

Skall vi avskaffa kreditsäkerheterna?

Förmånsrätten reglerar olika borgenärs inbördes ställning i konkurs. Den statliga Förmånsrättsutredningen diskuterar nu en reform av förmånsrätten som betonar principen om olika borgenärs lika rätt starkare än förut. Ett inslag i reformförslaget är en försämring av företagshypotekets ställning så att det endast ger rätt till en del av värdet på den intecknade egendomen. Hittills har ekonomiska överväganden spelat en undanskymd roll vid de bedömningar som lagstiftaren gjort om förmånsrättsordningen. Denna artikel behandlar förmånsrättens ekonomiska effekter och kritiserar det aktuella reformförslaget.

1. Inledning

Den djupa depressionen och det stora antalet konkurser i början av 1990-talet påskyndade reformen av insolvensrätten i Sverige. Hösten 1996 trädde den nya lagen om företagsrekonstruktion i kraft. År 1996 tillsattes även en förmånsrättskommitté vars uppgift är att utreda frågor om olika allmänna förmånsrätter i konkurs, lönegarantin, samt företagshypotekets

CLAS BERGSTRÖM är professor i finansiell ekonomi vid Handels-högskolan i Stockholm och sakkunnig i Justitiedepartementet (Förmånsrättsutredningen). Hans pågående forskning rör främst finansiell rättsekonomi och corporate finance. STEFAN SUNDGREN är biträdande professor i redovisning vid Svenska Handelshögskolan i Vasa, Finland. Hans forskning berör huvudsakligen frågor om obeståndsekonomi och corporate finance. Båda författarna har utfört utredningsarbete för Förmånsrättsutredningen.

ställning.¹ Kommittén skall avge sitt betänkande i höst.

Förmånsrätten reglerar olika borgenärs inbördes ställning i konkurs. I Finland genomfördes en reform av förmånsrätten år 1992, och i reformen betonades principen om olika borgenärs lika rätt starkare än förut. Reformen förändrade även företagshypotekets ställning så att det numera endast ger rätt till 50 procent av värdet på den intecknade egendomen. Skall Sverige gå i Finlands fotspår i det här avseendet?

Hittills har ekonomiska överväganden spelat en undanskymd roll vid de bedömningar som lagstiftaren gjort om förmånsrättsordningen. Det finns emellertid starka skäl som talar för att ändra analysperspektivet från det rent rättsdogmatiska till att utvärdera lagstiftningens ekonomiska effekter. Förmånsrättsordningen inverkar på beslut som företaget, borgenärerna och konkursförvaltningen gör vid en konkurs eller vid en företagsrekonstruktion. Det är

¹ Se Kommittédirektiv. Förmånsrätt vid konkurs, m.m. [Dir 1995:163].

emellertid inte endast den lilla minoriteten av krisdrabbade företag som påverkas av förmånsrättslagstiftningen. Eftersom förmånsrätten avgör värdet på olika säkerheter som används vid kreditgivning spelar lagstiftningen även en fundamental roll för kreditförsörjningen till företag i allmänhet.

Den företrädesordning som skall gälla för olika fordringar vid konkurs regleras i förmånsrättslagen [1970:979, FRL]. Utgångspunkten i förmånsrätten är att alla fordringar mot gäldenären har lika rätt, men lagen gör en uppräkning av de fordringar som har bättre rätt än andra och anger vilken ordning som skall gälla mellan dessa fordringar. I förmånsrätten skiljer man mellan allmänna förmånsrätter och särskilda förmånsrätter. De särskilda förmånsrätterna ger rätt till utdelning ur bestämd egendom, medan en allmän förmånsrätt gäller gäldenärens hela egendom. Viktiga särskilda förmånsrätter är panträtter av olika slag, in-teckningar i fast egendom samt fordran på grund av företagshypotek. Företagshypotek är en förmånsrätt som, till skillnad från pant-rätt, omfattar den lösa egendomen som tillhör näringsidkaren.² Det som utmärker företagshypoteket är således att det gäller en egendomsmassa som kan förändras över tiden. Revisors- och bokföringskostnader, skatter samt löner och pensioner har allmän förmånsrätt. Sedan de förmånsberättigade borgenärerna fått betalt utgår betalning till de oprioriterade borgenärerna, d v s borgenärer utan förmånsrätt. Bland fordringar utan förmånsrätt kan nämnas leverantörsfordringar avseende omsättningstillgångar och lån utan säkerhet i pant eller företagshypotek. Utrymmet för utdelning till oprioriterade borgenärer i företagskonkurser är mycket begränsat. I en typisk svensk konkurs går de oprioriterade borgenärerna lottlösa från konkursboet.³

Hur skall morgondagens förmånsrättsordning se ut? Vår ståndpunkt – vilken även delas av direktiven till den svenska

utredningen – är att en reform av förmånsrätten i första hand bör vara styrd av behoven på kreditmarknaden.⁴ Förmånsrätten bör utformas på ett sätt som ger företag möjligheter att minimera sina lånekostnader. I lagstiftningsarbetet bör man exempelvis ta ställning till om leverantörernas möjligheter att erhålla säkerheter efter leverans bör förbättras, och om man skall begränsa kreditgivarens möjlighet att få gäldenärens (låntagarens) egendom reserverad som kreditunderlag med företräde framför andra borgenärer.

