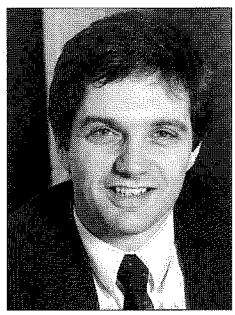
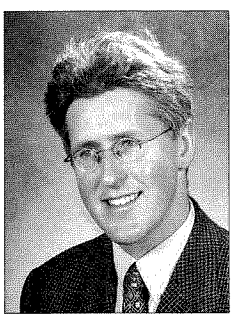
Faillissementswetgeving en Economische Efficiëntie

In het kader van de MDW-operatie (Marktwerking, Deregulering en Wetgevingskwaliteit) bereidt een werkgroep van de overheid voorstellen voor ter verbetering van de faillissementswetgeving. Een eerste wetsvoorstel is al ingediend bij de Tweede Kamer. Dit wetsvoorstel beoogt vooral de curator en de bewindvoerder meer armslag te geven. Nadere aanpassingen zijn nog te verwachten.[1]



Arnoud W.A. Boot



Jeroen E. Ligterink

De auteurs zijn respectievelijk hoogleraar en universitair docent aan de Finance Group van de Universiteit van Amsterdam.

De faillissementswet is van grote betekenis voor de maatschappij als geheel. Het efficiënt omgaan met ondernemingen in financiële moeilijkheden is van belang voor onze collectieve welvaart, en met name voor de dynamiek van het bedrijfsleven. De faillissementswetgeving is van bijzondere betekenis voor het bankwezen. Banken zijn nu eenmaal een zeer belangrijke financier van bedrijven. Zij zijn veelal de eerste partij die met de financiële problemen te maken krijgen, ver voordat er sprake is van een faillissement. Als 'nabije' ter zaken kundige crediteur spelen zij een belangrijke rol bij het oplossen en wegwerken van financiële problemen bij haar debiteuren. De belangrijke rol van banken mag niet worden onderschat. Banken zijn echter ook bij uitstek de meest sceptische partij in de discussie over de vernieuwing van de faillissementswetgeving. Zij zijn uitermate huiverig over welke wijziging dan ook in de faillissementswet. Elders hebben wij de voorgestelde veranderingen gerelateerd aan de belangen van de banken (zie Boot en Ligterink (2000)). In deze bijdrage willen wij iets fundamenteler kijken naar de noodzaak van de faillissementswetgeving. Een beter begrip over de faillissementswetgeving kan mogelijk de kwaliteit van de discussie vergroten.

Een beoordeling van mogelijk gewenste veranderingen vereist begrip over de afwegingen die moeten worden gemaakt. Economische motieven spelen hierbij een belangrijke rol. In deze bijdrage staan juist deze economische motieven centraal. Hoe moeten we tegen de faillissementswet aankijken? Welke economische afwegingen moeten centraal staan? Allereerst echter is de vraag waarom een faillissementswet überhaupt noodzakelijk is.

Noodzaaak faillissementswetgeving

Faillissement is onlosmakelijk verbonden met schuld. De faillissementswetgeving is dan ook allereerst een pressiemiddel van crediteuren om een onderneming tot betaling te dwingen. Het is echter verre van eenvoudig om dit in regelgeving vast te leggen. Voor een duidelijk zicht op de noodzaak van een goede faillissementswetgeving is het zinvol allereerst een wereld te veronderstellen zonder faillissementswetgeving. Hoe zullen schuldenaar en schuldeiser in die virtuele wereld met elkaar omgaan? En meer in het bijzonder: Wat zijn de mogelijkheden van een schuldeiser om betaling af te dwingen? Eén mogelijkheid is dat de schuldeiser zich vóóraf al indekt door zekerheden toe te eigenen. Hiervoor is het nodig dat de schuldeiser toegang weet te krijgen tot deze zekerheden, en deze kan veiligstellen. Daarnaast kan zij de onderneming aanklagen zodra betaling achterwege blijft en trachten beslag te laten leggen op bepaalde tegoeden of goederen. Een belangrijk nadeel van een dergelijke individuele benadering is dat een 'run' op de activa van de onderneming kan ontstaan, omdat alle crediteuren hun eigen belangen proberen veilig te stellen. Dit is een soort graaigedrag dat ten koste kan gaan van de totale waarde van de aanspraken van de crediteuren op de onderneming. Zo is het mogelijk dat individuele crediteuren productiemiddelen opeisen waardoor de inkomstenstroom van de onderneming opdroogt. Bovendien zal een overhaaste verkoop van de activa tot een relatief lage opbrengst leiden. Het probleem is dat een individuele crediteur louter geïnteresseerd is in de honorering van haar eigen aanspraak en geen oog heeft voor het optimaliseren van de totale opbrengst[2].

