade i en omfattande fallåtergivning, valde vi att skapa en matris över empirin. I denna matris sammanfattade vi de viktigaste aspekterna från varje område som diskuterats under intervjuerna. Vi ansåg att matrisen tillförde mycket då den dels underlättade läsningen av det empiriska kapitlet, dels då den underlättade parallelldragningar mellan fallstudierna och våra syften i analysen.

2.4 Analysens genomförande

När vi analyserade våra fallstudier utgick vi från matrisen, då denna bröt ner empirimaterialet från de initiala frågeområdena i intervjuguiden till mer detaljerade kategorier. Detta gjorde att materialet var väl uppdelat och kategoriserat, vilket säkerställde att vi kunde genomföra en grundlig analys som besvarade våra syften.

Initialt studerades fallen som helheter och analyserades mot varandra, detta gjordes för att finna underliggande variabler som kan ha haft betydelse för de svar som framkom på de olika frågeområdena. Därefter analyserades de olika kategorierna var för sig, där empiri ställdes mot teori tillsammans med andra orsaker till svarens uppkomst. Detta genererade många olika infallsvinklar som bidrog till att våra syften och problemställning kunde besvaras.

2.5 Studiens kvalité

Valet av banker kan ha påverkat studiens kvalité och det resultat vi kommit fram till. Vi har dock bedömt att det finns en hög tillförlitlighet i vår studie, gällande hur covenants används vid svensk kreditgivning, då utvalda banker är dominerande vid svensk kreditgivning. En undersökning som täcker mindre banker torde kunna finna andra resultat, då synen på risk och hur denna hanteras kan antas skilja sig åt mellan de större och mindre bankerna. En fullständig generalisering är svår att uppnå i kvalitativa studier, då ett mindre urval möjliggör djupstudier på bekostnad av den generella bilden (Jacobsen, 2002). Vi menar trots detta att de fem större aktörerna ger en sammanfattande helhetsbild, vilket därmed fyller vårt syfte.

Den del av vår studie som vi bedömt löpt störst risk för bristande kvalité är det empiriska kapitlet. Det som kan kritiseras med vårt intervjuförfarande är att respondenternas svar är subjektiva, d.v.s. det finns ingen garanti att respondenternas svar är helt i samstämmighet med bankens ståndpunkt. Det som bör fokuseras på är källornas förmåga att ge riktig information, vilket kan analyseras genom att titta på deras närhet till området som studeras (Jacobsen, 2002). Våra intervjupersoner har god insikt gällande covenants, i och med deras positioner inom respektive bank, och borde därmed kunna ge en rättvisande bild av respektive banks agerande. Dock ska poängteras att människor är olika språksamma, vilket gjort att våra svar ibland varit kortfattade och studien skulle därmed kunnat stärkas av fler intervjuer för att få fram mer bankspecifika nyanser. Ämnets karaktär gör emellertid att fler intervjuer inte nödvändigtvis skulle stärkt tillförlitligheten. Detta då kreditavtalen är sekretessbelagda, vilket gör covenants till ett känsligt ämne att diskutera. Syftet med studien var likväl aldrig att diskutera specifika kreditavtal, vilket påtalades inledningsvis i intervjuerna, men sekretessen kan indirekt ha begränsat våra intervjupersoner då de inte velat avslöja för mycket detaljer och därmed inte diskuterat ämnet helt öppet. Trots denna problematik har vi stärkt studiens giltighet på olika sätt. Vi valde att spela in våra intervjuer för att inte missa viktiga aspekter samt för att undvika det störningsmoment frekvent antecknande skapar under intervjun. Vi gav även bankerna möjlighet att ta del av de återgivna intervjuerna, vilket Bryman och Bell (2005) benämner respondentvalidering. Fördelen med detta förfarande var att vi fick bekräftat att återgivningen var reliabel och tillförlitlig.

Utöver risken med att vi intervjuat fel person i banken ser vi problematiken kring ledande frågor som den största riskfaktor som kan påverka tillförlitligheten i de resultat som framkommit i vår analys. Med anledning av detta har vi valt att inledningsvis ställa öppna

frågor, vilket möjliggjort för intervjupersonerna att uttrycka sig med sina egna ord (Thurén, 2005). Därefter har vi valt att ställa frågor som specificerade respondenternas svar, men vi har även utnyttjat diverse ledord för att styra intervjuerna till relevanta ämnen utifall att kortfattade svar lämnades alternativt att respondenterna frångick ämnet. Dessa ledord har varit enhetliga för samtliga respondenter för att undvika missförstånd och obalans i svaren (Bryman & Bell, 2005). En ytterligare viktig åtgärd för att undvika missförstånd var att vi efter skapandet av intervjuguiden studerade den vid ett senare tillfälle. Detta för att granska ordalydelsen och jämföra om frågorna verkligen stämmer med våra intervjuteman samt att ett naturligt flöde skapats genom frågorna (Bryman & Bell, 2005). Detta förfarande har gjort att vi omarbetat intervjuguiden ett flertal gånger och på så sätt säkerställt kvalitén.

När det gäller vårt teoretiska material kan en bristfällig granskning av det rådande kunskapsläget ha gett en snäv bild och sänkt giltigheten i studien. Detta har vi till största mån undvikit genom att följa författarnas referenser bakåt till ursprungskällan och därmed har vi också skaffat oss en bredare förståelse för ämnet. Bitvis kan dock förfarandet ifrågasättas, särskilt i de teoretiska avsnitten som är av en mer generell och allmängiltig karaktär, då vi ibland är något snäva i vår framställning. Detta har dock berott på att vi vill skapa en grundförståelse och samtidigt fokusera på studiens huvudområde, covenants.

3. Teori

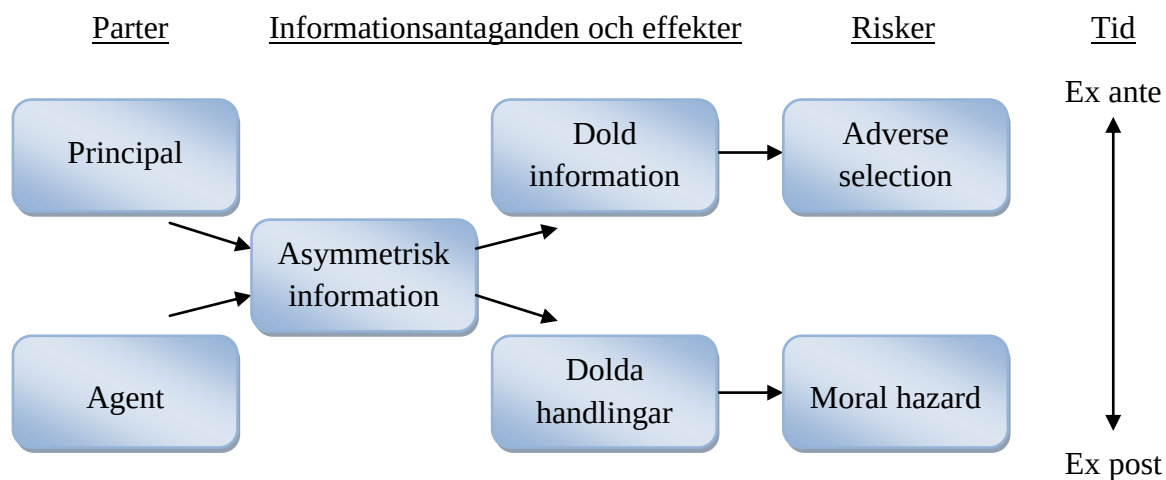
I vår teoretiska del av uppsatsen belyser vi de grundläggande element som finns i agentteorin, men ger även en djupare inblick i de problem som diskuteras inom denna teori. Vi kartlägger även den litteratur som finns gällande covenants, vilket syfte de fyller och vad andra forskare har studerat inom området.

3.1 Agentteorin

3.1.1 Agentteorins grundläggande element

Jensen och Mecklings (1976) artikel är en av de första som tar upp och diskuterar agentproblematiken. De använder metaforen av ett kontrakt för att beskriva relationen mellan en principal och en agent, där den förstnämnda delegerar arbete till agenten. De lägger fram den fundamentala insikten att det finns en risk att agenten inte verkar i principalens intresse utifall att både principalen och agenten verkar för att maximera sin egen nytta. I vårt fall motsvaras principalen av banken och agenten av kredittagaren, d.v.s. företaget, varför vi fortsättningsvis kommer använda dessa beteckningar i vår uppsats.

Ett viktigt antagande inom agentteorin gäller asymmetrisk information, vilket innebär att parterna i en agentrelation inte har åtkomst till all tillgänglig information (Rapp & Thorstenson, 1994). Föreligger informationsasymmetri i relationen mellan bank och kredittagare, blir samarbetet inte så optimalt som det skulle kunna vara och risken för adverse selection alternativt moral hazard blir mycket stor. Sambandet mellan informationsasymmetri och agentteorins risker illustreras i figur 1.



Figur 1. Sambandet mellan asymmetrisk information och risken för adverse selection respektive risken för moral hazard. (Källa: Bäckström 1998)

Riskerna kan beskrivas utifrån den informationsbrist har om företaget, men även huruvida risken uppkommer före relationens ingående, ex ante, alternativt i ett senare skede, ex post (Lindahl, 2000). När banken saknar information innan ett kontrakt skall slutas innebär detta en risk för adverse selection (Bäckström, 1998). Mer konkret kan problemet illustreras genom att banken inte fullt ut kan kontrollera att ett företag besitter de egenskaper som kredittagaren påstår sig ha. Detta ger därmed upphov till att banken får en felaktig bild av företaget (Eisenhardt, 1989), och därmed riskerar banken att sluta ineffektiva kreditavtal genom att de väljer kredittagaren som de, vid fullständig information, hade valt bort. De dolda handlingarna som företaget kan genomföra när relationen inletts kan innebära en risk för moral hazard (Bäckström, 1998). Moral hazard innebär risken att kredittagaren efter kontraktets upprättande har ett beteende som medför reducerad nytta för banken (Laffont & Martimort, 2002). Ett sådant beteende kan innebära att företaget inte har möjlighet att täcka sina löpande amorteringar och räntebetalningar till banken, då de har valt att använda sina likvida medel på andra sätt.

Utöver asymmetrisk information är agentkostnader ett viktigt begrepp inom agentteorin. När åtgärder tas för att förhindra riskerna med asymmetrisk information uppstår kostnader, vilka benämns agentkostnader (Hillier et al., 2008). För banken uppstår agentkostnader då denne måste övervaka kredittagaren för att säkerställa att kredittagaren inte maximerar sin egen nytta på bekostnad av banken. Kredittagaren å sin sida kan vidta åtgärder för att garantera banken att deras agerande uppfyller krav från banken, vilket skapar en agentkostnad ur kredittagarens perspektiv. Slutligen finns en residualförlust, vilken ses som en agentkostnad

då det är kostnader som följer av att kredittagaren trots allt väljer att handla på ett sätt som minimerar den totala nyttan (Jensen & Meckling, 1976).

Information ses inom agentteorin som en produktionsfaktor, den kan inhämtas, men det finns en förknippad kostnad (Eisenhardt, 1989). När det avtal som skrivs mellan bank och kredittagare blir mer detaljerat stiger agentkostnaderna, eftersom ett detaljerat avtal ställer högre krav på övervakning och kontroll från bankens sida samtidigt som kredittagaren åtar sig att uppfylla flertalet krav. För banken är det svårt att på förhand identifiera effektiva beslut, gällande exempelvis investeringar, som kredittagaren kan komma att behöva fatta och om avtalet ska innefatta alla olika möjligheter blir resultatet mycket komplext. Denna komplexitet gör övervakningen svår, samtidigt som det är svårt att bevisa om avtalsbrott verkligen har uppstått (Berlin & Mester, 1992). För banken är det därmed viktigt att göra en avvägning mellan kostnaden att införskaffa informationen mot vilket nytta den medför (Lindahl, 2000).

3.1.2 Agentproblem

Nämnda risker med asymmetrisk information och däri dold information och dolda handlingar leder till flertalet agentproblem. Dessa agentproblem medför att nyttofördelningen mellan banken och kredittagaren snedvrids och problemen kan delas upp i fyra övergripande kategorier; tillgångsersättningsproblem (asset substitution), underinvesteringsproblem (underinvestment), utdelningsproblem (asset withdrawal) samt utspädningsproblem (claim dilution) (Smith & Warner, 1979).

Tillgångsersättningsproblemet (asset substitution) berör svårigheten med att företag kan ha incitament i att investera i alltför riskfyllda projekt, då de kan ta del av avkastningen från en eventuell lyckad investering samtidigt som de är relativt skyddade vid ett misslyckande (Schmidt, 2006). Detta relativa skydd uppkommer genom att företaget kan genomföra de riskfyllda investeringar men med en kostnad som faller på banken som långivare om investeringen inte faller ut som tänkt (Bratton, 2006). Dessa investeringar kan medföra en helt annan riskprofil för företaget (Day & Taylor, 1998), vilket påverkar befintliga långivare.

Jensen och Meckling (1976) lyfter fram ett exempel som illustrerar problemet. En bank skulle inte låna ut \$100 000 000 till en entreprenör som endast investerar \$10 000 i sin verksamhet. Entreprenören skulle då ha ett mycket stort incitament att investera resterande summa i synnerligen riskfyllda projekt, med hög avkastning och låg sannolikhet att lyckas, då banken skulle behöva ta största delen av en eventuell förlust.

Underinvesteringsproblemet (underinvestment) innebär att ett företag inte har incitament att investera i lönsamma lågriskprojekt om de är i en situation där företaget är värt mindre än sina utestående skulder. Detta eftersom merparten av avkastningen skulle tillfalla långivaren (Schmidt, 2006). Vidare har underinvestering en stark koppling till föregående agentproblem, tillgångsersättningsproblemet. Underinvestering kan ofta förklaras genom att företagen väljer bort att investera i säkra tillgångar som genererar en löpande avkastning till banken till förmån för mer riskfyllda tillgångar vilket förklaras mer ingående under tillgångsersättningsproblemet. I sin artikel har Smith och Warner (1979) citerat Myers, 1977, som menar att företag har en mängd säkra potentiella framtida investeringsmöjligheter, vilka kan riskeras att inte bli genomförda på grund av situationen med underinvestering. Underinvesteringen kan ibland även refereras till som ett överhäng av skulder, som vanligtvis benämns debt overhang i den engelska litteraturen (Lamont, 1995). Detta då risken för underinvestering blir som störst i bolag som har en stor andel skulder i förhållande till eget kapital, då långivare som tidigare nämnts skulle fånga merparten av avkastningen.

Utdelningsproblemet (asset withdrawal) innebär att ett företag och dess aktieägare som är på väg att komma i finansiella svårigheter, och kan vara nära konkurs, har ett incitament att minska sina investeringar för att istället ta ut pengar från verksamheten (Berk & DeMarzo, 2007). Detta kan ske i form av ökade utdelningar till aktieägarna, vilket kan leda till minskat värde på företaget. Värdeminskningen beror på att lönsamma investeringar ges upp på bekostnad av utdelningsökningar och på detta vis reduceras nyttan för banken (Day & Taylor, 1998). Day och Taylor (1998) nämner ett exempel som innebär att ett företag kan sälja merparten av sina tillgångar för att sedan leasa dem istället, och därefter betala ut försäljningsintäkterna som utdelning till aktieägarna. Detta förfarande torde kunna innebära att bankens säkerheter i företaget minskas i och med försäljningen av tillgångar och därmed minskar deras möjligheter att få betalt för sina lån i händelse av en eventuell konkurs (Schmidt, 2006).

Vidare för Day och Taylor (1998) en diskussion om att ett företag kan ha en alltför aggressiv syn på utdelningar och de menar att företaget kan ha en drivkraft att använda sina kassaflöden till utdelningar istället för att betala tillbaka sina skulder till sina långivare. Ledningen för ett företag kan ha ett incitament att bibehålla sin tidigare nivå på utdelningar, alternativt öka nivån, då detta sänder ut positiva signaler till potentiella investerare om att företaget tror på framtida vinstpotential (Berk & DeMarzo, 2007). I vissa fall kan den bibehållna alternativt ökade utdelningsnivån enbart uppnås genom att företaget minskar på sina utgifter, vilket kan

leda till sämre värde för företaget som helhet och således även långivarna, om utgifterna som skärs ner är av sådan art att företagets kärnverksamhet påverkas negativt (Day & Taylor, 1998).

Utspädningsproblemet (claim dilution) innebär risken att företag tar upp nya lån, för att exempelvis investera i nya projekt. Detta medför att risken för att företaget inte kommer kunna täcka sina lånekostnader ökar. (Schmidt, 2006). Vidare menar Day och Taylor (1998) att upptagandet av nya lån är problematiskt eftersom de kan påverka i vilken prioritet den ursprungliga krediten skall återbetalas i händelse av en konkurs. Nya lån kan därmed skapa en helt annan kapitalstruktur och därmed även påverka bankens risk (Day & Taylor, 1998). Smith och Warner (1979) och Bratton (2006) för samma resonemang, vilket bygger på att värdet för befintliga långivare reduceras om ett företag tar nya lån med samma eller högre prioritet i händelse av en likvidation.

Vidare menar Bratton (2006) att ett företag har incitament att låna mer pengar kontinuerligt, vilket därmed kan innebära att företaget får en förändrad skuldsättning som kan påverka bankens risk gentemot företaget. Hans resonemang tar sin utgångspunkt i ”the pecking-order-theory” som säger att en ny investering i första hand görs genom att ta av interna medel, exempelvis balanserad vinst, och först om detta inte är möjligt används externt kapital. I detta fall prioriteras ny skuldsättning och som en allra sista utväg väljer ett företag att öka eget kapital (Myers, 1984). Nya stora investeringar, där det inte går att använda tillräckligt med nödvändiga medel från balanserad vinst, kan därmed innebära att ett företag tenderar att istället öka sin skuldsättning (Bratton, 2006).

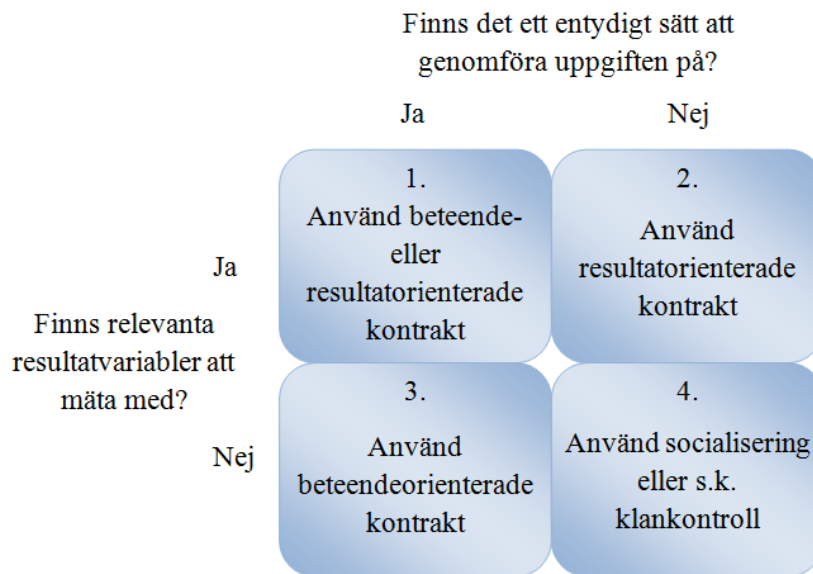
3.1.3 Hur åtgärdas agentproblemen?