Artikeln är disponerad på följande vis. Nästa avsnitt redogör för förmånsrätts teori. Vi analyserar sambandet mellan förmånsrätten och företagets totala lånekostnader, förmånsrätts inverkan på borgenärens beteende i konkurs samt förmånsrätts inverkan på olika intressekonflikter i samband med rekonstruktion av företag på obestånd. Sedan övergår vi till att diskutera implikationerna för lagstiftaren och att sammanfatta de övergripande slutsatserna i artikeln.

2. Förmånsrätts teori

En fruktbar utgångspunkt för att analysera den roll förmånsrättsordningen har vid kreditgivning är att tänka sig en ekonomi med perfekt fungerande marknader.⁵ I

²Kassa- och banktillgodohavanden, aktier, obligationer och vissa andra lösa tillgångar hör inte till företagshypoteksegendomen.

³I exempelvis Strömberg & Thorburns [1996] urval av konkursföretag med mer än 20 anställda uppgick utdelningen i genomsnitt till 31% av fordringarnas totala belopp (median 28%). Fordringar med säkerhet i företagshypotek fick i genomsnitt utdelning med 65% (median 78%), skatter 32% (median 6%), löner 11% (median 0%) och oprioriterade fordringar 1% (0%) median.

⁴Se Kommittédirektiv. Förmånsrätt vid konkurs, m.m. [Dir 1995:163 s 4].

⁵Se Schwartz [1981] för en översikt av teorier om säkerhetsskulder och förmånsrätter.

denna idealiserade ekonomi har ingen aktör något informationsövertag i förhållande till någon annan aktör. De avtal som upprättas mellan olika kreditgivare och gäldenären reglerar alla tänkbara framtida frågor som kan uppkomma.

Med denna utgångspunkt är det ingen fördel för en låntagare att erbjuda exempelvis företagshypotek som säkerhet för ett lån. Den lägre kostnaden för kredit från kreditgivare som får låntagarens egendom reserverad med företräde framför andra borgenärer uppvägs av den högre ränta som kreditgivare utan säkerhet kräver för att kompensera sig för den ökade risken. Analysen för den perfekta ekonomin pekar således på att förmånsrättsordningen avgör hur ett företags återstående värde kommer att fördelas mellan olika borgenärer vilkas förväntade utdelning i konkurs har beaktats i samtliga ränte- och lånevillkor. Förmånsrätten påverkar kostnaden för olika former av kredit samtidigt som den totala lånekostnaden är oberoende av förmånsrättsordningen. I själva verket är denna slutsats ett direkt resultat av Modigliani och Millers [1958] irrelevanteori; företagets marknadsvärde är oberoende av sammansättningen på de instrument som finansierar det – kapitalstrukturen. Eftersom kostnader är förknippade med att inrätta säkerheter i låneavtal är det rationellt för företag att inte utnyttja tillgångar som kreditunderlag överhuvudtaget i en idealiserad ekonomi.

Problemet är därför att förklara varför kreditsäkerheter existerar. Idag existerar ett antal moderna teorier om företags kapitalstruktur i vilka den grundläggande premissen för Modigliani och Miller ifrågasätts.⁶ En del av dessa bidrag har relevans för en analys av kreditsäkerhetens ställning och därmed för en diskussion om vilka drivkrafter som ligger bakom användandet av kreditsäkerheter och en analys av lagstiftningsbehovet.

Ett grundantagande bakom resultatet att förmånsrättsordningen endast har för-

delningsmässiga konsekvenser är att all information är symmetriskt fördelad mellan företaget och dess långivare. I själva verket föreligger betydande informationsproblem i samband med kreditgivning. Informationsproblem och ofullständiga kreditavtal ger upphov till olika slag av intressekonflikter och övervakningsproblem. Den ekonomiska litteraturen har studerat huruvida dessa intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt påverkar värdet på företagets tillgångar vid en konkurs eller försöken att rekonstruera ett företag och hur kreditgivning till företag i allmänhet påverkas av att olika borgenärer får olika utdelning vid en konkurs.

Vi inleder med att redogöra för hur förmånsrättsordningen påverkar kreditförsörjningen till företag i allmänhet. Därefter diskuterar vi hur förmånsrättsordningen påverkar krisdrabbade företag dels vid konkurs, dels i samband med rekonstruktionsförsök.