Maakt dit graaigedrag een faillissementswet noodzakelijk? Niet per se. De Nobelprijswinnaar Coase, stelde met zijn bekende Coase-theorema dat een onderneming zelf efficiënte procedures zal trachten in te voeren om mogelijke conflicten in de kiem te smoren. Het idee hierachter is dat zonder deze procedures de onderneming moeilijk kan functioneren, en zij dus uit puur eigenbelang dergelijke procedures zal invoeren. Het is theoretisch mogelijk om in de contracten naar de individuele crediteuren clausules op te nemen die een collectieve oplossing afdwingen. Cross default clausules zijn hier een voorbeeld van. Als deze gecombineerd worden met een contractuele eis dat bij default een trustee wordt aangewezen die streeft naar maximalisatie van de totale opbrengst dan zijn de mogelijkheden voor individueel graaigedrag enigszins geneutraliseerd. De mogelijkheden voor deze contractuele oplossingen zijn echter beperkt omdat het nagenoeg onmogelijk is om op alle mogelijke problemen en omstandigheden in de toekomst te anticiperen. Coördinatieproblemen tussen de verschillende crediteuren zijn dus niet volledig te vermijden.

Een oplossing via een complementaire faillissementswet biedt mogelijk uitkomst. Karakteriserend

voor faillissementswetgeving is het collectieve karakter (Baird (1996) en Jackson (1982)): individuele procedures tegen een onderneming worden vervangen door een collectieve procedure. Via deze collectieve procedure kan worden gezocht naar een economisch efficiënte oplossing waarmee de waarde voor de totale groep schuldeisers wordt geoptimaliseerd. Een mogelijk additioneel voordeel is dat het voor de verschillende crediteuren minder noodzakelijk wordt om elkaar in de gaten te houden. De collectieve procedure kan zorgen voor een ordelijke bescherming van het totaal van belangen.

Naast de bovengenoemde voordelen is de faillissementswetgeving ook een middel om het beschikkingsrecht over een onderneming over te dragen van de aandeelhouders aan de crediteuren. Als een onderneming insolvent is dan is het belangrijk dat de crediteuren het beschikkingsrecht krijgen over de - toch al - tekortschietende totale waarde. Immers, onder dergelijke omstandigheden hebben crediteuren als collectief een eenduidig belang bij de maximalisatie van de waarde[3]. Echt makkelijk is dit echter niet omdat moet worden bepaald of er inderdaad van insolventie sprake is. Hiervan is sprake indien de contante waarde van de te verwachte kasstroom uit de ondernemingsactiviteit (of de liquidatiewaarde als deze groter is) kleiner is dan de uitstaande schulden van de onderneming. Deze afweging is complex. Door informatieproblemen en de hiermee samenhangende onzekerheid is het inschatten van de kasstromen bijzonder moeilijk.

Een bijkomend probleem is dat informatie omtrent toekomstige kasstromen vaak ongelijk verdeeld is over de schuldeisers, het management en de aandeelhouders. Dit bemoeilijkt het beoordelen van insolventie en geeft aanleiding tot conflicten. Bovendien geeft dit ook ruimte voor opportunistisch gedrag. Aandeelhouders en management zullen geneigd zijn een mogelijk faillissement zo lang mogelijk uit te stellen. Zij hebben veel te verliezen bij faillissement (geld en status) en zij zullen er de voorkeur aan geven om door te gaan en te hopen op een onwaarschijnlijke turnaround. Dit geldt niet voor crediteuren. Zij hebben een veel groter belang om de nog resterende waarde goed te beschermen. Deze waarde komt immers allereerst aan hen toe. Doorgaan en hopen op een onwaarschijnlijke turn-around is niet in hun belang.

Tijdig ingrijpen

Welke inefficiënties zijn te verwachten als er niet tijdig wordt ingegrepen, dat wil zeggen, als het beschikkingsrecht niet bijtijds wordt weggehaald bij de aandeelhouders? Een belangrijke inefficiëntie is dat 'doorrommelende' aandeelhouders zullen aansturen op inefficiënt investeringsgedrag. In de economische literatuur wordt met name gewezen op de zogenaamde over- en onderinvesteringsproblemen (zie Jensen en Meckling (1976) en Myers (1977)).