Vid ingåendet av ett kreditavtal sker inledningsvis en kreditbedömning av återbetalningsförmågan hos kredittagaren (Broomé et al., 1998). Detta sker för att identifiera information som kan påverka om banken är intresserad av företaget som potentiell kund och på så sätt förhindra adverse selection. I denna process bär främst banken agentkostnaderna genom att banken samlar information och försöker reda ut vad som är relevant gällande kredittagaren. Broomé et al. (1998) menar att företagets tidigare bankaffärer är av betydelse vid kreditbedömningar, då banken ofta favoriserar kunder med ett tidigare stort engagemang i banken. Orsaken till detta är bankens egna krav på lönsamhet samt att konkurrensen om de stora företagskunderna vanligtvis är stor. Även Eisenhardt (1989) påpekar att en utbredd

relation med kredittagaren gör det lättare för banken att bedöma och samla in information om företagets löpande verksamhet.

Efter ingåendet kan agentproblemen reduceras genom att skapa motiv för företaget att verka i bankens intresse, och därmed begränsa företagets oönskade aktiviteter (Jensen & Meckling, 1976). Dessa motiv kan ges på två sätt, genom incitamentsbaserade lösningar samt övervakning (Bäckström, 1998). Vid incitamentsbaserade lösningar bedöms kredittagarens beteende och belönas utifall detta överensstämmer med bankens önskemål. Belöningar kan vara justerade räntor, s.k. performance pricing (Asquith, Beatty, & Weber, 2005). I detta fall tar banken på sig merparten av agentkostnaderna, då det är banken som säkerställer att moral hazard inte sker genom att kontrollera att fastställda beteenden följs. Dock är det inte enbart kontrolleringen som blir en kostnad för banken, det uppstår även en inkomstförlust om räntorna behöver justeras till kredittagarens favör. Det andra alternativet är att övervaka kredittagarens prestationer, eller med andra ord de resultat som kredittagaren kan uppvisa. Här flyttas agentkostnader till kredittagaren som måste säkerställa att överenskomna resultat uppnås och därmed måste agera för att nå dessa. Resultat innebär inte enbart verksamhetens ekonomiska resultat utan kan vara mätt i andra faktorer så som att soliditeten ska upprätthållas på specifika nivåer. De aktioner som tas för att nå exempelvis ett visst soliditetsmått hade kredittagaren kanske avstått ifrån om det inte funnits särskilda krav från banken och dessa extra aktioner skapar agentkostnader för kredittagaren.

Banken kan därmed åtgärda agentproblemen genom att styra kredittagarens beteende eller resultat. Skillnaden mellan resultat och beteende är huruvida det går att avgöra en uppgifts utförande på förhand. Kan de nödvändiga stegen för att genomföra uppgiften specificeras blir beteendestyrning aktuell, men är de faktorer som leder fram till uppgiftens fullbordan okända är det istället aktuellt med resultatstyrning (Ouchi, 1979). Soliditeten i företaget kan exempelvis justeras på flera sätt, om de olika tillvägagångssätten inte är klart definierade så blir beteendestyrning problematisk. I den typen av situation är det istället bättre att fastställa en specifik nivå som soliditeten ska vara, ett resultat. Detta samband visas i figur 2.



Figur 2. Hur skilda förutsättningar påverkar val av kontraktsform (Källa: Rapp och Thorstenson, 1994)

Kreditgivning till företag är därmed beroende av huruvida banken känner till relevanta beteenden eller enbart kan identifiera resultatet som uppkommer från flera olika handlingar. Det som i figur 2 benämns som socialisering innebär att banken fullt ut känner tilltro till sin kredittagare och därmed ger krediter helt utan säkerheter och villkor. Detta då kredittagaren vid socialisering helt och hållet agerar i bankens intresse utan incitament, vilket är en utopi.

3.2 Covenants

3.2.1 Användning och syfte med covenants

Den mest frekventa användningen av covenants återfinns i de anglosaxiska ländernas kreditavtal (Niskanen & Niskanen, 2004) och i USA ses covenants som ett av de viktigaste medlen för att skydda bankerna mot kreditförluster (Schmidt, 2006). Detta beror på att USA har en annan typ av lagstiftning jämfört med Sverige när det gäller säkerheter i kreditavtalet, vilket har medfört att covenants har framträtt som ett rimligt skydd för de amerikanska bankerna. Vid beviljandet av en kredit kan flertalet covenants, kreditrestriktioner (Hillier et al., 2008), skrivas in i avtalet och utformningen av dessa varierar. Covenants kan behandla finansiella nyckeltal, så som soliditet och likviditet, men även diverse förbindelser som företaget åtar sig att uppfylla (Broomé et al., 1998; Sagner, 2009). Med andra ord är covenants ett medel som kan användas för att styra både kredittagarens beteende samt dennes

resultat. När kreditavtalet tillförs covenants som banken kontinuerligt kontrollerar menar Whitehead (2009) att det finns en ”trip wire”, d.v.s. en varningssignal, i avtalet som på ett tidigt stadium indikerar att det finns en potentiell kreditrisk. Skulle det påvisas att avtalade covenants har brutits förflyttas kontrollen till banken som kan välja en utgång som är önskvärd ur bankens synvinkel men som kan ha negativa effekter på kredittagarens investeringsmöjligheter (Chava & Roberts, 2008). Banken kan i detta skede genomföra omförhandlingar gällande villkoren, vilket är en fördelaktig möjlighet då det ökar effektiviteten och flexibiliteten i kreditavtalet (Berlin & Mester, 1992).

Det övergripande syftet med covenants är att skydda banken från kreditrisker genom att minimera agentproblematiken (Whitehead, 2009). I en perfekt värld, där covenants kan bli omförhandlade utan några kostnader, kan banken bli skyddad fullt ut och säkerställa att företaget agerar i enlighet med bankens intressen (Schmidt, 2006). Dock existerar informationsasymmetrier mellan banken och kredittagaren och valet av covenants är därmed beroende av den information banken kan tillskansa sig gällande framtida förändringar i kredittagarens verksamhet (Demiroglu & James, 2010). Den information som finns tillgänglig avgör därmed vilken styrprincip, beteende eller resultat (Rapp & Thorstenson, 1994), som väljs. Covenants som exempelvis täcker in kredittagarens beteende, är inte relevanta om det inte finns information gällande beteendet och bör därmed inte användas.

Införandet av covenants delar mycket av agentkostnaderna mellan banken och kredittagare, då banken inte längre behöver informera sig lika mycket gällande kredittagarens återbetalningsförmåga utan istället dikterar villkoren för hur kredittagaren ska agera. På så vis påförs kredittagaren en stor del av agentkostnaderna då företaget måste upprätthålla villkoren, dock finns det kvar kostnader hos banken eftersom valda covenants måste följas upp kontinuerligt. Trots att syftet med covenants är att skydda bankens intressen är det viktigt att utvalda covenants inte begränsar företagets möjligheter att växa och nå framgång i sin verksamhet då banken också främjas av denna eventuella positiva händelseutveckling (Box, 2010; Gârleanu & Zwiebel, 2009).

3.2.2 Kategorier av covenants

Covenants fyller en viktig funktion i kreditavtalet, och de covenants som finns kan delas in i kategorier beroende på hur de uppfyller överbyggandet av agentproblematiken. Smith och Warner (1979) har gjort en klassificering av covenants, där styrprincipen bygger på beteende:

Produktions-/investeringsbaserade covenants säkerställer att kredittagaren inte åtar sig projekt som genererar ett negativt nuvärde, exempelvis genom att definiera tillåtna investeringar, när företaget kan sälja av sina tillgångar samt restriktioner gällande fusioner (Smith & Warner, 1979). Tanken är att företaget förhindras att åsidosätta statusen på bankens krav men också säkerställa att risknivån inte förändras markant för banken (Bratton, 2006). Detta har Smith och Warner (1979) illustrerat genom att citera Black, 1976, som menar att företaget med lätthet kan undkomma skuldens börda genom att sälja alla tillgångar, dela ut vinsten och lämna kreditgivaren med ett tomt skal. Genom att tillföra den här kategorin, är tanken att förhindra agentproblemen gällande tillgångsersättning men även underinvestering.

Utdelningsbaserade covenants används då det kan vara svårt att specificera vad som är tillåtna investeringar. En restriktion av denna typ gör att kredittagaren exempelvis förhindras att ignorera underhållskostnader för att kunna påvisa en hög vinst som ger möjlighet till högre utdelningar (Hillier et al., 2008). Genom dessa covenants förhindras utdelningsproblematiken men även underinvestering då företaget tvingas hålla kvar kassaflöden i företaget. På så viss finns möjligheter för företaget att ta sig an nya, säkra investeringar. Det ska dock poängteras att utdelningsrestriktioner inte enbart berör kontantutdelningar utan även återköp av aktier (Smith & Warner, 1979). Restriktioner när det gäller utdelningar berör ej enbart belopp utan kan även innefatta hur ofta dessa får ske, frekvens, samt vem som är mottagare (Bradley & Roberts, 2004).

Finansieringsbaserade covenants kan utformas dels genom att förbjuda upptagandet av nya lån, dels genom att se till att prioriteten på nuvarande lån inte förändras (Smith & Warner, 1979). Det första benämns ofta negativklausul (Andrén, Eriksson, & Hansson, 2003). Korsvis förfall är ett annat exempel på finansieringsbaserade covenants, vilket innebär att ett ouppfyllt åtagande gör att alla övriga låneförbindelser förfaller hos banken (Andrén et al., 2003). Smith och Warner (1979) anser dock att finansieringsbaserade covenants är mindre lämpliga då framtida finansieringsbehov är svårt att förutsäga, vilket kan medföra att lönsamma projekt som gynnar företaget och banken hindras. Denna kategori av covenants ska förhindra att utspädningsproblemet uppkommer.

Förtroendeskapande covenants är till för att ge banken en trygghet, då de kräver att kredittagaren ska agera på ett visst sätt (Day & Taylor, 1998). Därmed reduceras informationsasymmetrin generellt sett mellan kredittagaren och banken. De beteenden som kan krävas genom dessa covenants kan ta sig uttryck i att kredittagaren lämnar rapporter till

banken med jämna intervall, att de inte ändrar redovisningsteknik i vissa frågor, att lagar efterföljs och att meddelande lämnas huruvida det har skett en överträdelse av givna covenants eller inte. Alla dessa krav syftar till att minska de kostnader banken har för att övervaka kredittagaren (Smith & Warner, 1979).

I senare artiklar kategoriseras covenants endast som positiva eller negativa (Day & Taylor, 1998; Bratton, 2006; Paglia, 2007) men grundtanken i Smith och Warners (1979) resonemang finns kvar i dessa begrepp. Positiva covenants jämföras med företroendeskapande då de definieras som krav på ett visst beteende och gäller mestadels administrativa frågor (Bratton, 2006). Negativa covenants å andra sidan hindrar kredittagarens beteende (Paglia, 2007), och kan ses innehålla alla typer av Smith och Warners resterande kategorier. I Niskanen och Niskanens studie (2004) identifierades att negativa covenants är betydligt vanligare än positiva.

Vanligt är också att diverse finansiella nyckeltal definieras som covenants i kreditavtalet (Gârleanu & Zwiebel, 2009; Bradley & Roberts, 2004; Cotter, 1998). Enligt Day och Taylor (1998) kan denna typ av covenants komma till uttryck i både den positiva och negativa kategoriseringen. Denna femte kategori, *redovisningsbaserade*, utgår därmed från de finansiella rapporterna och har resultat som styrprincip. Styrprincipen kommer till känna då denna typ av covenants uttrycks i termer av finansiella kvoter eller definierar vissa nominella miniminivåer som måste upprätthållas (Lindahl, 2000), därmed är det upp till kredittagaren att vidta de åtgärder som krävs för att säkerställa avtalade kvoter. Denna typ av covenants kan på så sätt indirekt fånga in flertalet agentproblem då exempelvis utdelningar kan begränsas genom nyckeltal kopplade till balansräkningen.

3.2.3 Informationsasymmetri och valet av covenants

Asymmetrisk information snedvrider förhållandet mellan bank och kredittagare men genom att införa covenants ges banken makt gentemot kredittagaren. Denna makt uppkommer genom att banken kan kräva in betalningarna tidigare om det kan påvisas att kredittagaren inte längre uppfyller uppsatta covenants. När covenants skrivs är det därmed viktigt att de bygger på verifierbar info, så att banken kan kräva in sina rättigheter samtidigt som utvalda covenants måste generera information som inte är tillgänglig för allmänheten (Rajan & Winton, 1995). En viktig aspekt för att incitament för övervakning ska finnas är att banken får ta del av de fullständiga fördelarna av övervakningen och inte behöver dela med sig av denna till andra

kreditgivare, banken behöver med andra ord vara främsta förmånstagare (Cheol, 2000). Den information som krävs för övervakning kan vara kostsam att införskaffa och det kan i slutändan vara svårt för banken att genomdriva önskvärda åtgärder, vilket gör valet av covenants till en avvägning mellan de agentkostnader som uppstår gentemot de fördelar de genererar (Jensen & Meckling, 1976).

Information är viktigt för att fastställa att banken verkligen får korrekt skydd mot kreditrisker, men covenants kan även fylla en annan funktion i form av kommunikationskälla. I sin artikel har Demiroglu och James (2010) citerat Zimmerman, 1975, som menar att kreditavtalet och dess covenants ger en signal om vad som förväntas av kredittagaren. I vissa fall kan det ur kredittagarens synvinkel vara fördelaktigt med covenants då det kan vara en kommunikationskanal mot banken och överbygga informationsasymmetrier. Överbyggandet sker genom att kredittagaren kan påvisa en trovärdigare verksamhet genom att överföra privat information om verksamhetens framtida åtagande till banken (Gârleanu & Zwiebel, 2009). Orsaken till att denna information ges till banken, alternativt att extra åtgärder tas som ej har stipulerats i avtalet, kan bero på att trovärdighet kan styrka relationen med banken. På så sätt reduceras striktheten i avtalen som skulle kunna innebära högre agentkostnader än de som skapas när den privata informationen ges.

3.2.4 Faktorer som avgör valet av covenants

Att bestämma vilka covenants som ska ingå i ett kreditavtal kan vara en svår balansgång, då det inte ska finnas ”för mycket” kontroll samtidigt som valda covenants måste vara relevanta och ge banken ett önskvärt skydd (Hamm, 2008). De covenants som väljs bör vara i linje med företagets grundläggande strategi, för att undvika betungande åtagande som hindrar ledningen att vara flexibla i sitt beslutsfattande (Verde, 1999). Banken väljer covenants för att skydda sina egna intressen men det är en ”ge-och-ta”-process och syftet är att företaget ska kunna växa då detta även är gynnsamt för banken (Box, 2010). Det har påpekats att covenants är särskilt verksamma i situationer där kredittagarens affärsinriktning förväntas ändras, exempelvis vid kraftigt förstärkta intäkter (Verde, 1999).

Studier som berör bakomliggande faktorer till covenants något mer ovanliga än studier gällande exempelvis brytande av covenants. I Australien fann Cotter (1998) att en förklaring bakom användandet av redovisningsbaserade covenants låg i företagsstorlek, branschtillhörighet och kreditrating. Hennes studie grundade sig på intervjuer med de största

bankerna i Australien och därefter skapades intervjuformulär som skickades ut till de större men även de mindre bankerna i landet. Enkäterna baserades på fyra olika branscher, vilka hade framkommit som utmärkande när det gäller covenants i intervjuerna, samt tre olika indelningar vad gällde företagsstorlek. Resultatet som kom in via enkäterna granskades för att kontrollera hur strikta intervallen var för olika företagsstorlek samt branscher, men även hur ofta de användes. Enkäten uppvisade att redovisningsbaserade covenants inte enbart kan förklaras med dessa variabler och via intervjuer framkom att andra faktorer så som kreditrating spelar in men att valet av covenants främst skedde på en individuell bedömning av företaget och dess situation.

I Finland genomfördes en studie av kreditgivning till mindre företag, jämfört med studier som utförts i USA, där enkäter skickades ut till företagen i en särskild region som skulle besvara frågor gällande företagskaraktäristik, bankrelation, lån och covenants (Niskanen & Niskanen, 2004). Via dessa enkäter framkom det att fördelningen av covenants över branscherna var relativt jämn, men att covenants oftare inkluderades i lån till större företag med hög tillväxt. När det gällde typ av covenants var redovisningsbaserade minst använt jämfört med övriga kategorier av covenants. Det framkom även att de lån som var utan covenants vanligen hade samma löptid som lån med covenants. Att företag med tillväxtmöjligheter tillförs covenants är ett samband som även har identifierats av Bradley och Roberts (2004). Demiroglu och James (2010) menar att strikta covenants tillförs de mest riskfyllda företagen för att minska agentkostnaderna, samt att företag i en tillväxtfas tillförs fler covenants som inte är lika strikta. Detta beror på att företagsledningens beslutsflexibilitet inte ska förhindras, då snabba beslut ofta är avgörande i snabbt växande företag.

I den studie som Bradley och Roberts (2004) genomfört, undersöktes ca 3 000 företag och de lån som dessa upptagit under perioden 1993-2001. Resultatet som framkom var att avgörande faktorer för strukturen på covenants beror på bankens och kredittagarens egenskaper tillsammans med makroekonomiska faktorer. En egenskap hos kredittagaren som är positivt korrelerad med införandet av covenants är volatiliteten i kassaflödet samt hur finansieringen har skett. Även Couters (1998) studie visade att företagets val av finansiering utmärkte hur strikta covenants som valdes. Genom att känna till företagets skuldsättning och kunna begränsa denna, ges banken en trygghet i att kredittagaren inte tar på sig mer skulder än de kan bära (Verde, 1999). Makroekonomiska faktorer som kan påverka valet av covenants är nuvarande räntegap tillsammans med finansiell oro på aktiemarknaden (Bradley & Roberts,

2004). Enligt den studie som ALMI (Dec, 2010) genomfört, ökade bankens villkor markant under den gångna finanskrisen.

En annan faktor som lyfts fram som påverkar valet av covenants är den tidigare relationen med kredittagaren (Eisenhardt, 1998; Whitehead, 2009). En tidigare relation med kredittagaren kan minimera antalet covenants alternativt göra dem mindre strikta. Detta är dock inte alltid optimalt, särskilt om kredittagaren väljer att genomföra ett, för denne, ovanligt projekt eftersom bankens möjliga åtgärder vid stora risker har begränsats. Att minska sin kontroll över en känd relation kan därför medföra kreditförluster i slutändan och därför är det viktigt att alltid överväga sina covenants och kontinuerlig övervaka dem så att problem identifieras på ett tidigt stadium och därmed kan åtgärdas (Nishanian & Wallace, 2009).