2.1 Förmånsrätten och företagets kapitalkostnader

2.1.1 Informationsproblem och kreditsäkerheter

Kreditgivare har i allmänhet mindre information om verksamhetens framtida vinstutveckling och om risknivån jämfört med vad låntagaren har. Kreditgivaren vet detta och osäkerheten gäller hur detta övertag kommer att utnyttjas. En utvärdering av låntagaren måste göras innan lånekapital kan tillskjutas. När låneavtalet väl har ingåtts ändras karaktären på kreditgivarens problem. Svårigheten är nu närmast den att han inte i detalj kan avgöra huruvida företaget fattar de för honom mest ändamålsenliga besluten. På grund av aktieägarnas begränsade ansvar för bo-

⁶Harris & Raviv [1991] samt Holmström & Tirole [1989] ger översikter av kapitalstrukturteorier efter Modigliani & Miller [1958]

lagets förpliktelser har de i en situation där företaget är på randen till obestånd allt att vinna och inget att förlora på en mycket riskfylld investering. Man kan därför inte utesluta att aktieägarna på kreditgivarnas bekostnad drar fördel av att företaget väljer mer riskfyllda projekt än vad man från början talat om. Kreditgivarna har naturligtvis en helt annorlunda avkastningsprofil. Det är exakt denna skillnad som ger upphov till motstridiga intressen vad gäller krisdrabbade företags investeringspolitik. En vanlig beteckning på denna intressemotsättning mellan aktieägare och kreditgivare är *överinvesteringsproblemet*.⁷

I ett företag som är på randen till obestånd, men som har möjlighet att investera i ett relativt riskfritt projekt, kan ett annat slag av investeringsproblem uppkomma. Aktieägarna kan ha incitament att förkasta projekt med positivt nuvärde eftersom en del av avkastningen på projektet tillfaller långivarna vilkas fordringar blir mindre riskfyllda i och med att man investerar i det lönsamma och relativt riskfria projektet. Denna intressekonflikt benämns *underinvesteringsproblemet*.⁸

2.1.2 Övervakningskostnader

De intressekonflikter vi har redogjort för får naturligtvis konsekvenser för utformningen av kreditavtalet. För att minska den förlustrisk som långgivaren löper kan denne på olika sätt försöka bemöta problemet avtalsvis genom olika klausuler i kreditavtalet. Den här typen av klausuler kräver en fortlöpande övervakning av gäldenärens förhållanden. Övervakning är emellertid kostsamt.

Bruket av kreditsäkerheter kan reducera övervakningskostnaderna. En kreditgivare med säkerhet behöver endast övervaka den ställda säkerheten och inte hela verksamheten. Denna kreditgivare kan ta ut en lägre ränta, dels för den lägre kreditförlusten i händelse av en betalningsinställelse, dels för att övervakningen blir

mindre resurskrävande. Å andra sidan kan övervakningskostnaderna komma att öka för borgenärer utan säkerhet.⁹ Om besparingen i övervakningskostnader för kreditgivare med säkerhet är större än de ytterligare övervakningskostnader som kreditgivaren utan säkerhet drar på sig uppkommer en total besparing. En total inbesparing uppnås om olika borgenärer har olika höga övervakningskostnader, d v s när vissa borgenärer har komparativa fördelar ifråga om att övervaka kostnadseffektivt. En lägre total kostnad för krediter uppnås i en situation där kreditgivare med höga övervakningskostnader erhåller realsäkerhet, medan de långgivare som på ett effektivt sätt kan övervaka gäldenären är oprioriterade. Fördelningen av kostnadsbesparingen beror naturligtvis på konkurrensförhållandena på kreditmarknaden.

Sammanfattningsvis kan vi på den här

⁷Jensen & Meckling [1976] är den klassiska analysen av överinvesteringsproblemet. Det kanske elegantaste sättet att illustrera intressemotsättningarna mellan aktieägare och kreditgivare är att använda grundläggande optionsteori. Här väljer vi emellertid en mer intuitiv redovisning som inte förutsätter någon kunskap om optionsteori.

⁸Meyers [1977] är den klassiska referensen till detta investeringsproblem.

⁹En aspekt på kreditsäkerheter är att dessa kan begränsa gäldenärens möjligheter att ändra inriktningen mot en mer riskfylld verksamhet [se Smith & Warner 1979]. En sådan förändring av verksamheten kan kräva att vissa tillgångar byts ut mot andra. En pant kan förhindra detta. Pantsäkerheten kan därför gagna inte bara den långgivare som har panten som säkerhet utan också alla andra långgivare som gett företaget krediter. Den ökning i övervakningskostnaderna som möter långgivare utan säkerheter kan därför bli mindre än den minskning i övervakningskostnader som kreditgivare med säkerhet åtnjuter. Kreditsäkerheten kan till och med innebära lägre övervakningskostnader för icke prioriterade långgivare.

punkten konstatera att ansatsen att förklara existensen av kreditsäkerheter gäller då säkerheter på ett avgörande sätt kan förhindra företaget att byta till en mer riskfylld verksamhetsinriktning eller då betydande skillnader föreligger mellan olika kreditgivares möjligheter att övervaka lånekontrakt.