Onderinvesteringen kunnen als volgt ontstaan. Ten tijde van financiële moeilijkheden van de onderneming hebben aandeelhouders weinig belang bij risicoloze investeringen met een relatief bescheiden doch stabiele netto contante waarde. De reden is dat deze investeringen primair goed zijn voor de crediteuren. Aan de crediteuren zal immers de stabiele positieve netto contante waarde van deze projecten toevallen. Aandeelhouders profiteren echter in het geheel niet zolang de kasstromen onvoldoende blijven voor het afdekken van de volledige verplichtingen aan de verschaffers van vreemd vermogen. Een onderneming die in het belang van de aandeelhouders handelt zal dan geneigd zijn juist niet in deze projecten te investeren. Tegelijkertijd zijn echter overinvesteringen mogelijk omdat aandeelhouders een sterke prikkel hebben om zeer risicovolle projecten te ondernemen, mogelijk zelfs projecten met een negatieve netto contante waarde. Voor de aandeelhouders kan dit type casino-gedrag waarde creëren omdat er een kans is dat door een gelukkige uitkomst de onderneming plotseling solvent wordt. In dat geval is er iets beschikbaar voor de aandeelhouders.

Deze investeringsinefficiënties zijn niet in het belang van de onderneming als geheel. Het zijn de verschaffers van vreemd vermogen die hiervoor betalen. Immers, de waarde van hun claim wordt door dergelijk gedrag uitgehold. Verschaffers van vreemd vermogen zullen derhalve proberen dit te voorkomen door tijdig in te grijpen. Dit is in principe in het belang van de onderneming als geheel. Er moet echter wel gewaakt worden voor het eerder genoemde graaigedrag. Met name crediteuren met een hoge prioriteit kunnen aansturen op een waardevernietigende liquidatie van de onderneming. Bovendien zijn deze crediteuren ook geneigd te vroeg in te grijpen, wat kan leiden tot een premature liquidatie. Zij zullen immers – gezien hun prioriteit – ook bij tegenvallende liquidatie-opbrengsten eerder volledig worden gecompenseerd. Het is dus zaak om de faillissementswetgeving zo te ontwerpen dat het beschikkingsrecht tijdig doch niet prematuur bij de verschaffers van vreemd vermogen komt te liggen.

Het woordje 'prioriteit' geeft aan dat er veelal een grote verscheidenheid is aan betrokken crediteuren. De faillissementswetgeving dient te helpen bij de vaststelling van prioriteit en omvang van de verschillende aanspraken omdat anders de overdracht van het beschikkingsrecht aan de verschaffers van vreemd vermogen alleen maar conflicten zou geven tussen de crediteuren onderling.

Waardebepaling in het faillissement

Het bestaan van belangentegenstellingen mag niet worden gebagatelliseerd. Belangentegenstellingen zijn enerzijds een belangrijke bestaansreden voor de faillissementswetgeving, anderzijds leggen ze een grote belasting op de uitvoering van de procedure. Zoals we hierboven zagen geven crediteuren met een hoge prioriteit mogelijk te vaak de voorkeur aan liquidatie. Het is zelfs mogelijk dat dergelijke beschermde crediteuren er belang bij hebben om bij de afweging van alternatieven binnen het faillissement de going concern waarde zo laag mogelijk te laten vaststellen, om zodoende liquidatie af te dwingen. Immers, met de beschermde status worden hun aanspraken het eerst voldaan. Concurrerende crediteuren zullen zich daarentegen meer als aandeelhouders gedragen. Hun aanspraken zijn in het geding als er weinig te verdelen

is en zij dus niets dreigen te krijgen. Zij hebben dan een belang bij een optimistische inschatting van de going concern waarde om kost wat kost liquidatie te voorkomen. Dit soort belangentegenstellingen maken onderhandelingen over de te volgen strategie en de afwegingen tussen reorganisatie en liquidatie buitengewoon ingewikkeld. De faillissementsprocedure zal op de juiste manier hierop moeten inspelen zodat bij insolventie de totale waarde voor de crediteuren wordt gemaximaliseerd.