3.2.5 Problem med covenants

Vid bestämmandet av vilka covenants banken skall använda finns en rad problem som kan uppstå. Schmidt (2006) hävdar att det, i en oviss värld, är nästan omöjligt att utforma ett kreditavtal med covenants som täcker upp för alla eventuella scenarior som ett företag kan möta. En problematik kan uppstå om kredittagaren är förhindrad att genomföra fördelaktiga projekt eftersom de är begränsade av sina covenants. Därmed försämrar inte enbart företagets finansiella ställning utan även bankens, då dessa projekt även är fördelaktiga för banken. Day and Taylor (1998) har ett liknande resonemang som Schmidt (2006), där de berör två ytterligare problem som kan uppstå. De menar att covenants kan skapa incitament för företagsledningen att manipulera resultatet samt kringgå situationer i sin verksamhet, för att exempelvis kunna upprätthålla sina covenants. Dessa tänkbara problem innebär att det är nödvändigt att kunna omförhandla valet av covenants i kreditavtalet (Schmidt, 2006).

Covenants kan även medföra en risk att banken inte kan agera när det, ur bankens synvinkel, hade varit önskvärt. Detta då det krävs att avtalade covenants ska brytas för att banken ska kunna vidta sanktioner. Hade avtalet inte varit behäftat med covenants hade banken kunnat agera tidigare när risknivån ökar (Rajan & Winton, 1995). Det är därför viktigt att valda covenants väljs med omsorg, dels för att inte begränsa kredittagarens möjliga agerande, dels för att banken ska känna sig trygg. Covenants som väljs utifrån gamla vanor och där banken inte överväger effektiviteten av dem i det enskilda fallet kan därmed få betydande konsekvenser (Sagner, 2009).

4. Empiri

I kapitlet presenteras de fem fallstudier som har genomförts. Inledningsvis ges en allmän bild av bankens strategi och struktur, därefter följer en återgivning av de intervjuer som har genomförts baserat på den intervjuguide som tidigare har presenterats. Fallen bygger på vardera en intervju och presenteras i bokstavsordning. I slutet av kapitlet återfinns en matris som sammanfattar de viktigaste aspekterna från fallstudierna.

4.1 Danske Bank

Danske Bank har varit verksam i Sverige sedan 1997 och finns även i Danmark, Norge, Finland, Irland samt de baltiska länderna och ger service till cirka 5 miljoner kunder. Merparten av utlåningen till företag, 68 %, vänder sig till små och medelstora företag. Koncernens balansomslutning uppgick under 2010 till 3881 miljarder svenska kronor per den 31 dec 2010³ (Danske Bank, 2010). I Sverige består Danske Bank av 15 provinsbanker, 4 finanscenter och 60 kontor med 1 200 anställda. Styrkan i banken är förmågan att kombinera en stor verksamhets resurser med ett lokalt engagemang. Provinsbankerna möjliggör korta beslutsvägar inom organisationen, då de är självständiga affärsenheter, och skapar en entreprenörskultur med utpräglad lokalkännedom. I finanscentren har banken samlat sina specialisttjänster, för att säkerställa att kunderna har tillgång till all kompetens som finns i organisationen (Danske Bank, u.å).

4.1.1 Bankens syfte med covenants

Covenants används främst till företag som av olika skäl inte vill ställa säkerheter till banken. Ofta är detta företag som har flera bankförbindelser och vill likabehandla sina bankkontakter, vilket gör covenants till ett alternativ att arbeta med. Konkurrensen mellan bankerna har till stor del drivit fram användandet av covenants, särskilt efter utlåningstaket avskaffande. Numera har konjunkturuppgången på 90-talet lett till en ökad användning av covenants även till mindre företag, d.v.s. företag med en omsättning mindre än en halv miljard SEK.

När frågan kommer upp gällande vilka fördelar covenants innebär, blir Jens svar:

”Ska man vara lite sådär utmanande så, sett för banken, finns det egentligen inte så många fördelar med att jobba med covenants”.

³Omräknat efter DKK-kursen per den 30 dec 2010 som uppgick till 120,75 SEK för 100,00 DKK (Sveriges Riksbank, 2011).

Detta eftersom covenants enbart är en uppsägningsgrund för banken. Alternativen, så som panter och borgen, innebär att bankerna kan realisera sina anspråk på företagen i betydligt större omfattning. En fördel är dock att covenants ger klara och tydliga spelregler, gällande exempelvis prissättningen som påverkas av uppfyllandegraden. Nackdelar är att covenants, särskilda villkor som Jens kallar det, kan hamna i strid med de allmänna. De allmänna villkoren ger ofta banken ett större utrymme att komma ur den risk som kan uppstå. Covenants ger inte alltid denna möjlighet då kredittagaren kan argumentera för att de fortfarande upprätthåller avtalade nivåer, vilket kan verka hämmande för bankens möjligheter att agera. Vidare menar Jens att det är svårt att låsa in alla potentiella risker som finns genom att använda covenants.

Om kredittagaren riskerar att bryta sina covenants är de skyldiga att informera banken om detta. Det finns även en löpande rapporteringsskyldighet, via att s.k. ”compliance certificate” där kredittagaren bekräftar att de uppfyller sina covenants. Detta görs vanligtvis kvartalsvis.

4.1.2 Beslutsprocessen med covenants

Det finns egentligen två olika sätt som kan leda till att covenants används. För det första kan större företag starta en bankupphandling, där de uppskattar vilka nyckeltal de kan klara av i framtiden. Därefter ges en offertförfrågan till olika banker där företagets prognoser presenteras och banken får ta ett beslut om det kan vara aktuellt att ta sig an krediten. Detta följs av förhandlingar i vilka kredittagaren kan ha ett förhandlingsöverläge om det finns flera banker som är intresserade. Det andra alternativet är att företagen ber sin bank om en kredit, vilket medför en betydligt mer omfattande förhandlingsprocess. Här blir covenants ofta ett alternativ när krediterna passerar en viss nivå, beloppsmässigt eller gällande säkerheter, och då lämnar kontoren vidare dessa till Jens avdelning där banken arbetar med personliga beviljningsrätter. Detta innebär att det är Jens som har befogenhet att bevilja dessa typer av krediter för sin region, vilket bygger på att snabba beslut ska kunna fattas. På central nivå finns en kreditavdelning i Stockholm och där har den svenska VD:n beviljningsrätt, vilket han i sin tur har delegerat till den svenska kreditchefen. Eftersom Danske Bank till stor del är en dansk bank skall det poängteras att vissa kreditbeslut måste fattas i Danmark.

4.1.3 Situationer med covenants

Flertalet kännetecken hos kredittagaren påverkar användningen av covenants, vilka är kassaflöde, skuldsättning och företagets möjlighet att täcka sina räntebetalningar. Banken är nästintill helt ointresserad av resultaträkningen. Det viktiga är att kredittagaren har ett kassaflöde som klarar en högre skuldsättning. Därmed påverkas användningen av covenants även av storleken på företag samt den tillväxt som finns. Kredittagare med hög tillväxt avstår ofta från att lämna säkerheter, covenants säkerställer då att kredittagaren använder krediten på rätt sätt. Gällande företagsstorleken säger Jens att covenants används till nästan alla större företag, men bara få procent av krediterna till mindre bolag är behäftade med covenants.

När det gäller bransch menar Jens att valet av covenants är mer beroende av vilken typ av kapitalbindning som företaget har, exempelvis har handelsbolag ofta inte så stor kapitalbindning som mer anläggningstunga industrier vilket möjliggör snabbare reaktion vid förändringar för handelsbolaget. En specifik bransch som ofta ges covenants kan därmed inte pekas ut, utan det avgör är kundens storlek och förhandlingsläget. En tidigare relation med kredittagaren är alltid fördelaktigt, då verksamheten och ledningskompetensen är känd vilket gör arbetet med att ta fram covenants enklare.

Gällande kreditens kännetecken så blir covenants, särskilt finansiella, vanligare vid längre löptid för att motverka risken som tas genom att handlingsutrymmet för banken begränsas. Även typen av kredit är viktig gällande när covenants används. Förvärvskrediter är de med störst andel covenants, detta då risken är stor i och med att återbetalningen ska genereras från det uppköpta bolaget vilket måste vara korrekt värderat.

Sett till makroekonomiska faktorer så finns tydliga indikeringar på att konjunkturer spelar in gällande valet av covenants. Under 2007 skedde oerhört mycket förvärvstransaktioner och konkurrensen mellan bankerna var stor, vilket innebar mycket få covenants i kreditavtalen. Det blev en sur erfarenhet för bankerna när finanskrisen kom och därefter har det inte heller varit lika stort användande av covenants.

4.1.4 Kategorier av covenants

De vanligaste redovisningsbaserade eller finansiella covenants som banken använder är:

- Nettoskuld/EBITDA.
- Räntetäckningsgrad.

- EBITDA/Finansnetto.
- Nettoskuld/Eget kapital.
- Free Cash Flow (FCF) /Amorteringar

Som tidigare nämnts så används dessa nyckeltal av banken för att kontrollera att kredittagarens kassaflöde kan hantera en högre skuldsättning.

Produktions-/investeringsbegränsande covenants används sällan, och nästintill uteslutande för förvärvskrediter. Banken utgår från ett "base-case", d.v.s. kassaflödesprognos, vilket kredittagaren beräknar för kommande 1-5 åren. Prognosen ligger till grund för bestämmande av löpande nettoinvesteringsbehov, och utformningen av covenants bli investeringsbehovet med ett "head-room", högsta tillåtna avvikelse som får ske från utsatt nivå.

Utdelningsrestriktioner, eller värdeöverföringsförbud som Jens kallar det, är de enskilt vanligaste covenants och de förekommer även bland mindre kunder. De utformas så att banken vanligen måste godkänna eventuella utdelningar hos företaget. Skulle en utdelning ske, finns en uppsägningsgrund men medlen är då redan överförda till ägarna vilket gör att banken inte kan få ut något. Därför strävar banken efter att skriva in ägaren i kreditkontraktet, genom att ägaren exempelvis förbinder sig att inte ta emot utdelningar. Därmed finns möjlighet att stämma ägaren och realisera sin fordran om dessa covenants bryts.

De finansieringsbegränsande covenants som banken använder är dels negativklausul, dels asset protection clause. Negativklausulen används typiskt sett när bolaget har flera bankförbindelser och säkerställer att ingen bank hamnar i sämre sits. Asset protection clause å sin sida tillåter företaget att belåna sina tillgångar upp till en viss nivå. Exempelvis om företaget har en checkkredit, så får denna endast utnyttjas i förhållande till exempelvis utestående kundfordringar. I detta fall har banken inte så stor kontroll, utan det blir en förtroendefråga genom att kredittagaren själv känner till huruvida bolaget bryter mot avtalet.

Slutligen finns förtroendeskapande covenants vilka ofta innebär att företaget förbinder sig att:

- inte ändra inriktning på sin verksamhet.
- inte förändra ägarstrukturen.
- lämna information på regelbunden basis till banken

Denna utformningen är mer specifik jämfört mot de övriga kategorierna, här blir det ofta konkreta förbud. När det gäller ägarskapsklausulen uppstår denna eftersom det är p.g.a.

ägaren som banken väljer att vara bank åt bolaget och därmed blir det en begränsning för ägaren då denne inte kan sälja sitt bolag.

Gällande helhetsbilden av dessa kategorier ser Jens att de mest vanligt förekommande är utdelningsbegränsande och finansieringsbegränsande följt av redovisningsbaserade. Det finns en gräns för hur många covenants som används, 2-3 st när det gäller de finansiella, och det beror främst på svårigheten i att kontrollera att de verkligen åtföljs.

4.1.5 Bankens framtida syn gällande covenants

Jens tror inte att det kommer hända så mycket nytt på området utan han tror användandet kommer rulla på ungefär som det gör idag, men de kommer bli restriktivare när det gäller krediter till större företag. Dock hade banken egentligen velat minska sitt användande av covenants på grund av tidigare nämnda nackdelar, främst gällande svårigheten i att agera. Till mindre bolag kommer det troligen finnas ett större motstånd från banken, då covenants inte är optimalt ur ett riskperspektiv. Dock önskar han att det inte blev vanligare framöver utan snarare minskar då det ofta är en källa till bekymmer för en bank. I och med att bankerna ställer högre krav på finansiella insatser från företagens sida kommer dock inte covenants bli lika avgörande som de har varit tidigare.

4.2 Handelsbanken

Handelsbanken ser sina hemmamarknaderna som Sverige, Danmark, Finland, Norge och Storbritannien och i dessa länder är banken representerad som universalbank, men verksamheten finns i ytterligare 17 länder. Totalt sett har Handelsbanken cirka 2,5 miljoner kunder (J.Camitz, personlig kommunikation, e-post 2011-05-02). Under 2010 uppgick balansomslutningen till drygt 2 154 miljarder svenska kronor per den 31 dec 2010 (Handelsbanken, 2010). Företagsfilosofin bygger på att "kontoret är banken", vilket har skapat en starkt decentraliserad organisation. Andra betydande aspekter i företagskulturen är vikten av långsiktighet och att lönsamhet alltid går före volym. Regionkontoren finns som stöd i kontorschefernas arbete med specialistfunktioner inom frågor så som kreditgivning och juridiska frågor. I Sverige finns 6 regionbanker och 461 kontor med ca 4 350 anställda (Handelsbanken, u.å).

4.2.1 Bankens syfte med covenants

Vid kreditgivningen inträffar det ibland att (1) de allmänna villkoren inte räcker till och/eller (2) att banken inte kan eller inte får in önskvärda säkerheter. För att banken ändå ska känna sig trygg nog att bevilja krediten kan det i dessa situationer bli aktuellt med ytterligare uppsägningsgrund, vilket innebär att tillföra covenants i kreditavtalet. Syftet är att få en bekräftelse om att banken och kredittagaren är överens om framtida ”spelplan”, men också att vid en eventuell uppsägningsgrund tvinga kredittagaren att till exempel genomföra amorteringar, ställa nya säkerheter eller förändring av prissättning. Ulf poängterar noga att:

”Vi gör det inte som en regel, utan vi gör det i undantagsfall”.

Det är därmed en selektiv användning av covenants som Handelsbanken nyttjar, vilket beror på olika anledningar. Sett till de fördelar som covenants genererar så ger det en dialog med kredittagare och en kontinuerlig uppföljning, via ett compliance certificate samt en draw-down notice, utbetalningskontroll, där kredittagaren bekräftar att när krediten utnyttjas så är de inte i ”potential event of default”. Dock finns flera nackdelar, så som att de skapar merjobb och är tidskrävande men även att det kan uppstå oklarheter. Dessa oklarheter är viktiga att de överbyggs för att skapa en ömsesidig förståelse. Det är även viktigt att komma ihåg att covenants faktiskt kan innebära begränsningar för kredittagaren vilket är en klar nackdel. Större företag har ofta större förståelse för innebörden och konsekvenserna kring covenants, men många kredittagaren uppfattar däremot felaktigt covenants som en prisförändringsmekanism. Det är viktigt för kredittagaren att förstå att covenants de facto innebär en uppsägningsgrund för banken.

4.2.2 Beslutsprocessen med covenants

Grundinställningen för Handelsbanken är att låna ut på de allmänna villkoren, och kan inte detta göras bör en ordentlig funderare tas kring orsaken till att andra villkor är nödvändiga. Skulle det vara så att de allmänna villkoren är för tandlösa är det bättre att skriva om dessa. Dock blir det i vissa fall, vilka har nämnts tidigare, nödvändigt att komplettera avtalet med covenants. Detta initieras inte utifrån särskilda parametrar utan uppstår via en pågående diskussion med kredittagaren, men det är vanligast att banken tar upp alternativet. Dock är det så att vid all kreditgivning utgår banken från kredittagarens återbetalningsförmåga och banken tar sig inte an krediter om de känner osäkerhet kring återbetalningsförmågan. Det finns inget

portföljtänk så till vida att banken inte tar in risfyllda krediter bara för att de har lönsamma krediter som kan väga upp eventuella förluster. Är banken villiga att ta sig an krediten så är det alltså frågan om att strukturera krediten på bästa sätt och i samband med denna process så förs en dialog med kunden, eventuella rådgivare, revisorer och andra specialister. Den dialogen kan utmynna i att covenants används i det enskilda fallet. Ulf's avdelning har hand om merparten av dessa diskussioner angående covenants som berör södra Sverige, men storleken på krediten kan ibland överstiga uppsatta gränser och måste därmed hanteras på centralledningsnivå i Stockholm.

4.2.3 Situationer med covenants

I Handelsbanken är det långt ifrån alla lån som tilldelas covenants, Ulf kan inte kvantifiera någon exakt siffra men påpekar att det är mycket vanligare att det finns hos större företag. Andra kännetecken hos kredittagaren finns inte enligt Ulf, skulle sådan kunna identifieras är det snarare ett misslyckande. Detta då banken uppenbarligen misstror olika kunder och inte försöker förstå kundens verksamhet utan istället tillför nyckeltal för att helgradera sig. Därutöver så är det inte specifika branscher som kan urskiljas men återigen, det är de större kunderna som gör att covenants blir aktuellt samt att det ofta är kunder med hög tillväxt som är ovilliga att lämna andra säkerheter. I termer av företagsstorlek menar Ulf att det inte alltid handlar om en specifik omsättning eller balansomslutning utan det vara kundens storlek i relation till önskad kredit. Det är viktigt att komma ihåg att kreditgivning är en relationsaffär och att det alltid är viktigt att förstå kundens verksamhet och först därefter föra diskussioner om struktur och eventuella säkerheter och/eller covenants. Det är ofta lättare att förstå verksamheten och syfte om kredittagaren och dess ägare är känd sedan innan.

Sett till de typer av kredit som finns är det nästan alltid så att covenants finns vid finansiella förvärv, detta då situationen kräver kontinuerlig och djupare uppdatering av finansieringen. En annan faktor som har betydelse gällande krediten är löptiden. Dock är återigen så att kreditens storlek är betydelsefull och då inte i termer av specifika siffror utan i förhållande till kunden och dennes verksamhet. Om banken bedömer att kunden har en god återbetalningsförmåga, men vill försäkra sig om att verksamhet och kassaflöde utvecklas i linje med förväntningar så blir covenants ett intressant alternativ att överväga.

Ulf kan inte se att makroekonomiska faktorer har någon påverkan på Handelsbankens användande av covenants. Han påpekar att kreditgivning i stort påverkas i oroligare tider

vilket kan medföra en försiktigare hållning till beviljande av nya krediter. Dock går användandet av covenants i trender, beroende på hur konkurrenterna och omvärlden agerar. De senaste åren användes mjukare covenants jämfört mot idag, men detta menar Ulf beror på den allmänna tillgången på likviditet och inte att banken känner osäkerhet mot kredittagaren.