2.1.3 Företagshypoteket och tillgången på kapital

Ett argument som framförts i många sammanhang mot att försvaga säkerhetsshavarnas ställning är att lägre säkerhetsvärden skulle minska tillgången på kapital.¹⁰

I en idealiserad ekonomi, har vi konstaterat, kommer alla företag med lönsamma projekt att erhålla finansiering oberoende av hur goda säkerheter som erbjuds. Låneräntan kommer att anpassas efter verksamhetens risk. I praktiken kan emellertid företag få problem med att erhålla finansiering för lönsamma projekt till en rimlig kostnad. En förklaring är att informationsproblem föreligger mellan låntagaren och långgivaren. Om en långgivare är bristfälligt informerad om ett företags risk kan räntan inte anpassas efter risken för det specifika företaget utan man är tvungen att debitera ett risktillägg som motsvarar tex risken i branschen överlag. En högre ränta på lånet kan emellertid leda till att låntagaren tar större risker. En högre ränta påverkar också urvalet av företag som söker kredit. Om banken kräver en hög ränta kommer de företag som söker kredit överlag att ha en mer riskfylld verksamhetsinriktning. Relativt riskfria projekt är inte lönsamma att finansiera till denna ränta. Under dessa omständigheter kan banken välja att avstå från att ge kredit och vissa företag kommer att få problem med att erhålla finansiering. Tillgången på kredit blir ransonerad.¹¹

Om banken emellertid tar säkerhet i form av olika tillgångar reduceras problemet med asymmetrisk information vad

gäller risken i företagets verksamhetsinriktning. På motsvarande sätt leder ett försvagat företagshypotek till problemen med asymmetrisk information försvåras och kan således leda till att banker hellre avstår från att bevilja krediter.

Sparandet i hela ekonomin påverkas naturligtvis inte av en förmånsrättsreform. De medel som skulle ha utlånats med företagshypotek som säkerhet kommer vid en försämring av företagshypoteket att kanaliseras på andra sätt till olika investeringsobjekt. Vilka kanaler medlen skulle ta är inte alldeles lätt att bedöma, men potentiellt kommer leasing- och factoringaktiviteten, belåningsgraden av pant och inteckningar och finansieringen med eget kapital att öka. Teorin om kreditransonering vid asymmetrisk information talar för att det i första hand är små eller medelstora företag som i första hand kommer att beröras vid en försämring av företagshypoteket. Krediter kommer i större utsträckning att kanaliseras till större och väletablerade företag och till företag som har en tillgångsmassa som ger en bättre realsäkerhet för krediter (fastigheter och andra panträtter i fast egendom). Eftersom andra kreditgivares position förbättras i motsvarande grad kan följden av ett svagare, eller avskaffat, företagshypotek också bli att leverantörer oftare, och till något förmånligare villkor, säljer på kredit åt riskfyllda företag.

¹⁰I direktivet för Förmånsrättskommittén [Dir 1995:163 s 4] poängteras betydelsen av att analysera konsekvenserna av förmånsrätten för kreditmarknadens funktionssätt. Även i USA har en urholkning av säkerhetsunderlaget varit aktuell, och ett argument som framförts mot reformen är att tillgången på kredit skulle minska [se Harris & Mooney, 1997].

¹¹Se Stiglitz & Weiss [1981] för en formell modell.

2.1.4 Förmånsrätten för nya lån och tillgången på kapital

Vi skall fortsätta med en situation då företaget redan lånat från en långivare och därefter förhandlar om ytterligare lån från en annan långivare. Den finansekonomiska litteraturen har här visat att förmånsrättsordningen kan ha två potentiella effekter på företagets kapitalförsörjning. Förmånsrätt för nya lån kan dels vara en förutsättning för att erhålla ny finansiering till lönsamma projekt men kan också leda till att företag erhåller finansiering att genomföra projekt som inte är lönsamma.

Vi inleder med att illustrera en situation där förmånsrätt för nya lån är en förutsättning för att lönsamma projekt skall genomföras.¹² Vi betraktar ett skuldsatt företag som är på randen till obestånd men som har tillgång till ett relativt *riskfritt* projekt. Projektet är lönsamt (positivt förväntat nuvärde) och ökar därför företagets värde. Det företag vi betraktar är således ett livskraftigt företag som är under tillfällig finansiell press. Företaget bör omstruktureras och nytt kapital tillskjutas.

Antag först att den gamla långivaren har förmånsrätt och att företaget lånar det kapital som krävs för att genomföra projektet av en ny långivare. Den nya långivaren kräver en relativt hög ränta eftersom hans fordran är efterställd den gamla långivaren. I den här situationen är det troligt att det endast är den gamla långivaren som drar fördel av att projektet kommer till stånd. För aktieägarna framstår investeringen i det nya projektet som att man kastar in goda pengar efter dåliga. Detta är en illustration av underinvesteringsproblemet som uppkommer därför att aktieägare i företag med en signifikant risk att komma på obestånd ofta finner att lönsamma investeringar gagnar kreditgivarna (här de som har förmedlat det första lånet) på aktieägarnas bekostnad.

Om i stället det nya lånet erhåller bätt-

re förmånsrätt än det gamla kan projektet finansieras till en lägre kapitalkostnad. Sannolikheten att det lönsamma projektet kommer att genomföras av aktieägarna är därför mycket högre då det nya lånet ges förmånsrätt. Notera att den gamla långivaren inte förlorar eftersom man investerar i ett lönsamt projekt med liten risk. Slutsatsen är att förmånsrätt till nya lån kan vara en förutsättning för att finansiera lönsamma nysatsningar. Förmånsrätt till det nya lånet bemästrar så att säga underinvesteringsproblemet.