4.2.4 Kategorier av covenants

Gällande finansiella covenants, så önskar banken ha nyckeltal som täcker in resultaträkning, kassaflöde samt balansräkning. För banken hade det naturligtvis varit önskvärt att hitta en ”superhybrid” som täcker in alla dessa, men i dagsläget används vanligen till större bolag följande:

- Nettoskuld/EBITDA
- Soliditet
- Räntetäckningsgrad
- Nettoskuldstäckningsgrad

Det viktiga är att kommunicera rätt med kredittagaren, så i fallen med mindre bolag används välkända nyckeltal som de är vana att kommunicera internt såsom soliditet och resultat efter finansnetto. Allt för att undvika att man pratar förbi varandra, samtidigt som begrepp gärna justeras och definitioner ändras. Återigen ska det vara viktigt att komma ihåg att nyckeltal inte ska ”hängas på” som en extra försäkring utan det är viktigast att tydliggöra syftet.

Gällande produktions-/investeringsbegränsande covenants menar Ulf att banken måste förutsätta att kredittagaren tar sig an de projekt som är gynnsamma eftersom det finns ett förtroende för kredittagaren. Den här kategorin berör inte den löpande verksamheten men det kan finnas maxbelopp tillåtna investeringar över en viss tidsperiod. Vanligen är det så att stora investeringar redan är öronmärkta och vid bestämmandet av maxtaget är det viktigt att utgå från kundens egen prognos för att kredittagaren inte i efterhand ska kunna säga att det var bankens åsikter som bestämde investeringsnivåerna.

Utdelningsbegränsningar är svåra när det förekommer flera olika ägarkonstellationer och för noterade bolag är det sällsynt. Det hade varit önskvärt att förbjuda alla utdelningar men om det inte fungerar så försöker banken lösa detta via exempelvis finansiella nyckeltal, såsom soliditet, som får genomslag om företaget börjar dela ut kraftigt.

Finansieringsbegränsande covenants är standard och dessa negativklausuler kan vara:

- Ej låna hos annat kreditinstitut
- Ej pantsätta hos annat kreditinstitut
- Ej förändra ägarstrukturen
- Ej avyttra betydande tillgångar

Dessa är oftast satt till totalförbud men i vissa fall kan ett absolut belopp förhandlas fram. Det måste dock finnas goda grunder för kredittagaren att belåna sig hos någon annan, eftersom de borde klara sig på den kredit som de får hos banken. Dock kan det finnas behov av finansiella tjänster på marknader som inte banken kan erbjuda. Vad gäller ägarstrukturen är det inte givet att en ny ägare skulle försämma bankens fordran men banken måste ge sitt medgivande och har därmed kontroll.

Förtroendeskapande covenants ses inte som en specifik kategori utan det ingår i de andra kategorierna, då covenants är uppsägningsgrundande krävs ett förtroende i alla situationer där covenants används. Ulf menar att ingen kategori är starkt övervägande då covenants kommer som ett paket. Ofta ligger fokus på de finansiella nyckeltalen, men det viktiga är egentligen hur krediten är strukturerad med de övriga kategorierna av covenants.

4.2.5 Bankens framtida syn gällande covenants

Framöver tror Ulf att det blir vanligare att använda sig av covenants. Detta eftersom det som används för stora bolag tenderar att spridas till mindre, samtidigt som mindre bolag kan tycka att det är för dyrt att ta ut säkerheter och att nya lösningar därmed måste tas fram. Sen kan svenska banker även influeras av exempelvis anglosaxiska banker som driver användningen av covenants. När det gäller huruvida covenants blir mer restriktiva framöver, hoppas och tror Ulf att det ska vara samma typ av användande. Detta genom att banken blir bättre på att förstå sina kunder och undviker att komplicera kreditgivningen. Avslutningsvis uttrycker Ulf problemet med covenants genom att säga:

”Det svåra är ju inte att göra det svårt utan det är att göra det enkelt”.

4.3 Nordea

Banken har bildats genom flera bankfusioner och sammanslagningar genom åren. Namnet Nordea kom till 2001 då Nordbanken, Merita, Unibank och K-Bank slogs samman. Banken

har nära 11 miljoner kunder, mestadels i de nordiska länderna och har som vision att vara en "great European bank". Detta skall åstadkommas med hjälp av medarbetarna som ses som grundstenen i organisationen (Nordea, u.å.). I Sverige finns 326 kontor och 4310 medarbetare. Nordea är en fullsortimentsbank som har ett brett utbud av produkter och tjänster och under 2010 uppgick balansomslutningen till 5220 miljarder svenska kronor per den 31 dec 2010⁴. Nordeas tidigare styrelseordförande Hans Dalborg menar att säkerheter nog kan vara bra vid kreditgivning, men att återbetalningsförmåga och återbetalningsvilja väger tyngre (Nordea, 2010).

4.3.1 Bankens syfte med covenants

Vid Nordeas kreditgivning är användandet av covenants det tredje alternativet som nyttjas. Banken vill i första hand använda realsäkerheter och kan som andrahandsalternativ komplettera med covenants. Lars-Gunnar menar att när covenants är det enda verktyget i kreditavtalet beror detta på att andra typer av realsäkerheter och dylikt inte finns men att banken ändå vill ta sig an krediten. Vidare menar han att det krävs att bolaget har en god ekonomisk redovisning som banken känner sig trygg med för att covenants ska bli aktuellt. Detta krävs eftersom bolagen måste återrapportera om att de uppfyller kraven, och det kräver en fungerande ekonomifunktion. Därmed blir covenants inte aktuellt för mindre bolag utan det blir ett alternativ för börsnoterade företag och bolag med större omsättning.

Lars-Gunnar ser som en viktig fördel att covenants gör att banken kommer närmare bolaget. De kan följa bolaget och dess verksamhet och i ett tidigt stadium agera och sätta in olika åtgärder om något går snett. Åtgärder kan variera, det är inte nödvändigt att det är en direkt uppsägning, utan det kan gälla ökade marginaler eller att panter tas ut. Å andra sidan ser han en nackdel med att lågkonjunkturer och dylikt kan innebära att covenants kan brytas för ofta och om de är satta för mjukt tendera de att inte fylla sin funktion fullt ut. Lars-Gunnar nämner också att företagen kan vara lite väl optimistiska vid sina prognoser över hur verksamheten ska utvecklas och att det kan innebära att det blir en lång förhandlingsprocess när valet av covenants skall ske.

"Vi har ju sett prognoser som vi kallar hockey-sticks, som bara går rakt upp i skyn och som bara fortsätter uppåt".

⁴ Omräknat efter €-Kursen per den 30 dec 2010 som uppgick till 9,00 kr för 1,00 SEK (Sveriges Riksbank, 2011).

4.3.2 Beslutsprocessen med covenants

Det finns ingen schablon för när covenants ska användas, det är inte så att vissa omsättningsnivåer per automatik medför att covenants ska användas. Användningen beror på varje enskilt fall men typen av affär är mycket viktig för om covenants ska vara aktuellt. Det är alltid banken som initierar användningen av covenants, men större bolag är vana vid verktyget och har ofta förslag på färdiga covenantspaket som banken kan utgå från. I dessa situationer handlar diskussionen ofta om det head-room som skall sättas, d.v.s. hur stor spännvidd det skall finnas. Bolag som inte är vana vid covenants ser det ibland som lite ovant, men då de bygger på företaget och dess egna prognoser medför det sällan några bekymmer. Lars-Gunnar menar vidare att många företag kan vara mer välvilligt inställda till covenants än mot panter, p.g.a. att det blir en kostnadsfråga för bolaget då pantbrev kan vara dyra att ta ut.

I Nordea finns kreditinstruktioner som reglerar vilka beslut som kan tas på varje nivå i banken. Dessa styrs genom limiter, som beror på kredittagarens rating. En bra rating ger en högre limit och därmed högre befogenhet för de olika kreditdelegationerna. Återigen är dock covenants inte det alternativ som föredras då covenants de facto inte genererar någon säkerhet för banken, utan det är en ren blancokredit vilket slår mot bankens kapitaltäckning. I och med Basel III vill banken inte ha allt för mycket blancokrediter för det påverkar bankens kapitaltäckning.

4.3.3 Situationer med covenants

En typsituation där covenants näst intill alltid används är vid förvärvskrediter, då risken utifrån bankens perspektiv ofta är stor. De covenants som används blir ofta tightare och mer strikta då de måste styra företagets beteende till större del. Annars tycker Lars-Gunnar att det är svårt att generalisera kring användandet, det är ofta varje enskild situation som avgör. Tidigare relationer med kunder är dock viktigt eftersom banken har kunskap om vad som har levererats tidigare och därmed kan känna större tillförsikt till uppsatta prognoser. Denna tidigare relation kan generera att ett mindre strikt head-room förhandlas fram.

Kännetecken hos kredittagaren är de som är kopplade till resultaträkningen eller balansräkningen. Vidare kan branscher till viss del vara av vikt, då det kan gå trender gällande vad en bank tenderar att investera i. Dock poängtera Lars-Gunnar att det i slutändan är det enskilda fallet som avgör om covenants är ett lämpligt alternativ, vilket medför att branscher

som är lågprioriterade mycket väl kan vara ett alternativ om banken känner tillförsikt i framtidsutsikterna. Covenants hjälper då till med regelbundna uppföljningar.

Slutligen ser inte Lars-Gunnar att den makroekonomiska påverkan är särdeles stor, den sker indirekt via de branscher banken är intresserad av men har inte betydelse för användandet av covenants. Användningen påverkas dock mycket av influenser utifrån. Lars-Gunnar påpekar att covenants härstammar från främst USA, där lagstiftningen är annorlunda och större vikt läggs vid covenants. Dessa influenser har spridit sig vilket har gjort att covenants har blivit ett vanligare fenomen även på den svenska marknaden.

4.3.4 Kategorier av covenants

Gällande de finansiella covenants som används är det absolut vanligaste ett soliditetsmått. För mindre bolag som kanske enbart har en covenant, används soliditet mycket frekvent. Därefter kommer nettoskuld/EBITDA följt av räntetäckningsmått. Svårigheterna med de finansiella nyckeltalen uppstår i situationer med företag som har speciella karaktärsdrag, så som ett väldigt volatilt kassaflöde. Då blir det svårt för banken att hitta lämpliga covenants, men detta försöker banken motverka genom att mäta covenants över rullande 12-månaders perioder.

Investeringsbegränsande covenants används vanligtvis i form av ett absolutbelopp som ska förhindra riskfyllda investeringar. Det tillåtna taket fås fram genom tidigare historik och företagets egna prognoser, skulle takvärdet överstigas krävs att företaget ber banken om tillåtelse för fler investeringar. Vidare ser inte Lars-Gunnar att fastställandet av dessa absolutbelopp är bekymmersamt. Nordea har bra finansiella program där de kan analysera historisk data och simulera olika scenarion för att på så sätt kunna komma fram till, bland annat, ett lämpligt tak på företagets investeringar.

På motsvarande sätt arbetar banken oftast med absolutförbud gällande utdelningar, d.v.s. det krävs ett medgivande från banken för att företaget skall få tillåtelse att dela ut medel. Dock är denna begränsning ofta kopplad till andra mått, exempelvis soliditet, vilket innebär att om företaget uppnår en viss soliditet så har de rätt att därefter dela ut pengar. Det är vanligast att denna klausul finns i förvärvssituationer men förekommer ibland i vissa större investeringar. Vidare används finansieringsbegränsande covenants, och den absolut vanligaste en negativklausul mot pantsättning vilket nästan alltid används som en del av covenantspaketet. Har inga andra säkerheter tagits ut, används alltid negativklausuler. Även klausuler i form av

förbud mot avyttringar förekommer för att säkerställa att pengarna går till bankens amorteringar.

Förtroendeskapande covenants fungerar i de allra flesta fall mycket bra enligt Lars-Gunnar. Detta eftersom företagen har ett incitament att löpande lämna ifrån sig en redogörelse som visar att de uppfyllt sina covenants, då detta kan medföra positiva följder för företaget så som fördelaktigare räntesatser och liknande.

Angående helhetsbilden av dessa kategorier ser Lars-Gunnar att den mest frekvent använda kategorin är de finansiella covenants och därefter de finansieringsbegränsande. Dessa två finns ofta med i samma paket. Utdelningsförbuden är oerhört viktiga vid förvärvskrediter, men annars är de inte relativt vanliga. Dock vill Lars-Gunnar än en gång påvisa att det ofta är den enskilda situationen som påverkar prioriteten.

4.3.5 Bankens framtida syn gällande covenants

När Lars-Gunnar började som kreditchef på Nordeas avdelning ”Stora företag” för 15 år sedan fanns knappt covenants i några svenska kreditavtal. Dock var det på frammarsch från USA och Storbritannien och det blev allt vanligare och vanligare och användandet accelererade kraftigt under 2000-talet. Det är stark påverkan utifrån, särskilt från de amerikanska dotterbolag men även de europeiska dotterbolagen som verkar i Sverige. Han tror dock att detta kommer avstanna nu och att användandet framöver kommer vara ungefär på samma nivå som idag. Dock vill han lobba lite för att banksektorn kan bli än mer fokuserade på panter och andra realsäkerheter då de nya kapitaltäckningskraven, Basel III, skall implementeras, eftersom bankerna nu måste ha betydligt bättre kapitaltäckning än tidigare.

4.4 SEB

SEB har verksamhet i 20-talet länder med fokus på Sverige, Norge, Danmark, Finland, Tyskland samt de baltiska länderna. Banken erbjuder universalbanklösningar i framförallt Sverige och de baltiska länderna medan det är stort fokus på företagsmarknaden och investment banking i Danmark, Finland, Norge och Tyskland. Koncernen har 4,4 miljoner kunder världen över och 17 000 anställda medarbetare. I Sverige finns 161 kontor som betjänar 1,9 miljoner privatkunder och 200 000 företagskunder. SEB har en unik affärsmix

där tonvikt till stor del ligger på företagssidan samtidigt som det sker ett betydande samarbete över landsgränserna för att kunna väva samman skilda kompetenser till en helhet. (SEB, u.å.) I Sverige är SEB den bank med klart störst intäktsmassa från storföretag, jämfört med konkurrenterna och bankens totala balansomslutning 2010 uppgick till 2180 miljarder svenska kronor per den 31 dec 2010 (SEB, 2010).

4.4.1 Bankens syfte med covenants

Inledningsvis nämner Mårten att medel från en bank inte är att betrakta som riskkapital och att covenants hjälper banken att minska risken i förhållande till de som bör stå för risken, d.v.s. de med eget kapital. En fördel är därmed att covenants medför en möjlighet för banken att fördela risken till bankens fördel. Utöver detta så ökar covenants bankens kontroll av företagen och ger banken möjlighet att agera om risken tilltar. Nackdelar är att det krävs mycket tid och resurser för att utarbeta adekvata och effektiva covenantpaket, som täcker in relevanta situationer och slår till vid rätt tidpunkt. Mårten upplever det som att företagen ser covenants som relevanta så länge det är ett väl avvägt covenantpaket som visar att banken förstår företagets verksamhet fullt ut och detta kan därmed bidra till en bättre relation dem emellan.

Vid frågan gällande hur den dagsaktuella användning av covenants ser ut, menar Mårten att användningen av covenants kan skilja sig åt mellan bankerna då vissa banker har störst fokus på säkerheter medan andra har större fokus på kassaflöde. Han menar att SEB positionerar sig som en bank som har stort fokus på just kassaflödet och därmed tenderar att ha en positiv syn på covenants funktion och ett frekvent användande av covenants i sina kreditavtal.

4.4.2 Beslutsprocessen med covenants

När det gäller beslutsprocessen knyter Mårten an till den treenighet som banken arbetar med inom Merchant Banking. Denna innebär att krediten passerar genom tre avdelningar, vilka är (1) kundsidan, som skapar affärer (2) kreditanalys, som analyserar kreditrisken och (3) credits, som sätter ihop kreditkommittéer som tar det formella beslutet gällande kreditens beviljande. Beslutsprocessen fungerar så tillvida att det finns avdelningar som arbetar med att ta fram kreditavtal, vilka arbetar tillsammans med kundsidan för att hitta en bra lösning och diskuterar då även behovet av covenants. Förslaget om covenants grundar sig på motpartens och kreditens risknivå och den komplexitet som finns. I denna process är Mårtens avdelning

kreditanalys till stor del involverad, då de analyserar motpartsrisk och transaktionsrisk och därefter ger sin synpunkt på vilka covenants som torde vara mest adekvata.

Det är naturligtvis även en pågående förhandling med kunden. Därmed varierar användandet av covenants då det är ett förhandlingsspel som bygger på tillgång och efterfrågan av krediter som medför att bankens förhandlingsposition varierar. När kreditupplägget har definierats presenterar kundsidan detta upplägg för kreditkommittén, vilket ligger som underlag för det beslut som kommittén fattar. Då SEB är en centraliserad verksamhet finns flertalet av dessa kreditkommittéer på central nivå.

4.4.3 Situationer med covenants

Mårten menar att det är svårt att generalisera kring situationer då bolag i olika branscher är utsatta för olika typer av risker, vilket är en viktig startpunkt för bestämmandet av vilka covenants som ska användas. Skillnader i användning av covenants kan till stor del förklaras av företagets branschtillhörighet. En annan faktor som är starkt förknippad med kreditrisken är volatilitet i intjäning och företag som har detta vill banken gärna hålla lite extra koll på. Om banken har haft en tidigare erfarenhet som är positiv kan detta innebära att banken eventuellt minskar kravet på covenants, dels i termer av antal, dels i termer av strikthet. Andra faktorer som påverkar är den finansiella ställningen hos företaget, och hur mycket lån som finns.

Utöver risker med kredittagaren, finns även risker med krediten vilket spelar in på valet av covenants. Dessa risker härrör från löptiden, syftet med krediten och naturligtvis storleken. Mårten menar att en kredit på 1 miljon kan vara betydligt mer riskfylld för ett litet företag där krediten utgör en avsevärd del medan den kan vara mindre riskfylld för ett stort företag. Syftet med transaktionen är också viktigt då större krediter oftast är kopplade till någon typ av förvärv. Dessa krediter är oftast betingade med betydligt fler covenants då det vanligtvis rör sig om stora belopp och flertalet risker så som integrationsrisker och ledningsrisker. Teoretiskt menar Mårten att mindre bolag borde ha fler och tightare covenants, då risken för konkurs är större. I praktiken är det dock så att användningen av covenants mot mindre bolag blir olönsam eftersom förhandlingsprocesserna är dyra.

När frågan om makroekonomiska faktorer och huruvida de påverkar bankens strategi gällande covenants kommer upp säger Mårten:

”Vi försöker liksom se igenom konjunkturer och se det här på sikt”

Han menar att makroekonomiska faktorer inte är alltför relevanta att se på vid långa krediter med en löptid på 3-5 år då dessa faktorer kan förändras under kreditens löptid. Men generellt kan man se en indirekt effekt om likviditeten i banksektorn är god, så är bankernas möjlighet att förhandla fram strikta covenantspaket sämre, vilket är en konsekvens av konkurrensen bankerna emellan.