Borde förmånsrätten utformas så att nya lån alltid får en bättre förmånsrätt än tidigare lån? Eftersom förmånsrätt för nya lån kan leda till att företag även investerar i projekt som inte är lönsamma är inte svaret på frågan kategoriskt ja.

För att illustrera detta antar vi ett företag på obestånd som har tillgång till ett olönsamt (negativt förväntat nuvärde) och relativt *riskfyllt* projekt. Eftersom aktieägarna inte svarar personligen för företagets åtaganden och det egna kapitalet är förbrukat har de allt att vinna och inget att förlora på att projektet genomförs. Den nya långivaren som får förmånsrätt framför den gamla utkräver i den här situationen en tämligen hög ränta som kompensation för den höga risken i projektet. Den gamla långivaren har däremot en "downside risk" medan aktieägarna får en "upside potential".

Vi kan således konstatera att förmånsrätt för nya lån kan vara en förutsättning för att företag skall investera i lönsamma projekt, men att möjligheter att låna med bättre förmånsrätt än tidigare också kan leda till att företag investerar i icke lönsamma projekt.¹³

¹² Framställningen bygger på Berkovitch & Kim [1990].

¹³ Bergström & Sundgren [1998] analyserar utförligt sambandet mellan förmånsrätten för nya lån och tillgången på kapital.

2.2 Konkurer och förmånsrätt

Vi fortsätter med att tillämpa teorin i specifika situationer i konkurs och i rekonstruktioner. Vi börjar med att visa att en bra förmånsrätt för säkerhetshavare kan leda till att konkurs för icke livsdugliga företag fördröjs. Detta medför kapitalförstöring och en lägre total utdelning till borgenärerna i den konkurs som oundvikligen inträffar. Därefter visar vi att intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan leda till att säkerhetshavarna föredrar en snabb försäljning av tillgångarna framför att använda mera tid och resurser för att söka efter en köpare med en högre värdering av tillgångarna.

2.2.1 Förmånsrätten och fördröjda konkurer

Överinvesteringsproblemet betecknade vi tidigare som den intressekonflikt som uppkommer då aktieägarna drar fördel av att företaget ändrar investeringsinriktning och väljer mera riskfyllda projekt. En jämförbar situation inträffar då aktieägarna i ett företag som inte är livsdugligt fortsätter med verksamheten. Fortsatt verksamhet innebär som regel en högre osäkerhet på värdet på företagets tillgångar jämfört med om företaget likvideras.

Låt oss betrakta ett enkelt numeriskt exempel som illustrerar förhållandet att kreditgivare med säkerhet kan ha incitament att fortsätta att finansiera icke livsdugliga företag.¹⁴ Antag att ett företag har 110 i totala skulder varav 60 är skulder till en kreditgivare med säkerhet och 50 i skulder till oprioriterade borgenärer. Kreditgivaren med säkerhet har rätt till företagets hela värde före de oprioriterade borgenärerna. Företagets tillgångar är värda 100 i konkurs. Om verksamheten fortsätter antar vi att sannolikheten för att tillgångarnas värde stiger till 120 är 50 % och sannolikheten att värdet sjunker till 60 är 50 %. Det förväntade värdet på tillgångarna blir då 90.¹⁵ Företaget borde av-

vecklas eftersom det värdet på tillgångarna är högre om företaget likvideras jämfört med om verksamheten skulle fortsätta.

På grund av begränsat personligt ansvar för aktieägarna har gäldenären incitament att fortsätta att driva verksamheten.¹⁶ Även kreditgivaren som har givit kredit mot säkerhet har intresse av att företaget fortsätter eftersom skulderna är riskfria; säkerhetens värde överstiger krediten även om värdet på företaget sjunker till 60. Såväl kreditgivaren med säkerhet som gäldenären har gemensamt ett intresse av en lösning som garanterar fortsatt verksamhet. Kreditgivaren med säkerhet kan få kompensation till exempel genom att erhålla en ränta som är något högre än vad som krävs för att kompensera för kreditens risk.

Om de två kreditgivarna i stället skulle ha samma förmånsrätt är det lätt att visa att den kreditgivare som tidigare gav kredit mot säkerhet nu saknar incitament att fortsätta att finansiera företaget eftersom det högsta värdet på den skuld som teoretiskt sett kan utlovas om verksamheten skulle fortsätta är mindre än vad som erhålls i en konkurs.

2.2.2 Förmånsrätten och försäljning av tillgångar i konkurs

Intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan få konsekvenser för konkursrealisationen.¹⁷ Det finns även ett visst anekdotiskt belägg för att säkerhets-

¹⁴ Vi använder ett exempel som bygger på framställningen i Hudson [1995, s 49].

¹⁵ Vi antar riskneutralitet och att den riskfria räntan är 0.

¹⁶ Aktieägarna får ingenting vid en direkt konkurs, medan det förväntade värdet på det egna kapitalet är $0,5 \cdot (120 - 110) = 5$ vid fortsatt verksamhet.