4.4.4 Kategorier av covenants

De finansiella covenants som SEB använder sig av bygger vanligen på kassaflöde, direkt eller indirekt, i relation till skuld så som Net Debt/EBITDA. Därefter finns räntetäckningsbaserade nyckeltal samt nyckeltal baserade på balansräkningen, så som exempelvis soliditet. Utifrån SEB:s perspektiv är det i denna ordning som måtten rangordnas. Beroende på vilket mått som diskuteras sätts antingen maximi- eller minimivärden utifrån var banken börjar känna oro för företagets framtid. Det är då viktigt att ha en god förståelse för verksamheten, men förståelse är också viktig för att använda rätt nyckeltal så att de inte används av slentrianmässiga skäl.

Produktions-/investeringsbegränsande covenants består huvudsakligen av två typer:

- *Begränsning av kassautflödet.* Här sätts oftast ett absolutbelopp över vilket företaget inte får investera, vanligtvis på årsbasis. Beloppet definieras utifrån företagets prognoser och finns för att säkرسälla att det finns kassaflöde att betala räntor.
- *Begränsning av företagets möjlighet att investera utanför kärnverksamheten.* Primärt handlar denna typ om att begränsa de risker som en investering kan medföra. Därmed skrivs ofta som en klausul där företaget förbinder sig att inte investera utanför sin kärnverksamhet, för att bibehålla nuvarande riskprofil.

Utdelningsbegränsande covenants sätts egentligen i fall där gränsen för vad som är möjligt närmar sig, d.v.s. vad banken kan acceptera i termer av utlåning. Mårten menar att banken inte sätter utdelningsförbud till bolag som lånar rimliga summor i förhållande till deras lånekapacitet. Banken är inte intresserad att kontrollera företaget mer än nödvändigt. Har företaget däremot en mycket hög belåning är utdelningsbegränsningar ett sätt att se till att belåningen minskar då banken kontrollerar vad pengarna går till. Beroende på hur långt på utlåningsskalan företaget befinner sig sätts antingen absoluta förbud eller maxbelopp. Dock används denna typ sällan på börsnoterade företag, då dessa bolag inte kan ha för tigha covenantspaket.

Gällande finansieringsbegränsande covenants så är negativklausul en mycket viktig covenant för SEB eftersom användandet av säkerheter är begränsat och kan företagen inte tillåtas att pantsätta tillgångar hos andra banker. Även cross default används samt den likartade cross acceleration. Cross acceleration innebär att banken enbart kan agera då någon annan långivare agerat på en default, vilket gör den lite mjukare mot företaget jämfört med cross default. En annan viktig klausul är att företaget förbinder sig att likabehandla alla sina långivare.

Slutligen är informationsgivande covenants viktiga, särskilt till privatägda bolag då de ofta inte har den lagstadgade skyldigheten att löpande sammanställa ekonomiska rapporter. Rapportering sker ofta kvartalsvis, med en bekräftelse på att företaget uppfyller villkoren och i vissa fall de underliggande beräkningarna. I fall med tätare rapporter beror detta oftast på hur långt på riskskalan som företaget befinner sig, vilket kan medföra månadsrapporteringar.

Sammantaget kan sägas att finansieringsbegränsande covenants är oerhört viktiga då detta inkluderar negativklausuler, medan de utdelningsbegränsande är mest sällan använda eftersom de mest blir ett alternativ när banken vill att företaget skall komma ner i skuldsättning. Mårten har svårigheter att rangordna övriga kategorier då han menar att det helt beror på den specifika situationen. Han menar vidare att det inte finns någon egentligen gräns på hur många covenants bankerna kan använda.

4.4.5 Bankens framtida syn gällande covenants

För SEB som har fokus på kassaflöde är covenants viktigt, det har varit viktigt och det kommer även vara viktigt framöver. Mårten tror inte att användningen av covenants kommer bli vanligare framöver. I det korta perspektivet kan det dock bli lite mjukare covenants, cov-lite, vilket kommer gälla till dess att någon specifik händelse uppkommer som påverkar bankernas förhandlingsstyrka. I ett längre perspektiv kommer dock användningen inte bli vanligare, och dess strikthet torde också vara ungefär den samma som i dagsläget enligt Mårten.

4.5 Swedbank

Landets första sparbank, Swedbank, har sina hemmamarknader i Sverige, Estland, Lettland och Litauen där banken har runt 10 miljoner kunder och 900 kontor. Banken har runt 17 200 anställda medarbetare och är en fullsortimentsbank där fokus ligger på nära kundrelationer

(Swedbank, u.å.). *Kundernas kassaflöde, återbetalningsförmåga och säkerheter ska alltid vara grundstenarna vid bankens kreditgivning* (Swedbank, 2010). *Affärsverksamheten styrs lokalt med ett decentraliserat beslutsfattande, vilket gör att de flesta besluten tas nära kunden. I Sverige finns 340 Swedbank kontor och 257 fristående sparbanker som betjänar 4,1 miljoner privatkunder och 400 000 företags- och organisationskunder* (Swedbank, u.å.). *Under verksamhetsåret 2010 uppgick koncernens balansomslutning till 1716 miljarder svenska kronor per den 31 dec 2010* (Swedbank, 2010).

4.5.1 Bankens syfte med covenants

Anders menar att det huvudsakliga syftet för banken med att använda covenants är att det skapar en tydligare avtalsrelation med kunden jämfört med vad de allmänna villkoren gör. Vidare innebär covenants en möjlighet för banken att löpande omförhandla prissättningen gentemot kunden. Dock menar Anders att bankens grundinställning är att använda covenants på riktigt stora affärer, men till viss del även på medelstora affärer. Vidare poängterar Anders att banken absolut inte vill kalla covenants för säkerheter och egentligen inte heller substitut för säkerheter, det är ju enbart en starkare avtalsrelation. Även om covenants inte används flitigt, menar Anders att Swedbank inte är någon motståndare till verktyget. Bankens användande beror helt enkelt på konkurrensen men kreditsynen är ändå den att covenants aldrig kan ersätta säkerheter.

Som fördelar ser Anders att covenants hjälper banken att knyta upp hela affären, d.v.s. både risken och avkastningen. Detta kan göras i ett paket där båda parter till slut kan känna sig nöjda med avtalet. De gör också att banken kan övervaka företaget och dess verksamhet på ett betydligt mer ingående plan. Nackdelar, utifrån bankens perspektiv, är att banken och företaget ibland inte är helt överrens om vilka konsekvenser som ett brytande av covenants innebär. Banken jobbar därmed med att bli ännu tydligare gentemot kunden om vad dessa konsekvenser kommer innebära.

4.5.2 Beslutsprocessen med covenants

Användningen av covenants är inte så frekvent i Swedbank, och det finns inga klara rutiner för hur covenants ska hanteras. Anders nämner att Swedbank har en viktig dualitetsprincip inom sin kreditgivning vilket innebär att kreditorganisationen går vid sidan av affärsorganisationen. Det finns en regionchef som ansvarar för verksamheten i regionen men

regionens kreditchef, Anders, rapporterar inte till denna utan till den svenska kreditchefen. De två delarna går därmed vid sidan om varandra. Swedbank arbetar med kreditkommittéer, bestående av tre medlemmar, och där tas besluten för de allra största lånen som de enskilda kontoren inte kan besluta om. Covenants kan initieras innan avtalet når denna kreditkommitté men i vissa fall är det kommittén som själva väljer att börja diskutera valet av eventuella covenants.

Anders menar vidare att beslutsprocessen kan ta olika form beroende på situation, men vid förvärvskrediter med professionella kunder är företagen ofta väl införstådda med att covenants används. I just förvärvssituationer bygger mycket på covenants och där är kunderna mycket delaktiga i att diskutera användningen av covenants. Återigen menar han att detta är en anledning till varför det inte används mot mindre bolag, då banken inte är en jämbördig part och de mindre bolagen har oftare svårare att förstå innebörden i de covenants som avtalas.

4.5.3 Situationer med covenants

Anders börjar med att nämna att covenants näst intill alltid används vid förvärvskrediter, vilket då ofta blir i form av finansiella covenants. Detta eftersom osäkerheten gällande företagets framtida kassaflödesutveckling ofta är stor. Det som kommit upp flertalet gånger är också storleken på företaget. Det förekommer dock ändå att mindre bolag får ett avtal med covenants men då handlar det sällan om finansiella covenants. En annan viktig faktor som banken tittar på hos företagen är deras återbetalningsförmåga. Anders tycker inte att branschen har alltför stor betydelse för vilken typ av covenants som används, men branschen berörs indirekt via makroekonomiska faktorer. Däremot tror han att en tidigare relation med ett företag har stor påverkan på kreditavtalet, så tillvida att mindre strikta covenants då kan användas.

Anders tror framförallt att en kredits löptid har stor påverkan vid valet av covenants då längre krediter ofta är svårare för banken att överblicka, vilket gör covenants som verktyg viktigt i sådana fall. Han menar att banken kan ogilla att ingå långa kreditavtal, dels för att det binder upp deras kreditgivning, dels för att det binder upp bankens marginaler. Därför fyller covenants en viktig funktion i dessa fall då de styr bankens möjligheter att förhandla om sina marginaler på en löpande basis.

De makroekonomiska faktorer som kan påverka är framförallt branschrelaterade. Anders menar att banken kan känna osäkerhet i en bransch där verksamheten, utifrån ett makroekonomiskt perspektiv, har en väldigt internationell karaktär. Banken kan då ställa sig frågor så som huruvida företaget kommer lyckas att expandera på internationella marknader eller ej och motverka sin risk genom att använda covenants. Annars ser inte Anders att andra makroekonomiska faktorer påverkar banken i någon stor grad gällande hur de ser på covenants.

4.5.4 Kategorier av covenants

Banken försöker hitta finansiella covenants som kan täcka in kassaflöde, resultaträkning samt balansräkning. Vanliga sådana är:

- Net Debt/EBITDA.
- Soliditet.
- Räntetäckningsgrad.

Den andra kategorin, nämligen produktions-/investeringsbegränsande covenants, används nästan alltid till riktigt stora företag och vid större krediter så som förvärvskrediter. I dessa fall sätts ofta en begränsning i form av ett totalbelopp, investeringar över detta måste banken ge sin tillåtelse till. Anders vill dock påpeka att dessa typer av begränsningar även kan uppstå indirekt genom andra mått så som soliditetsmått. Kategorin medför ingen större problematik, men den kräver god kommunikation så att företagen är medvetna om dess konsekvenser.

Covenants som hindrar ett företag till att genomföra utdelning används på flertalet av krediterna men på de större företagen som en del i ett stort paket av covenants medan det på de mindre företagen kan vara den enda covenant som används. Detta då små företag ofta är svagare konsoliderade men där banken ändå tror på företaget och dess affärsidé, men ändå vill säkra upp sin risk. De är nästan alltid utformade så tillvida att företaget alltid måste få en acceptans från banken för att de skall få en möjlighet att dela ut pengar.

Den absolut vanligaste finansieringsbegränsande covenant som används är den negativa pantklausulen. Anders menar att denna typ är mycket vanlig vid fastighetsförvärv som sker via ett bolagsförvärv, eftersom detta innebär att banken inte har samma möjlighet att ta pant i fastigheten.

Slutligen diskuterar Anders de informationsgivande och förtroendeskapande covenants som finns. Det viktigaste att nämna här är att banken löpande vill få tillgång till ekonomiska rapporter och liknande. En viktig aspekt är att dessa måste vara granskade av en revisor. Vidare försöker banken hålla regelbundna möten med sina större kunder där kundens verksamhet diskuteras. Detta ökar bankens insyn i bolaget och hjälper även till med att stärka relationen och därmed också förtroendet.

När vi slutligen tar upp den samlade helhetsbilden av dessa covenants så menar Anders att banken överlag försöker ha en restriktiv hållning till covenants. Till de mindre företagen är de absolut vanligaste utdelningsbegränsande samt pantklausuler, medan det till de större företagen ofta alltid används ett stort paket av covenants med fokus på de finansiella. Banken har på sista tiden försökt utvärdera omfattningen av covenants i sina avtal och kommit fram till det är mest frekvent vid de större krediterna.

4.5.5 Bankens framtida syn gällande covenants

Anders tror att användandet kommer öka framöver på grund av ett ökat tryck utifrån, men han vill dock påpeka att banken kommer försöka begränsa dem utifrån sitt fokus på andra typer av panter och dylikt. De kommer troligen bli striktare framöver och kanske mycket mer relaterat till möjligheten att ändra prissättning istället för till att minska bankens risk som det varit förut.

4.6 Sammanfattning av empiri

Bankerna har många gånger givit relativt likvärdiga svar, men då fallen uppgår till fem stycken blir det ett omfattande material att få överblick över. Matris 2 presenterar det som har framkommit under intervjuerna, för att skapa en sammanfattande helhetsbild och underlätta för kommande analys.

	Danske Bank	Handelsbanken	Nordea	SEB	Swedbank
Syftet med att använda covenants	Ej tillräckliga realsäkerhet	Ej tillräckliga realsäkerhet Allmänna villkoren ej tillräckliga	Ej tillräckliga realsäkerheter	Riskhantering	Allmänna villkoren ej tillräckliga
Fördelar med covenants	Egentligen inga Skapar tydliga riktlinjer	Skapar en dialog Kontinuerlig uppföljning	Banken kommer närmare bolaget Kontinuerlig uppföljning, Tidiga indikationer för behovet att agera	Ökad kontroll, genom att banken kan agera Reducera risk Förståelse, relationsskapande	Möjlighet att ändra prisstruktur Risk och avkastning Samförstånd Övervakning/uppföljning
Nackdelar med covenants	Enbart uppsägningsgrund Konflikt med allmänna villkor Svårighet att agera Svårt att låsa in alla problem	Enbart uppsägningsgrund Juridisk dokumentation – merjobb/tidskrävande Oklarheter särskilt kring konsekvenserna Begränsar kredittagaren	Konjunktursvängningar Felaktiga nivåer Lång förhandlingsprocess	Tidskrävande Problem att hitta rätt/slå till i tid	Bristande förståelse, särskilt gällande konsekvenserna vid ett brytande
Beslutsprocessen	Personlig beslutanderätt Initieras via: Bankupphandling eller kreditförfrågan	Starkt decentraliserad Undvika covenants – fokusera på allmänna villkor Initieras via pågående diskussioner kring krediten	Centraliserad bank – befogenheter styrs av limiter Oftast banken som initierar men större bolag kan ha covenantpaket	Starkt centraliserad 1. Kundsida 2. Kreditanalys 3. Kreditkommitté Förhandlingsspel	Dualitetsprincip / Kreditkommitté Initieras både innan kreditkommittén men även i denna
Bankens användning av covenants	100 % till stora bolag Mycket sällsynt till mindre	Selektivt och sällsynt Mestadels större företag	Tredjehandsalternativet är att nyttja enbart covenants. Låg användning	Frekvent användande, banken är kassaflödesfokuserad	Grundinställning är att det är ett komplement Endast till riktigt stora företagen
Faktorer hos kredittagaren som påverkar användning av covenants	Kassaflöde Nuvarande skuldsättning Tillväxt Företagsstorlek Kapitalbindning Tidigare relation är fördelaktig Bransch, påverkar indirekt	Återbetalningsförmåga Storlek Tillväxt Branscher spelar ingen roll Relation, viktigt genom att banken måste känna förtroende för kredittagaren	Företagsstorlek Tidigare relation, påverkar head-room Bransch, påverkar indirekt Volatilitet i kassaflöde	Bransch, påverkar starkt Företagsstorlek Volatilitet i kassaflöde/volym Tidigare relation, kan reducera antal/strikthet Finansiell stabilitet/ tidigare finansiering	Återbetalningsförmåga Storlek på företaget Bransch, påverkar om internationell närvaro Relation påverkar mycket, kan ge mindre strikta covenants.
Faktorer hos krediten som är kopplade till covenants	Lång löptid Typ av kredit (förvärv)	Typ av kredit (förvärv) Löptid Kreditens storlek i förhållande till kund	Typ av kredit (förvärv) Tydligt samband mellan löptid och covenants	Löptid Belopp i relation till kundstorlek Typ av kredit	Typ av kredit (förvärv) Löptid är mycket viktigt

Makroekonomins påverkan på användningen	Konjunktur har betydelse Konkurrens kring tillgång och efterfrågan på krediter	Indirekt via konjunkturer Konkurrenser och omvärldens användande	Indirekt via konjunkturer Konkurrenser och omvärldens användande	Konkurrenser Se igenom konjunktur	Konkurrenser Ser inga kopplingar till konjunktur
Redovisnings-Covenants	Nettoskuld/EBITDA Räntetäckningsgrad EBITDA/Finansnetto Nettoskuld/Eget kapital Free Cash Flow (FCF) /Amorteringar	BR/RR/Kassaflöde – försök hitta hybrid Nettoskuld/EBITDA Soliditet Räntetäckningsgrad Nettoskuldstäckningsgrad	Soliditet Nettoskuld/EBITDA Räntetäckning Utvärderas på rullande 12 månader	Fokus på kassaflöde, räntetäckning, balansräkning Viktigt att ej använda av slentrian, ska anpassas	Net Debt/EBITDA Soliditet Räntetäckningsgrad
Produktions-/ Investerings-Covenants	Sällan använt, dock (alltid) till förvärv Kassaflödesprognos från företag	Enbart för speciella investeringar Kassaflödesprognos från företag	Absolut belopp sätts som takvärde Kassaflödesprognos från företag	Begränsning av kassautflöde, begränsning att investera utanför kärnverksamheten	Används ofta till riktigt stora företag/förvärv Absolut belopp alternativt indirekt
Utdelnings-Covenants	Den vanligaste, används även till mindre kunder Ett totalförbud skapas Vill få en fordran på ägaren	Svårt att begränsa utdelningar Begränsningar sker ofta indirekt via nyckeltal	Absolut förbud, men kopplas ofta till andra nyckeltal vilket kan medge vissa utdelningar	Sällan, används när kredit-tagaren kommit till gränsen för vad som är möjligt att bära i termer av lån	Viktig för mindre bolag Används ibland till större företag Ges som total förbud
Finansierings-Covenants	Negativklausul Asset protection clause	Standard att använda olika typer av negativklausuler	Negativklausul används nästan alltid, är tvång om pantbrev ej finns	Negativklausul Cross default Cross acceleration	Negativ pantklausul, är mycket viktig vid förvärv
Förtroende-Covenants	Verksamhetsförändring Ägarstruktur Rapporteringsbasis	Ses ej som enskild kategori	Rapportering – skapa förtroende	Särskilt viktiga vid privatägda bolag	Rapporteringsbasis Regelbundna möten
Helhetsbild över användning av de olika kategorierna	1. Utdelning och finansiering 2. Finansiella Gräns för antal finns pga kontroll	Selektiv användning! Är ett paket, fokus på finansiella. Ska ej använda massor med nyckeltal för sakens skull	Finansiella och finansiering är vanligast, finns ofta i paket Utdelning endast i förvärvs Mixen beror på den enskilda situationen!!!	Finansiella och finansiering är mycket viktiga Sist kommer utdelningen Mixen beror på situationen!	Finansiella är vanligast till stora företag Utdelning och finansiering är vanliga till mindre företag
Framtida tankar kring användning av covenants	Användning densamma, motstånd att använda mot mindre bolag Restriktivare till större bolag Ej lika avgörande	Användningen blir vanligare och kommer även spridas till mindre bolag Kommer influeras utifrån De blir ej restriktivare	Kraftig ökning tidigare – framöver kommer användandet vara detsamma Basel 3 – fokus på panter	Kommer fortsätta vara viktigt för banken men det blir inte vanligare på lång sikt Kort sikt kommer det bli mer ”cov-lite”	Ökad användning framöver, men önskat fokus på panter. Striktare, fokus ej på riskminimering utan på prissättning

Matris 2. Sammanfattning av fallstudierna.

5. Analys

Kapitlet kommer analysera det empiriska material som har presenterats. Inledningsvis analyseras huruvida det finns skillnader/likheter mellan bankerna och därefter analyseras om det finns skillnader/likheter med vår teori. Först diskuteras användningen av covenants för att därefter se till de faktorer som kan ha påverkan på användningen och slutligen de kategorier av covenants som finns.

5.1 Svenska bankers användning av covenants

5.1.1 Bankernas användning av covenants

Bankernas användning av covenants är överlag låg, Nordea uttryckte att det är ett tredjehandsalternativ att endast använda covenants och Handelsbanken menade att det är sällsynt att covenants används. SEB var den bank som yttrade sig mest positivt gällande covenants, vilket till stor del beror på det kassaflödesfokus som finns i banken. Även Danske Bank och Swedbank menade att covenants är ovanligt men då de, till skillnad från Nordea och Handelsbanken, även tog tillfället i akt att diskutera användningen gentemot mindre bolag drar vi slutsatsen att de är något mer frekventa i sin användning. Det intryck som har givits av varje banks användning presenteras i figur 3.



Figur 3. Uppskattning av användningen av covenants hos de svenska bankerna.

Vi menar att bankernas inriktning har betydelse för deras övergripande användning av covenants. Den bank som vi uppfattade använde covenants i störst utsträckning var SEB. Banken har tydligt fokus på storföretag och då alla banker har varit överens om att företagsstorlek är viktigt för användning av covenants, blir SEB:s användning av covenants välmotiverad. Dessutom ses covenants som en bra lösning ur företagets perspektiv, bland annat för möjligheten till performance pricing (Asquith et al., 2005). Därmed kan SEB:s användning ses som ett konkurrensverktyg för att kunna attrahera företag.

De banker som vi har uppfattat använder covenants i minst utsträckning är Nordea och Handelsbanken. Handelsbanken, som lägger stor vikt vid lönsamhet och kredittagaren, behöver en större trygghet i sin kreditgivning för att säkerställa lönsamhetskraven. Denna

trygghet genereras inte från covenants på samma sätt som från panter, då det enbart är en uppsägningsgrund. Den låga användningen i Handelsbankens är i och med detta förklarlig, dock ser vi att Nordeas inställning avviker från vår uppfattning kring bankfokus. Detta då Nordea är en stor aktör, som vill bli ”the great European bank”. Det är då inte enbart de svenska kunderna som ska tillmötesgå utan även de utländska. Eftersom covenants är vanligare förekommande utomlands skulle en större användning av covenants i Nordea kunna vara lämplig för att uppnå visionen.

Swedbank och Danske Bank uttryckte en något mer positiv inställning än Nordea och Handelsbanken. Dessa två banker skiljer sig mycket åt gällande befogenheter och organisationsstruktur, vilket även varierar mellan resterande banker. Vi anser därför inte att beslutsprocess eller organisationsstruktur har betydelse för användning utan återgår till resonemanget kring bankfokus. Danske Bank har mycket stor utlåning till mindre företag, vilket även kan sägas om Swedbank. Detta då Swedbank har sina rötter i den lokala sparbanksrörelsen och därmed torde det fortfarande finnas en stark lokal anknytning, vilket tyder på utlåning till mindre bolag. Mindre företag har empiriskt setts som olämpliga för covenants då det kan bli dyra förhandlingar, men både Danske Bank och Swedbank diskuterade covenants i relation till mindre bolag. Med anledning av detta uppfattar vi deras inställning som positiv och de typer av covenants som de väljer att använda är troligen endast de som är mer lämpade för mindre bolag, vilket bör underlätta för bolagen om de kan undvika att ta ut pantbrev.

5.1.2 Syftet med bankernas användning

Ovanstående analys var fokuserad på att ställa fallen mot varandra – en lodrät analys – vi kommer nu analysera de olika kategorierna som vi har identifierat – en vågrät analys. När bankerna har diskuterat varför de väljer att använda covenants i sin kreditgivning har flera olika svar givits, så som att de allmänna villkoren inte räcker till och att kredittagaren inte är villig/har ej möjlighet att erbjuda tillräckligt med realsäkerheter. I grund och botten mynnar dessa påståenden ut i hur banken ska kunna hantera den risk som finns inom kreditgivningen. Därmed diskuterar bankerna indirekt de agentproblem som teorin behandlar, vilket medför att det teoretiska syftet som har presenterats – att covenants skyddar mot kreditrisker genom att förhindra agentproblem (Smith & Warner, 1979) – överensstämmer väldigt väl med det praktiska syftet.

I de fall då de allmänna villkoren, de standardvillkor som finns för kreditgivning, inte är tillräckliga och covenants hade ignorerats, skulle risken för alla typer av agentproblem bli betydande för bankerna. Att bankerna använder covenants p.g.a. otillräckliga standardvillkor, blir därför en naturlig motivering. Handelsbanken lyfte dock fram att det i många fall är bättre att justera de allmänna villkoren än att införa covenants. Covenants har dock framkommit som ett verktyg som används i mycket få situationer och för att fånga in specifika risker, varvid omjusterade standardvillkor troligen blir tidskrävande samtidigt som alternativkostnaden att istället använda covenants bör vara lägre.

Den andra orsaken som har nämnts, angående införandet av covenants, är bristen på realsäkerheter. Alla bankerna har varit mycket tydliga med att covenants inte är en ersättning för realsäkerheter, eftersom de enbart fungerar som den trip wire som Whitehead (2009) diskuterar. Merparten av bankerna har uttryckt att de inte skulle ge en kredit till en kredittagare som de inte känner förtroende för, även om covenants införs. Vi menar att bankerna p.g.a. detta ser adverse selection som betydelsefullt då denna informationsasymmetri (Jensen & Meckling, 1976) gäller urvalet av kredittagare. Detta kan även påvisas genom att diskutera vilka informationsproblem covenants respektive realsäkerheter löser. Covenants bidrar till att hantera moral hazard, då inskrivandet förhindrar särskilda beteenden hos kredittagaren. En realsäkerhet å sin sida förhindrar inte kredittagaren att agera utefter eget tycke då säkerheten ges vid ingåendet av avtalet. Skulle kredittagaren agera felaktigt inträffar inga konsekvenser förrän beteendet har gått så långt att åtagandet inte längre kan uppfyllas. Dock finns det gott om spelrum för kredittagaren att agera fram tills en sådan situation inträffar. Utifrån detta kan slutsatsen dras att banker faktiskt fäster större vikt vid att hantera den initiala informationsasymmetrin som adverse selection skapar och inte de problem som moral hazard medför eftersom bankerna uppenbarligen prioriterar realsäkerheter före covenants.

En annan orsak till att bankerna föredrar panter, utöver informationsasymmetriska skäl, skulle kunna vara de agentkostnader (Jensen & Meckling, 1976) som uppstår vid användning av covenants respektive panter. Covenants torde resultera i betydligt fler agentkostnader jämfört med panter. Antagandet baserar vi på att covenants medför kostnader både för banken som övervakar kredittagaren och för kredittagaren som måste uppfylla bankens krav. Panter medför däremot inte direkta agentkostnader för banken, utan det är kredittagaren som får bära dessa. Kredittagaren får ta ut pantbrev för att påvisa sin pålitlighet, vilket kan uppgå till betydande belopp. I situationen med covenants delar banken och kredittagaren på

agentkostnaderna, om än inte helt lika. Svenska banker kan därför sägas föredra panter, dels för att de vill fokusera på det initiala valet av kredittagare, dels för att det inte medför lika stora agentkostnader.

5.1.3 Fördelar och nackdelar

Alla banker har visat avoghet mot covenants, även om SEB till viss del avvek från detta, eftersom bankerna anser att covenants inte kan ersätta realsäkerheter. Detta har varit den tydligaste nackdelen bland bankerna, att covenants enbart är en uppsägningsgrund, tillsammans med att det är tidskrävande och svårt att hitta covenants som medger att bankerna kan agera i rätt tid. Dessa nackdelar är de som har nämnts teoretiskt, exempelvis genom Berlin och Mester (1992) som diskuterar hur övervakningen försvåras genom alltför komplexa avtal, men nackdelarna har alltid varit av underordnad betydelse jämfört med de fördelar som finns. Teoretiskt har det även diskuterats att covenants kan medföra att företagsledningen börjar manipulera sina resultat (Day & Taylor, 1998), vilket ej framkommit empiriskt. Samtidigt har bankerna varit noga med att poängtera att de bygger det mesta av sin kreditgivning på ett förtroende till kredittagaren. Förtroendet skulle inte uppkomma om det fanns misstanke om manipulation och det kan återigen vara en orsak till varför covenants inte används i så stor utsträckning i Sverige. Covenants verkar begränsande och att sätta för många eller felaktiga covenants skulle inte främja förtroendet mellan bank och kredittagare. Både teorin (Box, 2010; Gârleanu & Zwiebel, 2009) och bankerna har konstaterat ovanstående, då både Handelsbanken och SEB har poängterat vikten av att hitta rätt covenants och förstå kredittagarens verksamhet.

De fördelar som diskuterats teoretiskt har ofta framställts som mycket stora och bankerna har diskuterat samma fördelar men inte gett dem samma vikt som de fått teoretiskt. Danske Bank uttryckte detta på ett mycket talande sätt då de påpekade att covenants egentligen inte medför några riktiga fördelar för banken. Att denna inställning finns i Sverige och inte överensstämmer med den empiriska kan bero på att traditionerna i kreditgivningen skiljer sig mycket åt. I de anglosaxiska länderna där merparten av forskningen har skett är covenants ett naturligt inslag och därmed är det naturligt att forskningen ser covenants som positiva.

5.2 Faktorer som påverkar användningen av covenants

Det har varit mycket tydligt att typen av kredit är oerhört viktig för i vilka situationer covenants förekommer. Diskussionerna som har förts i intervjuerna har ofta fokuserat mot förvärvskrediter, dels för att exemplifiera användandet, dels för att förklara med vilken frekvens covenants används. Bankerna tar upp att dessa typer av krediter bygger på en värdering av det förvärvade företags verksamhet, en värdering som baseras på prognoser över framtida kassaflöden. Dessa framtida kassaflöden är mycket svåra att prognostisera, bland annat då det finns svårigheter att på förhand identifiera de synergieffekter som kan uppstå via förvärvet. Orsaken till att covenants används i dessa situationer är att kassaflödena är osäkra och att covenants ger banken löpande uppdateringar om bolagets verksamhet, vilket medför en större trygghet att ta sig an krediten. Covenants teoretiska syfte är att överbygga informationsasymmetrier (Smith & Warner, 1979) och på så sätt minimera agentproblematiken, vilket är vad som sker empiriskt när bankerna får löpande uppdateringar.

Tidigare har empirin indikerat att adverse selection problematiken är viktigare än moral hazard och att bankerna försöker hantera kreditriskerna med hjälp av realsäkerheter. Dock kan vi i denna situation, förvärv, se att de svenska bankerna försöker förhindra kreditriskerna med hjälp av covenants medan risken i övrig kreditgivning mestadels hanteras med panter. Precis som banker har påpekat så blir de allmänna villkoren otillräckliga då risken i förvärvssituationer är mycket hög samtidigt som det är svårt att få panter. Att covenants är mer vanligt förekommande i förvärvskrediter har inte framkommit i tidigare studier, vilket kan bero på två saker. Till att börja med har få studier gjorts i vilka situationer covenants används, mycket fokuserar på brytandet, men en annan anledning kan vara att covenants är frekvent förekommande i USA och därmed ses användandet i förvärvskrediter inte som utmärkande då det finns i alla creditsituationer.

En faktor som varit starkt förknippad med förvärvskrediter har varit företagens storlek, vilket bankerna har lagt stor betydelse vid. En motivering har varit knuten till de långa förhandlingsprocesserna, vilka inte är relevanta att påbörja med mindre bolag. En annan motivering har varit att mindre bolag sällan har den kunskap om covenants som krävs. Att förhandlingarna är ett viktigt argument kan bero på teorins diskussion om agentkostnader då det blir väldigt kostsamt att dels förhandla, dels säkerställa att kontraktet verkligen uppfylls. För banken skulle förhandlingar med en mindre aktör därmed innebära att nyttan med att införskaffa och få ständiga uppdateringar över verksamheten inte överstiger de kostnader som

finns med att genomföra förhandlingarna. Precis som Eisenhardt (1989) diskuterar är information en produktionsfaktor och banken får därmed göra avvägningen mellan kostnad och nytta. Då bankerna i första hand diskuterar förvärv som viktigaste påverkansfaktor till covenants, ska även poängteras att förvärv och större företag kan ses som starkt sammankopplade då viktiga företagsförvärv vanligtvis sker mellan mycket stora bolag.

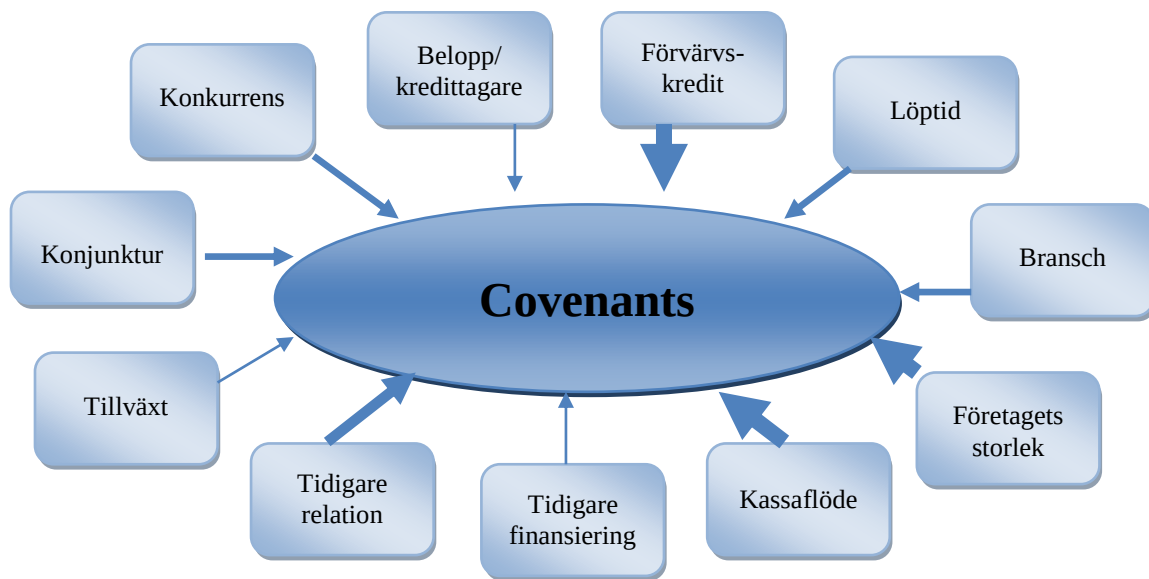
Utöver förvärvskrediter har bankerna återkommit till kassaflödet i sina diskussioner, dels som en faktor som avgör om krediten är relevant att ta sig an, dels som ett nyckeltal som är viktigt att fånga in. Anledningen är att säkerställa att det finns en god återbetalningsförmåga hos kredittagaren, vilken hade kunnat påverkas negativt ur bankens synvinkel om företaget hade tillåtits ha ett moral hazard beteende. Genom att studera kassaflödet och kontrollera detta med covenants så resultatstyrs kredittagaren, då kredittagaren själv får agera för att upprätthålla sina kassaflödesnivåer. Att bankerna ser kassaflöde som en viktig faktor att fånga in beror på att denna kan förhindra alla fyra agentproblem (Smith & Warner, 1979), exempelvis så säkerställer styrning av kassaflöde att utdelningsproblematiken hanteras då för stora utdelningar inverkar negativt på ett företags kassaflöde. Att kassaflödet är viktigt har visat sig i flera andra studier så som Bradley och Robert (2004) som menar att volatiliteten i kassaflödet har betydelse för med vilket frekvens covenants används.

En annan faktor som kan relateras till kassaflöde är branschtillhörighet, då verksamheter i olika branscher har olika volatilitet i sina kassaflöden. Cotter (1998) diskuterar vikten av bransch vid användandet av covenants. När bankerna diskuterat vikten av bransch har svaren varit mycket spridda på den direkta frågan om branschens vikt. SEB var mycket tydlig med att covenants till stor del förklaras av branschtillhörighet. Övriga banker diskuterade hellre typen av verksamhet, vilken varierar inom branscherna. Viktiga faktorer som framkom i denna situation var vilken kapitalbindning som finns, den internationella närvaron och vilka branscher som ses som trendbranscher att investera i. Därmed är branschkopplingen inte lika tydlig i den svenska empirin som i teorin. Detta skulle kunna bero på att empiri och teori definierar begreppet bransch olika, exempelvis som typen av verksamhet indikerar, men det kan även bero på att branschen påverkar användning av covenants i trender. Bankerna har ofta uttryckt att användandet av covenants styrs av konjunkturer i termer av strikthet och användning, vilket medför att frågan gällande branschberoende mer är kopplad till den makroekonomiska frågeställningen kring konjunktur. Dock ska poängteras att vissa banker varit vaga i sin motivering kring den direkta frågan huruvida makroekonomi spelar in, vilket Bradley och Roberts (2004) menar att den gör. I flera fall har dock övergripande diskussioner

om vad som styr användningen av covenants indikerat att omvärlden spelar roll så som hur konkurrenterna använder det, tillgång och efterfrågan på krediter, samt att bankerna tror att användningen framöver kommer fortsätta influeras av andra länder. Detta kan därmed indikera att det finns direkta faktorer som spelar in vid användandet av covenants, vilka bankerna är relativt överens om så som typ av kredit, företagsstorlek och kassaflöde, men att det även finns indirekta faktorer. Dessa indirekta faktorer skulle därmed ses vara bransch och makroekonomiska faktorer.

Något som alla banker har nämnt som relevant är den tidigare relationen med kredittagaren, ingen bank lyfte dock fram denna aspekt självmant. Tidigare relation har varit betydelsefull i de teoretiska diskussionerna (Eisenhardt, 1989) och de svenska bankerna har lyft fram att detta underlättar då banken vet att kredittagaren är pålitlig. Vissa banker har menat att tidigare relation ofta påverkar det "head-room" som ges. Att tidigare relation är av betydelse kan ses som logiskt då detta reducerar informationsasymmetri i kreditgivningen, vilket kan hantera moral hazard då banken vet vad kredittagaren kan leverera samtidigt som adverse selection inte uppstår då banken vet att kredittagaren är trovärdig.