¹⁷ Se t ex Baird [1986, s 137].

borgenärernas ställning kan inverka på realisationsresultatet.¹⁸ Vi skall illustrera med ett exempel som bygger på Bairds framställning:

Antag att det förväntade realisationsresultatet är osäkert. För enkelhets skull antar vi att sannolikheten är lika hög för vart och ett av utfallen: 5 000, 6 000 15 000. Företaget har 7 200 i skulder mot säkerhet (vilka betalas i sin helhet före övriga borgenärer) och 8 000 i skulder till oprioriterade borgenärer.

Om de oprioriterade borgenärerna skulle kontrollera konkursrealisationen har de incitament att använda tid och resurser för att försöka få ett så bra pris som möjligt för tillgångarna eftersom de själva får en utdelning endast om realisationen ger mera än 7 200. Om säkerhetsborgenärerna däremot har ett inflytande över konkursrealisationen kan ett för lågt pris accepteras. Antag att man får ett bud på 7 000 vilket således skulle innebära en liten förlust för säkerhetsborgenären. Om ytterligare bud inhämtas är sannolikheten lika hög för alla utfall mellan 5 000 och 15 000. Eftersom säkerhetsborgenären inte kan få mera än 7 200 och det finns en risk att nästa bud är lägre, lönar det sig för borgenären med säkerhet att verka för att företagets tillgångar säljs till priset 7 000. Den förväntade utdelningen till borgenären med säkerhet om man skulle vänta på en ytterligare köpare är 6 873.¹⁹

Exemplet illustrerar att borgenärer som har givit kredit mot säkerhet kan ha ett intresse att verka för en relativt snabb konkursrealisation. En försämrning av kredit-säkerheten ger incitament att använda mera tid och resurser för att söka efter en köpare med högre värdering av tillgångarna.

Konkursrealisationen sköts av förvaltaren, men resonemanget har relevans om borgenärerna har ett inflytande över konkursrealisationen. Borgenärernas indirekta inflytande kan vara omfattande. Framförallt kan det ligga i förvaltarens intresse att agera i bankers och andra in-

stitutionella långgivares intresse eftersom dessa är återkommande aktörer i dessa sammanhang.

2.3 Förmånsrätten och rekonstruktioner

Att förmånsrättsordningen kan inverka på möjligheterna att rekonstruera företag har poängterats i flera sammanhang.²⁰ Argumentationen finner stöd i den rättsekonomiska litteraturen, som visar att intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan påverka rekonstruktionsmöjligheterna.

Antag ett företag som befinner sig i finansiellt trångmål och antingen bör omförhandla sina skulder för att kunna fortsätta med verksamheten eller söka om konkurs. Företagsverksamhet är alltid riskfylld. Vi illustrerar detta med att anta att värdet på företagets tillgångar antingen är 70 eller 130 (med lika hög sannolikhet) efter en period. Det förväntade värdet på tillgångarna är således 100. Realisationsresultatet i konkurs antas vara 90.

Företaget har skulder till två borgenärer: 100 i skulder till leverantörer och 95 i skulder till en säkerhetshavare vilken har ett företagshypotek som säkerhet. Företagshypoteket antas ge rätt till hela realisationsresultatet i konkurs. Säkerhetsha-

¹⁸ I en intervju med Inge Wennberg konstaterar Peter Smedman, VD för ackordcentralen i Stockholm, att priset på konkursbon ofta råkar att hamna i paritet med bankernas säkerhet. En svagare ställning torde i dessa fall öka incitamentet att få ett bra pris för tillgångarna [Se Balans 2/1996, s 12].

¹⁹ Den förväntade utdelningen åt säkerhetsborgenären är $1/11 \times 5000 + 1/11 \times 6000 + 1/1 \times 7000 + 8/11 \times 7200 = 6.873$ om man inväntar ett ytterligare bud.

²⁰ Text i kommittédirektivet för förmånsrätt vid konkurs [Dir 1995:163, s 10], och i den finska propositionen med förslag till lag om sanering av företag [1992/181, s 17].

varens lån har förfallit till betalning och man överväger att förnya lånet (och erhålla 5 i ränta).

Gäldenären och borgenärskollektivet i sin helhet har ett intresse att rekonstruera – sammanlagt förstörs värden om 10 i konkurs. Men en rekonstruktion gagnar inte säkerhetshavaren eftersom den förväntade utdelningen vid en rekonstruktion endast är 85: om värdet på företaget blir 70 och företaget försätts i konkurs efter en period får säkerhetshavaren hela realisationsresultatet, medan om värdet på företaget blir 130 kan gäldenären betala lånet och räntan, inalles 100. Om företaget försätts i konkurs i stället för att rekonstrueras får säkerhetshavaren 90, d v s 5 mera i utdelning.

Säkerhetsborgenärer kan ha incitament att föredra konkurs, trots att borgenärskollektivet som helhet skulle erhålla en bättre utdelning i en rekonstruktion, speciellt om säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp.

Hur kan bankens preferenser påverkas så att en rekonstruktion som antas gagna borgenärskollektivet som en helhet blir möjlig? Bankens intresse för att rekonstruera kan potentiellt ökas genom en försvagning av kreditsäkerhetens (exempelvis pantens eller företagshypotekets) ställning. Företagshypotekets ställning kan försvagas antingen genom att ge andra borgenärer förmånsrätt framför företagshypoteket, eller genom en sk partiell prioritetsregel. En partiell prioritetsregel kan antingen innebära att endast en kvotdel av säkerhetshavarens fordran ges förmånsrätt, eller att säkerhetshavaren får rätt till endast en kvotdel av konkursboets egendom. I Finland har den senare nämnda principen tillämpats. Kreditgivare med företagshypotek som säkerhet har rätt till endast 50 procent av de in-tecknade tillgångarnas värde. Om denna del inte räcker för att förnöja borgenären betraktas den överstigande delen som en oprioriterad fordran.

3. Implikationer för lagstiftaren

Vilka implikationer har analysen för utformningen av förmånsrätten? Vi har visat att i en idealiserad ekonomi där ingen aktör har något informationsövertag och där avtal reglerar alla tänkbara framtida frågor som kan uppkomma, har kreditsäkerheter som exempelvis företagshypotek och panter endast fördelningsmässiga effekter. Värdet på tillgångarna påverkas inte av hur de fördelas mellan olika borgenärskategorier. I praktiken föreligger emellertid betydande informationsproblem i samband med kreditgivning. Om man tar dessa intressekonflikter i beaktande har vi visat att förmånsrätten kan påverka den reala ekonomin på ett antal olika sätt.

Vad gäller företagets kapitalförsörjning har vi påpekat att de totala övervakningskostnaderna för ett företags kreditgivare under vissa förutsättningar kan reduceras genom att ge kreditgivare olika förmånsrätt. En kostnadsbesparing inträffar då kreditgivare med höga övervakningskostnader erhåller realsäkerhet eller företagshypotek medan de långivare som på ett effektivt sätt kan övervaka gäldenären är oprioriterade. Vi poängterar också att lägre säkerhetsvärden för företagshypoteket kan leda till att utlåningen med företagshypotek som säkerhet minskar. Teorin om kreditransonering vid asymmetrisk information talar för att det i första hand är små eller medelstora företag som i första hand kommer att beröras vid en försämring av företagshypoteket. Krediter kommer i större utsträckning att kanaliseras till större och väletablerade företag och till företag som har en tillgångsmassa som ger en bättre realsäkerhet för krediter (fastigheter och andra panträtter i fast egendom).

Vi har illustrerat att förmånsrättsordningen har ytterligare effekter på företagets kapitalförsörjning; förmånsrätt för nya lån kan vara en förutsättning för att erhålla ny finansiering till lönsamma pro-

jekt men det finns också situationer där förmånsrätt för nya lån kan innebära att företag erhåller finansiering till projekt som inte är lönsamma.

Vi har också visat att olikheter mellan olika borgenärer vad gäller förmånsrätt har en potentiell inverkan på konkursrealisationen och på företagsrekonstruktioner. En bra förmånsrätt för säkerhetshavare kan leda till att konkurs för icke livsdugliga företag fördröjs. I sin tur kan detta få konsekvenser för den totala utdelningen i konkurs. Intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan också leda till att säkerhetshavarna föredrar en snabb försäljning av tillgångarna framför att använda mera tid och resurser för att söka efter en köpare med en högre värdering av tillgångarna. Vi har även visat att olikheter mellan olika borgenärskategorier kan skapa intressekonflikter i samband med försök att rekonstruera företag. Kreditgivare med säkerheter kan t ex föredra konkurs och snabb realisation trots att borgenärskollektivet som en helhet erhåller en bättre utdelning i en rekonstruktion.

Ekonomisk analys visar således att det finns såväl för- som nackdelar med att ge prioritet till fordringar med kreditsäkerhet. Uppenbara problem finns med att väga samman fördelar och nackdelar med kreditsäkerheter, framförallt för att fördelarna och nackdelarna kan vara branschspecifika och även skilja sig i olika faser för ett och samma företag. En finansieringsstruktur som t ex hämmar möjligheterna att rekonstruera ett företag kan vara kostsam för företag i vissa utvecklingsfaser inom vissa branscher, medan kostnaden är negligierbar för andra företag. Svårigheten att finna det "rätta" regelverket är uppenbar. Det är lagstiftarens dilemma.

Innebär detta att området är för mångfasetterat för att en effektiv lagstiftning skall kunna utformas? Är varje form av regelverk lika effektiv? Naturligtvis inte. Ett allmänt resultat i finansiell ekonomi

är att ju mer variationsrik menyn för placeringalternativ är desto effektivare kanaliseras kapitalet. Ett mål med förmånsrätten bör vara att ge enskilda företag kontraktalternativ så att de kan utnyttja de säkerheter som är lämpliga för dem. En självklar utgångspunkt för kontraktsteorin är effektivitet. Om parter ingår avtal om att lånekapital skall ställas till förfogande, och en variationsrik meny av säkerheter ställs tillbuds, kommer parterna att utforma effektiva avtal förutsatt att externaliteter saknas.

Den kontraktsteoretiska ansatsen leder till följande slutsats vad gäller behovet av lagstiftning på förmånsrättens område: i avsaknad av kontraktimperfectioner finns det inget behov av tvingande lagstiftning som urholkar värdet av företagshypoteket. Parterna kommer på egen hand att formulera effektiva kreditavtal med varierande grad av säkerhet i företagshypotek.