Alla bankerna har varit eniga om det som i analysen benämnts som direkta faktorer, men andra faktorer har berörts även om bankerna inte lyft fram dem och gett dem någon större vikt. Trots att bankerna har valt att specificera vissa faktorer, har alla varit mycket noga med att poängtera att det enskilda fallet och förhandlingssituationen är det som verkligen avgör. För en sammanfattning av de faktorer som kan sägas påverka användningen av covenants och deras upplevda relevans, se figur 4.



Figur 4. Faktorer som påverkar användandet och därmed valet av covenants utifrån vår tolkning av bankernas diskussioner. Pilarna visar den betydelse som vi har tillskrivit varje faktor.

5.3 Kategorier av covenants som används

I diskussionen kring vilka covenants som de olika bankerna nyttjar, har svaren varit blandade men relativt lika. Merparten av de covenants som diskuterats har överensstämmt, så som negativklausuler, kassaflöde och informationsskyldighet. Utöver dessa har vissa banker valt att ta upp specifika covenants som inte har nämnts i övriga intervjuer, varav ett exempel är cross acceleration som SEB diskuterade. Då intervjuerna ej har varit fokuserade på att definiera alla covenants, utan mer varför de används, ser vi att skillnader i svaren troligen inte beror på att det är unika covenants för banken utan beror på intervjupersonernas kännedom och hur noga de vill lyfta fram specifika covenants. Den teori som har framlagts har ofta varit inriktad på samma typ av covenants som har diskuterats, så som finansiella nyckeltal och negativklausuler. Därmed överensstämmer teorin mycket väl med den svenska marknadens användning av covenants. Denna överensstämmelse kan bero på att (1) den svenska marknaden är ovan vid att använda covenants och/eller att (2) det är få aktörer på den svenska marknaden. Det första påståendet, att det finns en ovan på den svenska marknaden, baserar vi på att covenants är underprioriterat pant och övriga säkerheter. Därmed har det inte funnits behov att finna unika covenants, vilket har medfört att när användningen blir aktuell så föredras de traditionella, teoretiska covenants. Det andra påståendet baseras på att få

marknadsaktörer medför att företagen lättare kan få information om vilka covenants som används av de olika bankerna. Därmed stärks företagens förhandlingsposition och bankerna får konvergera sin användning av covenants för att fortsätta vara konkurrenskraftiga. Skulle den svenska marknaden bli mer segmenterad när det gäller kreditgivning och nischbankerna växa sig större, skulle en möjlighet vara att synen och användningen av covenants skulle skilja mer åt än den gör i dagsläget.

Skillnader i bankernas svar har ej varit utmärkande gällande specifika covenants, men däremot har kategoriernas betydelse varierat. Alla bankerna har varit eniga om att produktions-/investeringsbegränsande covenants sällan används men några banker har specificerat att när kategorin används så är det i förvärvssituationer. Detta tyder på (1) moral hazard problemen som hanteras inte ses som bankernas största bekymmer samt att (2) panternas existens medför en trygghet för banken. Det första påståendet bygger på att kategorin ska förhindra tillgångsersättning samt underinvestering. Då bankerna i stort sett bortser från denna kategori tyder det återigen på att bankerna har lagt större vikt vid adverse selection och enbart tagit sig an de kredittagare som de tror kommer investera i lönsamma projekt. Bedömningen av de två agentproblemen har därmed skett innan avtalets ingående. Det andra påståendet bygger på att bankerna har en initial grundtrygghet då panter utnyttjas i större grad jämfört med covenants i och med den svenska lagstiftningen. Med detta menar vi att om riskfyllda projekt tas av kredittagaren och detta leder till en default, har bankerna realsäkerheter som gör att de kan realisera sina fordringar. En lagstiftning i likhet med den anglosaxiska hade troligen givit en annan prioritering av denna kategori av covenants, då panter sällan utnyttjas och banken måste säkerställa risknivån i kreditgivningen på annat sätt.

De kategorier som har prioriterats av alla banker är finansieringsbegränsande och finansiella covenants. Enligt Smith och Warner (1979) så kan det finnas en problematik kring finansieringsbegränsande covenants då det är svårt att förutse framtida finansieringsbehov. Dock är det inte denna typ av begränsning som har dykt upp i intervjuerna, utan fokus har oftare varit riktat mot klausuler mot pantsättning och ägarstruktur. Detta fall återkopplar starkt till traditionen och lagstiftningen i Sverige som bygger på panter, och därmed är det viktigt att dessa säkerställs. Detta behov finns inte på samma sätt i anglosaxiska länder, utan där blir rena finansieringslösningar viktigare att begränsa. En ytterligare anledning till vikten av negativklausuler i Sverige kan baseras på resonemanget kring resultat- och beteendestyrning (Rapp & Thorstenson, 1994). Negativklausuler bygger på en beteendestyrning, vilket krävs i de situationer bankerna ha uppgett vara relevanta för användningen av covenants. I

förvärvskrediter är det svårt att få vanliga realsäkerheter och då risken är hög krävs striktare styrning än enbart via resultat. Dock var finansiella covenants minst lika vanligt använda som finansieringsbegränsande och denna kategori har ett mer resultatstyrningsfokus. Därmed kan bankerna fånga in flera agentproblem indirekt genom finansiella nyckeltal. Finansiella covenants var fördelaktigt i alla typer av krediter och återigen kan vi se att bankerna inte vill begränsa sina kredittagare i allt för stor utsträckning. Detta då finansiella covenants medger många olika typer av beteenden så länge resultatet uppnås. Återigen blir det en koppling till svenska bankers vikt vid relation och att hantera agentproblem initialt istället för under kreditgivningens gång.

Bankerna har varit oeniga kring kategorin utdelningsrestriktiva covenants vilket är intressant. Denna kategori har prioriterats högt av Danske Bank och ses som viktig till mindre bolag i Swedbanks fall. SEB och Nordea däremot ser utdelningsrestriktiva covenants vara av mindre betydelse. Handelsbanken menar att detta är en svårhanterlig kategori och att utdelningsförbud oftast hanteras indirekt via finansiella nyckeltal. Bankernas svar kan återkopplas till den inledande analysen av bankfokus. De två bankerna som har varit positiva, Danske Bank och Swedbank, har bägge identifierats till att vara de med fokus på mindre bolag. Detta kan bero på att utdelningsförbud är mer lämpliga mot mindre bolag, p.g.a. att det ofta är fåmansbolag där ägaren har incitament att ta ut pengar ur verksamheten. Kategorin är som helhet den mest enskilt lämpliga av covenantnskategorierna för mindre bolag, då resterande kategorier skulle bli resultera i onödiga krav som kan hanteras på andra sätt.

Slutligen har alla banker diskuterat informationsgivande klausuler, vilket ses som en egen kategori ur ett teoretiskt perspektiv. Dock har denna kategori enbart kortfattat diskuterats av bankerna, gällande den rapportering som krävs av kredittagaren. Därmed har bankerna inte diskuterat denna kategori så detaljerat som teorin och vi fick intrycket att bankerna upplevde rapporteringsbehovet uppkomma p.g.a. övriga covenants. Att teori och empiri skiljer sig åt kan ses som logiskt, dels då teorin skrevs under 70-talet, dels då teori oftast försöker kategorisera och definiera ting för att lättare kunna beskriva dem. Denna kategorisering eftersträvas sällan empiriskt vilket kan ha medfört de sparsamma svaren kring denna kategori.

5.4 Framtidsutsikter

När det gäller användningen av covenants framöver har svaren varit spridda även om alla tror att det kommer fortsätta användas i samma eller större utsträckning. Handelsbanken som varit mycket kritiska mot covenants tror på ett ökat användande, vilket kan bero på en ökad medvetenhet om covenants samt en idag låg användning. På motsatt vis bör SEB:s svar, att användningen inte ökar, bero på att användningen redan är hög och att covenants redan har en viktig roll i avtalen. Denna fråga sker på en mer spekulativ basis och därmed kunde det ha varit intressant att ställa frågan till fler aktörer inom varje bank för att kunna analysera framtidsutsikterna utifrån ett bankperspektiv.

Det som är intressant är det förändrade fokus som har diskuterats av Danske Bank, Swedbank och till viss del Nordea. Nordea menade att Basel III gör kapitalbindningen ännu viktigare, vilket innebär fortsatt fokus på panter. Likaså indikerade Danske Bank att covenants inte längre blir lika avgörande i avtalen. Swedbank var dock den bank som tydligast markerade att covenants kan få rollen som prisjusterare istället för riskminimerare, vilket innebär ett helt annat fokus. Detta fokus kan därmed gå i linje med teorin kring performance pricing (Asquith et al., 2005). I och med de spridda svaren kan vi se att bankerna är försiktiga när det gäller användandet av covenants, även om många tror att användningen kommer öka är detta inte en önskvärd utveckling. Samtidigt kan det sägas att då covenants enbart vuxit fram under de senaste 10-15 åren, behöver en ökning inte innebära en försämring utan kan istället innebära en effektivare användning. I och med finanskrisen och de cov-lite som har använts bör ett ökat framtida användande även medföra en större medvetenhet och skapa bättre processer för att hantera valet och även konsekvenserna vid brytandet.

6. Slutsatser

I kapitlet presenteras de slutsatser som har dragits från empirin, baserat på de syften som gavs inledningsvis i studien. Därefter följer en diskussion kring slutsatserna, samt ett resonemang kring hur studien skulle kunnat genomföras för att stärka resultat ytterligare. Slutligen diskuteras förslag på fortsatt forskning, som vår studie kan ha lagt grunden för.

6.1 Slutsatser

För att kunna besvara vår problemformulering, definierade vi fyra syften som tillsammans medverkar till att besvara vår frågeställning. Dessa syften var följande:

Kartlägga förekomsten av covenants vid kreditgivning i Sverige. Vi valde att studera användningen av covenants i Sverige då denna bör skilja sig mot USA, baserat på olika lagstiftning och tradition. Detta antagande var korrekt, utbredningen av covenants i Sverige var relativt låg i de fem fallen. De svenska bankerna använder covenants i mycket få situationer men uttryckte även att covenants har blivit mer förekommande under det senaste årtiondet. Vi har dragit slutsatsen att den låga användningen beror på att bankerna fäster större vikt vid adverse selection problematiken istället för moral hazard, genom att de väljer att utvärdera sina kredittagare innan ett avtal ingås.

Analysera varför svenska banker väljer att använda sig av covenants. Covenants är, som tidigare slutsats nämnt, inte vanligt förekommande i Sverige. Därmed finns fler möjligheter att analysera varför det inte används i kreditgivningen, så som vikten av adverse selection och agentkostnader. När bankerna trots allt tillför covenants i kreditavtalet beror det vanligtvis på att önskvärda realsäkerheter inte fås och/eller att de allmänna villkoren inte är tillräckliga. I dessa situationer finns ändå skiljelinjer mellan bankerna, vilket visar sig i att covenants används mer i vissa banker. Vi har dragit slutsatsen att den varierande användningen främst beror på det fokus banken har, gällande bland annat företagskunder och lönsamhet.

Analysera vilka omständigheter som påverkar valet av covenants. I fallstudierna har flera faktorer framkommit som är viktiga när bankerna väljer om covenants ska användas, vilka som ska användas och hur strikta dessa ska vara. Vi har valt att definiera faktorerna utifrån direkta, vilka alltid har betydelse vid bankens val, och indirekta, vilka har en viss påverkan men varierar med situationen. De direkta faktorerna har identifierats till typ av kredit, företagsstorlek och företags kassaflöde medan de indirekta faktorerna bland annat har varit

bransch och konjunkturcykler. Faktorerna som påverkar är framförallt kopplade framtida osäkerhet, vilket medför att risken för banken blir mycket hög, men även till viss del kostsamma förhandlingar med mindre aktörer. Slutsatsen blir därmed att omständigheterna som påverkar valet av covenants främst är förknippat med bankens framtida riskhantering.

Diskutera bankernas uppfattning kring den framtida användningen av covenants i Sverige. Bankernas tankar kring kommande användning är skilda gällande frekvens och strikthet, men det framgår att covenants inte kommer försvinna från den svenska kreditmarknaden. Dock tror vissa banker att covenants roll kommer förändras och att den betydelse de haft i tidigare avtal inte längre kommer vara lika avgörande.

Dessa syften har nu bidragit till att besvara vår problemformulering *”Beskriva och analysera hur användandet av covenants sker i svenska bankers kreditgivning”*. Detta då varje syfte belyser en del av problemet och tillsammans skapar en god helhetsbild kring hur svenska banker använder sig av covenants. Användandet har varit påfallande likt mellan alla fallstudier och därmed kan sägas att vår beskrivning och analys av de svenska bankernas användning av covenants skiljer sig relativt lite åt.

6.2 Diskussion kring slutsatser

Det som varit tydligt under våra fallstudier är att covenants inte ses som ett fullständigt medel för att hantera de kreditrisker som finns i bankernas avtal. Teoretiskt ses covenants som ett väl fungerande verktyg för att hantera kreditrisker, svenska banker hanterar dock kreditrisker innan avtalets ingående varvid det blir naturligt att covenants inte får den betydelse som teorin lägger vid dem. I de fall covenants används ser vi även att de kostnader teorin diskuterar blir betydelsefulla genom att bankerna ej ser det som lönsamt att förhandla fram covenantpaket med mindre aktörer. Vi påtalade även inledningsvis att svenska bankers användning borde skilja sig åt från tidigare studier, men dessa skillnader var vanligtvis större än vad vi trodde gällande exempelvis frekvensen i användandet. Många gånger har svaren kring viktiga påverkansfaktorer som presenterats varit i någorlunda linje med teorin, men då har det också varit tydligt att de fallstudier vi gjort inte lägger samma betydelse eller vikt vid svaret som det får teoretiskt.

Det är tydligt att panter är förstahandsvalet i merparten av kreditgivningen och detta kan ses som en naturlig följd av den svenska lagstiftningen. Vi har dock märkt att kreditgivningen hos

bankerna många gånger bygger på förtroende och att covenants tillför begränsningar som bankerna inte alltid ser som önskvärda att ge kredittagaren. Därmed anser vi att vårt resultat i många fall inte enbart bygger på en lagstiftning utan också en tradition i att sätta tilltro till kredittagaren och skapa en relationsaffär istället för en affärsförbindelse. SEB var exempelvis klara med att de såg covenants som ett fullgott komplement till andra säkerheter, vilket också det tyder på att våra resultat inte enbart är beroende av vad som har lagstiftats utan också vad bankerna väljer att fokusera på.

Den starka överensstämmelsen vi har sett mellan våra fallstudier, relaterar vi till att alla bankerna är fullsortimentsbanker i Sverige och klart dominerande gällande sina balansomslutningar. Vi ser därmed att resultatet har blivit likartat till följd av att utvalda banker ofta vänder sig mot samma kunder och samma marknader. Vi förväntade oss inte en sådan överensstämmelse, vi trodde att bankernas fokus och strategi skulle medföra större spridning i svaren. Resultatet skulle troligen kunna ha blivit mer differentierat med fler fallstudier, med aktörer av mindre storlek eller med ett annat fokus. Dock bör den svenska lagstiftningen påverka även dessa aktörer, varvid vi tror att användningen av covenants fortfarande skiljer sig mycket mot de anglosaxiska länderna.

Ser vi till de framtidsdiskussioner som har förts och resultatet kring dessa kan vi konstatera att covenants troligen inte heller framöver kommer få något genomslag i Sverige. Bankerna har påpekat att covenants långsamt växt fram på den svenska marknaden under de senaste åren och att de kommer finnas kvar framöver. Dock kommer covenants inte ha den betydelse som i anglosaxiska länder och det finns även möjligheter kring att det kommer användas i andra syften än riskhantering. Vårt resultat indikerar att den oro som finns kring covenants i exempelvis USA, då särskilt fokuserad mot mildare villkor såsom cov-lite, inte är aktuell och inte heller bör bli det i Sverige. Detta då den svenska kreditgivningen bygger på en grundlig granskning av kredittagaren innan avtalet skrivs, vilket inte gör covenants relevans så betydande.

6.3 Framtida forskning

Med anledning av att covenants varit ett relativt utforskat fenomen i Sverige, har vår uppsats bidragit till att belysa området och klargjort hur bankerna ställer sig till att använda covenants. Då vårt syfte var att analysera användandet på ett brett och övergripande plan, har vi

identifierat att det finns fler frågeställningar som kan studeras inom ämnesområdet för att få en mer detaljerad bild över covenants i Sverige.

- Vad händer när covenants bryts? Har bankerna goda rutiner för detta, med anledning av att covenants är ett mindre prioriterat alternativ i kreditgivningen? Många studier granskar med vilken frekvens covenants bryts, detta är problematiskt att studera p.g.a. den svenska banksekretessen. Ett alternativ till att studera brytandefrekvens är att se hur bankerna hanterar en situation där avtalet har överträtts. Vilka sanktioner sätter de in och är de väl införstådda med vilka sanktioner som ska vidtas i alla situationer?
- Vi avgränsade oss och valde att inte titta på syndikerade lån för att se hur de enskilda bankerna använder covenants. Det har dock framkommit att covenants är vanligast förekommande vid förvärvskrediter och syndikerade lån, varvid vi ser en relevans i att studera hur covenants används i dessa specifika situationer. Hur används covenants tillsammans med övriga säkerheter? Hur sker uppföljningen i ett syndikat?
- Hur sker användningen av covenants i andra kreditinstitut? De svenska storbankerna var mycket lika i sin användning, men särskiljer sig andra kreditinstitut i sin användning av covenants? Detta anser vi vara av intresse då vi ser vissa skillnader i bankernas fokus och ett kreditinstitut med annorlunda riskperspektiv kan mycket väl tänkas använda covenants på helt andra premisser.

7. Referenser

ALMI. (Dec 2010). *ALMI Företagspartners Låneindikator*. Stockholm: ALMI.

Andrén, N., Eriksson, T., & Hansson, S. (2003). *Finansiering* (1:1 uppl.). Malmö: Liber Ekonomi.

Asquith, P., Beatty, A., & Weber, J. (2005). Performance pricing in bank debt contracts. *Journal of accounting and economics* , 40, 101-128.

Backman, J. (2009). *Rapporter och uppsatser* (2:5 uppl.). Lund: Studentlittertur.

Bergqvist, Robert . (den 23 02 2011). *Det ekonomiska nuläget*. EEE-dagarna, Lunds Universitet.

Bergström, C. (2009). *Finanskrisen och den svenska krishanteringen under hösten 2008 och vintern 2009*. Stockholm: Finanspolitiska rådet.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2007). *Corporate Finance*. Boston: Pearson Education.

Berlin, M., & Mester, L. J. (1992). Debt covenants and renegotiation. *Journal of financial intermediation* , 2, 95-133.

Box, R. (2010). How to effectively negotiate loan covenants. *Journal of accountancy* , 50-52.

Bradley, M., & Roberts, M. R. (2004). *The structure and pricing of Corporate debt covenants*. Duke University: Working paper.

Bratton, W. W. (2006). Bond Covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process. *European business organization law review* , 7, 39-87.

Broomé, P., Elmér, L., & Nylén, B. (1998). *Kreditgivning till företag* (5 uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Bryman, A., & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (1:1 uppl.). Malmö: Liber Ekonomi.

Bäckström, A. (1998). *Värdeskapande kreditgivning - Kreditriskhantering ur ett agentteoretiskt perspektiv*. (Avhandling för ekonomie licentiatexamen, Linköpings Universitet, 1998).

Chava, S., & Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? The role of debt covenants. *The journal of finance* , 63 (5), 2085-2121.

Cheol, P. (2000). Monitoring and structure of debt covenants. *The journal of finance* , 60 (5), 2157-2195.

Cotter, J. (1998). Utilisation and restrictiveness of covenants in Australian private debt. *Accounting and finance* , 38 (2), 181-196.

Danske Bank. (u.å). *Kort om banken*. Hämtat från Danske Bank:
<http://www.danskebank.se/sv-se/Om-banken/Kort-om-banken/Pages/Kort-om-banken.aspx>
den 22 03 2011

Danske Bank. (2010). *Årsredovisning 2010*. Köpenhamn: Danske Bank.

Davidoff, S. M. (den 01 03 2011). Debt market rebounds from the crisis, and so does risk. *Dealbook; New York Times* .

Day, J., & Taylor, P. (1998). The role of debt contracts in UK corporate governance. *Journal of management and governance* , 2, 171-190.

Demiroglu, C., & James, C. M. (2010). The information content of bank loan covenants. *The review of financial studies* , 23 (10), 3700-3737.

ECB. (2009). *Årsrapport 2008*. Tyskland: Europeiska centralbanken.

ECB. (2010). *Månadsrapport mars 2010*. Tyskland: Europeiska centralbanken.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory, an assessment and review. *Academy of Management Review* , 14 (1), 57-74.

Finansinspektionen. (2010). *Risker i det finansiella systemet*. Stockholm: Finansinspektionen.

Gârleanu, N., & Zwiebel, J. (2009). Design and renegotiation of debt covenants. *The review of financial studies* , 22 (2), 749-781.

Hamm, R. (2008). Tips for developing, setting and monitoring financial covenants. *RMA Journal* , 90 (8), 55-57.

Handelsbanken. (u.å). *Om banken*. Hämtat från Handelsbanken:
<http://www.handelsbanken.se/> den 22 03 2011

Handelsbanken. (2010). *Årsredovisning 2010*. Stockholm: Handelsbanken.

Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. (2008). *Financial markets and corporate strategy*. Berkshire: Mc Graw Hill Education.

Jacobsen, D. I. (2002). *Vad, hur och varför? -om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structures. *Journal of financial economics* , 3, 305-360.

Laffont, J.-J., & Martimort, D. (2002). *The theory of incentives: the principal-agent model*. Princeton: Princeton University press.

Lamont, O. (1995). Corporate-Debt Overhang and Macroeconomic Expectations. *American Economic Review* , 85 (5), 1106-1117.

Langemar, P. (2008). *Kvalitativ forskningsmetod i psykologi - att låta en värld öppna sig*. Stockholm: Liber.

Laughlin, L. S., & Hutchinson, M. (den 11 02 2011). Covenant-lite loans prove less risky than thought. *New York Times* .

Lindahl, M. (2000). *Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånande företagsförvärv*. Institutionen för datavetenskap, Tekniska fakulteten. (Avhandling för ekonomi licentiatexamen, Linköpings universitet, 2000).

Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* , 39 (3), 575-592.

Nishanian, R. V., & Wallace, D. (2009). Monitor covenants to improve loan performance. *Commercial lending review* , 24 (4), 27-43.

Niskanen, J., & Niskanen, M. (2004). Covenants and small business lending: The Finnish case. *Small business economics* , 23, 137-149.

Nordea. (u.å.). *Om Nordea*. Hämtat från Nordea :
<http://www.nordea.com/Om+Nordea/52062.html> den 31 03 2011

Nordea. (2010). *Årsredovisning 2010*. Stockholm: Nordea.

Ouchi, W. G. (1979). A conceptual framework for the design of organizational control mechanisms. *Management science* , 25 (9), 833-848.

Paglia, J. K. (2007). An overview of covenants in large commercial bank loans. *RMA Journal* , 90 (1), 74-78.

Rajan, R., & Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *The journal of finance* , 50 (4), 1113-1146.

Rapp, B., & Thorstenson, A. (1994). *Vem skall ta risken?* Lund: Studentlitteratur.

Regeringskansliet. (den 19 05 2004). *Regeringskansliets rättsdatabaser*. Hämtat från Finansdepartementet:
http://62.95.69.15/cgi-bin/thw?%24%7BHTML%7D=sfst_1st&%24%7BHTML%7D=sfst_dok&%24%7BHTML%7D=sfst_err&%24%7BBASE%7D=SFST&%24%7BTRIPSHOW%7D=format%3DTHW&BET=2004:297 den 14 02 2011

Sagner, J. S. (2009). Bank loan covenant measures and mis-measures. *North American journal of finance and banking research* , 3 (3), 55-68.

Schmidt, K. M. (2006). The economics of covenants as means of efficient creditor protection. *European business law review* , 7, 89-94.

SEB. (u.å.). *Om SEB*. Hämtat från SEB:
<http://www.sebgroup.com/pow/wcp/sebgroup.asp?website=TAB1&lang=se> den 30 03 2011

SEB. (2010). *Årsredovisning 2010*. Stockholm: SEB.

Smith, C. M., & Warner, J. B. (1979). On financial contracting - an analysis of bond covenants. *Journal of financial economics* , 7, 117-161.

Statistiska centralbyrån. (den 07 02 2011). *Aktuell statistik ur Företagsregistret*. Hämtat från Statistiska centralbyrån: http://www.scb.se/Pages/List____259330.aspx den 25 02 2011

Swedbank. (u.å.). *Om Swedbank*. Hämtat från Swedbank: <http://www.swedbank.se/om-swedbank/index.htm> den 03 04 2011

Swedbank. (2010). *Årsredovisning 2010*. Solna: Swedbank.

Svenska Bankföreningen. (03 2010). *Den svenska finansmarknaden*. Hämtat från Svenska Bankföreningen:

[http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/25BBAF308202245CC125761800442481?open](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/25BBAF308202245CC125761800442481?open) den 28 04 2011

Sveriges Riksbank. (2010 a). *Den svenska finansmarknaden 2010*. Stockholm: Sveriges Riksbank.

Sveriges Riksbank. (2010 b). *Finansiell stabilitet 2010:2*. Stockholm: Sveriges Riksbank.

Sveriges Riksbank. (den 14 03 2011). *Dagsnoteringar, valutakurser mot svenska kronor*. Hämtat från Sveriges Riksbank: <http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16748> den 14 03 2011

Thurén, T. (2005). *Källkritik* (Vol. 2). Stockholm: Liber AB.

Wallén, G. (1996). *Vetenskapsteori och forskningsmetodik* (Vol. 2). Lund: Studentlitteratur.

Verde, M. (1999). *Loan preserver - The value of covenants*. New York: Fitch IBCA.

Whitehead, C. K. (2009). The evolution of debt: Covenants, the credit market, and corporate governance. *The journal of corporation law* , 34 (3), 641-676.

Yin, R. K. (2003). *Case study research - design and methods* (3 uppl.). California: Sage Publications.

Intervjuer

Hermansson, L.-G. (den 04 04 2011). Nordea, Kreditchef, Region Skåne. (A.-K. Lennartsson, & D. Hansson, Intervjuare)

Jerntorp, A. (den 04 04 2011). Swedbank, Kreditchef, Region södra Sverige. (A.-K. Lennartsson, & D. Hansson, Intervjuare)

Johansson, J. (den 23 03 2011). Danske Bank, Kreditchef, Södra Sverige. (A.-K. Lennartsson, & D. Hansson, Intervjuare)

Karlsson, M. (den 01 04 2011). SEB, Chef för bank och landanalys, Sverige. (A.-K. Lennartsson, & D. Hansson, Intervjuare)

Larsson, U. (den 17 11 2010). Handelsbanken, Stf kreditchef, södra Sverige. (A.-K. Lennartsson, & D. Hansson, Intervjuare) Malmö.

Larsson, U. (den 25 03 2011). Handelsbanken, Stf kreditchef, södra Sverige. (A.-K. Lennartsson, & D. Hansson, Intervjuare)

8. Bilagor

Bilaga A – Intervjuguide

- **Inledning**

Vi berättar bakgrund om oss själva och presenterar vår uppsats och syftet med denna samt vilka avgränsningar vi har valt att göra.

- **Övergripande fakta**

Information om intervjugpersonen

(Ledord: bakgrund, position i banken, antal år i banken, ansvarsområden och befogenheter)

- **Bankens syfte med covenants**

Varför använder ni covenants? Vad är huvudsyftet?

(Ledord: agera i bankens intresse, övervakning, kontroll av företaget, säkerhet och skydd, förmedla förväntningar?)

Vilka är alternativen till covenants? Hur vanligt förekommande är covenants i den generella kreditprocessen?

(Ledord: panter, borgen, performance pricing)

Fördelar med covenants relativt andra säkerheter? Vad gör nämnd fördel viktig?

(Ledord: skydda banken från kreditrisker, övervaka/styra beteendet hos kredittagaren, kommunikationskälla gentemot kredittagaren d.v.s. signalerar vad som förväntas av företaget, tidigt stadium indikera om företaget har bekymmer)

Nackdelar och problem med covenants relativt andra säkerheter? Varför är nämnd nackdel problematisk?

(Ledord: ger det fullgott skydd för alla eventuella scenarion? Genererar det verifierbar info? för restriktiva? manipulation från kredittagaren sida?)

- **Beslutsprocessen**

Hur går beslutsprocessen till? Från initiering till faktiskt inskrivande i kreditavtalet?

(Ledord: standardiserade förhandlingar, medverkande aktörer, längd, instanser i banken)

Vad är företagens reaktion på covenants?

(Ledord: införstådda med varför det används, välvilligt inställda?)

Vilka svårigheter upplever banken med denna process?

Hur sker kontrollen av uppfyllande av covenants?

(Ledord: rapportering)

- **Situationer med covenants**

När blir det aktuellt att använda covenants? Finns det typsituationer när det alltid används?

Vilka kännetecken tittar ni på hos kredittagaren när ni bestämmer vilka covenants ni skall använda? Varför är just dessa viktiga?

(Ledord: tidigare relationer, bransch, rating, storlek på företaget, kapitalstruktur, tillväxt)

Är krediternas kännetecken avgörande för valet av covenants? Vad går gränserna för de olika kännetecknen? Finns specifika riktlinjer?

(Ledord: löptid, storlek, marginal och lönsamhet)

Påverkar makroekonomiska faktorer er användning av covenants? På vilket sätt?

(Ledord: konjunkturläge, finanskris, reporänta, politiskt klimat, inflation)

- **Kategorier av covenants**

Vår kategorisering av covenants är denna: redovisning, produktion/investering, utdelning, finansiering, förtroendeskapande. Dessa definieras för banken innan frågorna ställs.

Hur ser ni på redovisningsbaserade covenants?

Vilka är vanligast förekommande? Varför?

(Ledord: räntetäckningsgrad, kassaflöde i relation till totala skulder, marginaler, kassalikviditet, balanslikviditet, skuldsättningsgrad)

I vilken/vilka situationer lämpar sig specifika nyckeltal? Varför?

Hur ofta används denna typ, frekvens? Varför?

Hur ser ni på produktion/investerings baserade covenants?

Vilka är de vanligaste? Hur är de utformade? *nyckeltal/procentcats etc*
(*Ledord: hinder mot investeringar? Hinder mot försäljning av tillgångar?*
Hinder mot fusioner?)

I vilken/vilka situationer lämpar sig specifika nyckeltal? Varför?

Hur ofta används denna typ, frekvens? Varför?

Hur ser ni på utdelningsrestriktiva covenants?

Vilka är de vanligaste? Hur är de utformade? *nyckeltal/procentcats etc*
(*Ledord: utdelning, återköp av aktier*)

I vilken/vilka situationer lämpar sig specifika nyckeltal? Varför?

Hur ofta används denna typ, frekvens? Varför?

Hur ser ni på finansieringsbegränsade covenants?

Vilka är de vanligaste? Hur är de utformade? *nyckeltal/procentcats etc*
(*Ledord: leasing och sale-lease-back, hinder mot nya lån?, prioritet på lån,*
korsvis uppsägningsrätt)

I vilken/vilka situationer lämpar sig specifika nyckeltal? Varför?

Hur ofta används denna typ, frekvens? Varför?

Hur ser ni på förtroendeskapande covenants?

Vilka är de vanligaste? Hur är de utformade? *nyckeltal/procentcats etc*
(*Ledord: tidsintervall på inlämnandet av rapporter? Bekräftelse av covenants*
uppfyllande, Kontinuerlig redovisningsteknik, miljölagar och andra lagar,
försäkringar, skatteskulder)

I vilken/vilka situationer lämpar sig specifika nyckeltal? Varför?

Hur ofta används denna typ, frekvens? Varför?

Hur ser ni på helhetsbilden av de olika kategorierna?

(Ledord: mix av dem eller fokus på en kategori? Vilken kategori ser ni som viktigast och varför)

Finns det en gräns för hur många covenants ni sätter på ett företag?

(Ledord: trade-off mellan kontroll/säkerhet och kontraktskostnader)

- **Framtid**

Tror ni det blir vanligare med covenants framöver? Varför?

(Ledord: Fler/färre? Mer/mindre restriktiva?)

Kommer andra typer av covenants växa fram eller kommer det vara samma typer framöver? Varför?

- **Avslutning**

Finns det något att tillägga som inte har framkommit tidigare?

Vill ni läsa det vi skrivit? Innan eller efter inlämning?

Anonymitet eller ej i uppsatsen?

Får vi kontakta er för en komplettering via telefon om behov uppstår?

Bilaga B – Artikel

Covenants används allt mer hos de svenska storbankerna – Men är det uppskattat?

Under det senaste decenniet har det växt fram ett ökat tryck från omvärlden att de svenska bankerna ska använda sig av alltmer lånerestriktioner i sina kreditavtal, s.k. covenants. Vid intervjuer med de fem största bankerna på den svenska marknaden (Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB och Swedbank) visar det sig att de är mestadels negativa till verktyget, då de i stor grad föredrar att arbeta med realsäkerheter så som panter istället.

Den mest frekventa användningen av covenants återfinns i de anglosaxiska ländernas kreditavtal och i USA ses covenants som ett av de viktigaste medlen för att skydda bankerna mot kreditförluster. Vid beviljandet av en kredit kan flertalet covenants, kreditrestriktioner, skrivas in i avtalet och utformningen av dessa varierar. De kan behandla finansiella nyckeltal, så som soliditet och likviditet, men även diverse förbindelser som företaget åtar sig att uppfylla. De hindrar företagen från att agera enbart utifrån eget intresse, då de gör att banken kan ställa krav på företagets verksamhet. I grund och botten syftar covenants till hur banken ska kunna hantera den risk som finns inom kreditgivningen, nämligen risken att det uppstår ett informationsglapp mellan banken och företaget. Covenants gör att banken kan få en löpande kontroll över ett företags verksamhet, och därmed samtidigt få en betydligt bättre insyn och förståelse för företaget. (se faktaruta på nästa sida)

Svenska bankers användning

De svenska bankerna använder till viss del covenants då de allmänna villkoren i kreditkontrakten inte är tillräckliga. Det kan också bli ett alternativ då kredittagaren

inte vill eller har möjlighet att ställa några övriga realsäkerheter.

Trots att covenants används mycket i de anglosaxiska länderna och att utländska forskare ser verktyget som mycket positivt används det inte i samma omfattning som realsäkerheter så som panter och borgen på den svenska marknaden. Till stor del beror detta på att verktyget är relativt nytt inom svensk företagsutlåning, då det har växt fram gradvis under de senaste decennierna vilket gör att bankerna fortfarande är mer trygga med realsäkerheter. Det beror också på skillnaden i lagstiftning mellan Sverige jämfört med exempelvis USA. Den amerikanska kreditgivningen bygger mycket mer på kontraktsprinciper och därmed blir lånerestriktioner som är inskrivna i kontrakten mycket viktigare än i Sverige.

Av de studerade bankerna är det SEB som är mest positiva till covenants. ”SEB har stort fokus på företagets löpande kassaflöde och prioriterar därmed covenants i många kreditavtal och vi ser därmed positivt på att använda verktyget”, säger Mårten Karlsson, Sverigechef Bank/Landanalys SEB. De andra fyra bankerna trycker mycket mer på att covenants enbart är ett komplement i ett stort kreditpaket med fokus på realsäkerheter. ”Ska man vara lite sådär utmanande så finns det egentligen inte så många fördelar med att jobba med covenants utifrån bankens perspektiv”, säger Jens Johansson, regionkreditchef Danske Bank södra Sverige. Detta resonemang grundar han på att de enbart utgör en uppsägningsgrund för banken då företaget har misskött sig medan exempelvis panter innebär en möjlighet för

banken att realisera sin fordran på ett helt annat sätt.

Bankernas syn på framtiden

Alla fem banker tror dock att de ändå kommer vara tvungna att använda covenants framöver. Ett antagande som mestadels baseras på det ökade trycket från de anglosaxiska länderna. ”Användningen kan komma att öka på grund att vi ser ett ständigt ökat tryck från andra länder”, säger Anders Jerntorp, regionkreditchef Swedbank södra Sverige. Vidare menar Ulf Larsson, ställföreträdande regionkreditchef Handelsbanken södra Sverige att användningen av covenants framöver kan sprida sig från de större företagen ner till de mindre.

Dock finns en yttre omständighet som även kan påverka bankerna i den andra riktningen, så tillvida att det blir allt större fokus på panter, nämligen de nya kapitaltäckningskraven som Basel III för med sig. ”Vi måste till stor del fokusera på panter framöver då vi måste ha en betydligt bättre kapitaltäckning för att kunna leva upp till de nya Basel III-kraven”, säger Lars-Gunnar Hermansson, kreditchef Nordea region Öresund. Covenants framtida betydelse kan därmed te sig lite

Fakta: Covenanter är olika typer av lånerestriktioner som bankerna kan skriva in i kreditavtalen vid utlåning till framförallt företag. De kan delas in i fem kategorier:

- Finansiella nyckeltalsbegränsningar, exempelvis krav på att upprätthålla ett visst kassaflöde eller en viss soliditetsnivå.
- Produktions/investeringsbegränsande som syftar till att hindra företagen att investera i alltför riskfyllda projekt.
- Utdelningsrestriktioner / värdeöverföringsförbud som skall hindra företagen att exempelvis dela ut för mycket medel till aktieägarna utifrån bankens perspektiv.
- Finansieringsbegränsande som begränsar företagets möjlighet att pantsätta sina tillgångar hos andra långivare, så att den befintliga bankens förmånsrätt inte förändras.
- Förtroende/informationsgivande behandlar åtgärder som företagen skall ta sig an, exempelvis löpande skicka in information som årsredovisningar och dylikt till banken.

olika beroende på om bankerna kommer att prioritera en löpande övervakning av företagets verksamhet som covenants medför eller en möjlighet att realisera sin fordran genom panter. Något som framtiden får utvisa.

Skriven av: Dennis Hansson och Ann-Katrin Lennartsson.