Den avgörande skillnaden mellan kontraktsteorin och den traditionella rättsvetenskapliga synen på förmånsrätten är att den förra betonar att det är den som vänder sig till kapitalmarknaden och söker kapital som får bära kostnaden för de olika informations- och övervakningsproblem som då kan uppkomma.²¹ Så vitt vi kan förstå föreligger det inte någon motsättning mellan privata incitament och samhällsekonomiska intressen vid valet av de regler som skall gälla vid företagets anskaffning av kredit. Galdenären har incitament att tillgodose borgenärernas skyddsintresse, tillhandahålla den information som efterfrågas och utnyttja sin egendom som kreditunderlag på ett effektivt sätt. I den mån han inte lyckas med detta och i stället erbjuder kreditgivarna säkerheter som fördröjar övervaknings-

²¹ Denna skillnad återfinns exempelvis även på det bolagsrättsliga området. För en diskussion härom hänvisar vi till Bergström & Samuelsson [1997].

kostnaderna och skapar intressekonflikter i samband med potentiella framtida konkursrealisationer eller rekonstruktionsförfaranden erhåller gäldenären en högre kapitalkostnad.²²

Om en gäldenär till exempel utnyttjar företagshypotek på ett sådant sätt att borgenärer med de lägsta övervakningskostnaderna får mindre incitament att övervaka företaget, eller ger kreditsäkerheter som ger incitament att försätta företag i konkurs trots att värdet vid en rekonstruktion skulle vara högre, kommer företagets totala kapitalkostnad att vara högre. Eftersom företaget vill minimera kapitalkostnaden kommer man att utnyttja företagshypotek på ett sådant sätt som är förenligt med denna målsättning. I vissa situationer kan det vara ändamålsenligt att skriva in nollklausuler i lånekontrakt där man förbinder sig att inte i framtiden låna med företagshypotek som säkerhet, i andra situationer är det kanske optimalt att reducera värdet i den intecknade egendomen till kanske 50 procent. Slutligen kan det finnas situationer då ett företagshypotek där säkerheten utgör det fulla värdet av den intecknade egendomen är att föredra.

En reform på området bör ha siktet inställt på att ge företag och långivare en variationsrik meny av kontraktalternativ. En tvingande urholkning av företagshypoteket skulle vara en reform i motsatt riktning.

²²När man betraktar den rättsvetenskapliga diskussionen tycks bedömningen vara den omvända, nämligen att det är den som bidrar med kapital som får bära kostnaden för den risk som uppkommer på grund av bristande insynsmöjligheter och olika intressekonflikter mellan olika borgenärer.

Referenser

- Baird, D, [1986], "The Uneasy Case for Corporate Reorganizations", *The Journal of Legal Studies*, nr 15, s 127-147.
- Bergström, C, & Samuelsson, P, [1997], *Aktiebolagets grundproblem*, Nerenius & Santérus bokförlag, Stockholm.
- Bergström, C, & Sundgren S, [1998], *Förmånsrättens teori och empiri*, Under utgivning som bilaga till förmånsrättsutredningen.
- Berkovitz, E. & Kim, H, [1990], "Financial Contracting and Leverage Induced Over- and Under-Investment Incentives", *Journal of Finance*, vol 45, s 765-794.
- Förmånsrättslagen [1970:979, FRL],
- Harris, M, & Raviv, A, [1991], "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, vol 66, s 297-355.
- Harris, S, & Mooney, C, [1997], "Measuring the Social Costs and Benefits and Identifying the Victims of Subordinating Security Interests in Bankruptcy", *Cornell Law Review*, vol 82, s 1349-1372.
- Holmström, B, & Tirole, J, [1989], "The Theory of the Firm", i *Handbook of Industrial Organization*, I R. Schmalensee, R och Willig, A. R. (red), North Holland, Amsterdam.
- Hudson, J, [1995], "The Case Against Secured Lending", *International Review of Law and Economics*, vol 15, s 47-63.
- Jensen, M, & Meckling, W, [1976], "Theory of the firm: Manager Behavior, Agency costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305-360.
- Kommittédirektiv. *Förmånsrätt vid konkurs*, m m. Dir 1995:163.
- Modigliani, F, & Miller, M, [1958], "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol 48, s 261-297.
- Myers, S, [1977], "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* vol 5, s 147-75.
- RP [1992/181], *Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagstiftning för om revidering av förmånsrättssystemet*, Helsingfors.
- RP [1992/181], *Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagstiftning om sanering av företag*, Helsingfors.

- Smith, C.W. & Warner, J.B. [1979], "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, vol 7, s 117–161.
- SOU 1992:113 *Lag om företagsrekonstruktion*, Slutbetänkande av Insolvensutredningen.
- Schwartz, A, [1981], "Security Interest and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories", *Journal of Legal Studies*, vol 7, s 1–37.
- Stiglitz, J, & Weiss A, [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol 71, s 393–410.
- Strömberg, P & Thorburn, K [1996], "An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy" *EFI Research Report*, Handelshögskolan i Stockholm.