Het is gewenst dat de rechtbank in een faillissementsprocedure tracht op objectieve wijze de waarde van de diverse strategieën te bepalen. Eenvoudig is dit echter zeker niet. Hoe kan bijvoorbeeld een curator toekomstige kasstromen inschatten? De branche- en onderneming-specifieke kennis die hiervoor nodig is, kan overweldigend zijn. Gegeven de lange tijd die hiermee gepaard gaat en de vele problemen die dergelijke inschattingen met zich meebrengen adviseren sommigen (zie bijvoorbeeld Baird (1986)) om bedrijven in faillissement meteen te veilen[4]. De waardebepaling geschiedt in zo'n geval door de markt in plaats van door de curator. Aghion, Hart en Moore (1992) en Bebchuk (1988 en 1998) suggereren hiervoor een ingenieus alternatief biedingsmechanisme. Hun mechanisme komt er op neer dat concurrerende crediteuren een call-optie wordt aangeboden om een beschermde (seniore) crediteur uit te kopen met als uitoefenprijs de aanspraak van de beschermde crediteur. Het idee hierachter is dat een dergelijk biedingsproces minder informatie vereist, namelijk 'alleen' een inschatting of de waarde van de onderneming de aanspraak van de beschermde crediteur overtreft. Is dit het geval dan zou een juniore crediteur bereid moeten zijn de senior crediteur uit te kopen. Hoe dan ook, ook in dit biedingsproces is de beschikbaarheid van voldoende informatie cruciaal. De haalbaarheid blijft dus een probleem.

Ex ante- en ex post-perspectief

In het bovenstaande staat centraal dat ten tijde van financiële moeilijkheden gekomen moet worden tot een efficiënte oplossing. Dit wordt wel een ex post invalshoek genoemd. Er wordt namelijk alleen gekeken naar de effecten die de faillissementswetgeving heeft nadat er sprake is van een probleem. Een andere invalshoek is dat gekeken zou moeten worden naar de effecten van de wetgeving op het gedrag van de onderneming en andere betrokkenen vóórdat er überhaupt sprake is van een insolventieprobleem. Dit is het ex ante perspectief. Verschillende effecten zijn te onderscheiden.

Een eerste ex ante effect is de invloed van de faillissementswetgeving op het ondernemerschap en, meer in het algemeen, op het gedrag van de onderneming. De faillissementswetgeving kan relatief zacht of hard zijn voor de ondernemingsleiding. Een wetgeving die weinig speelruimte laat voor een insolvabele onderneming wordt hard genoemd. Een dergelijke wetgeving wordt ook wel aangeduid met creditor-oriented; dat wil zeggen, het belang van de crediteur (de schuldeiser) weegt zwaar in verhouding tot die van de debiteur (de onderneming). Hiertegenover staat een debtor-oriented wetgeving die veel vriendelijker is voor de ondernemer. De mate van hardheid of zachtheid geeft bepaalde prikkels aan de ondernemer voordat sprake is van financiële moeilijkheden. Een harde wetgeving zet een zware straf op het falen van de ondernemer. Deze zal zich dan mogelijk meer inspannen om van zijn onderneming een succes te maken. Een harde wetgeving zou volgens deze gedachtegang een gunstige uitwerking hebben op de inspanningen van de ondernemer. Dit argument zou pleiten voor een harde wetgeving.

Maar een (te) harde faillissementswetgeving zou er ook voor kunnen zorgen dat ondernemerschap wordt ontmoedigd. Falen is mogelijk te kostbaar en stigmatiserend. Dit argument wordt nadrukkelijk gebruikt om de Nederlandse faillissementswetgeving ter discussie te stellen. Het harde karakter van de Nederlandse wetgeving[5] zou met name het oprichten van nieuwe ondernemingen kunnen ontmoedigen. Dit zou mede verklaren waarom de werkgelegenheidsgroei in West Europa slechts in zeer beperkte mate te danken is aan nieuwe opkomende bedrijven terwijl in de meer debtor-oriented Verenigde Staten dit veel hoger is. Zoals met alle empirische gegevens op het punt van faillissementswetgeving blijft het de vraag in hoeverre er daadwerkelijk sprake is van een eenduidige relatie tussen faillissementswetgeving en ondernemerschap. Vele andere factoren zijn hierop van invloed. Toch is een dergelijk verband ons inziens plausibel.[6]

Een bijkomend effect op het ondernemerschap is dat een harde wetgeving er mogelijk voor zorgt dat ondernemers geneigd zijn minder risico te nemen. In een dergelijk systeem wordt de ondernemer immers zwaar gestraft als het risico niet goed uitvalt. Dit zou kunnen leiden tot een gebrek aan innovatie.

Een geheel ander ex ante effect betreft de invloed van de faillissementswetgeving op de beschikbaarheid van vermogen, met name vreemd vermogen. De bescherming die de wet aan crediteuren biedt is van direct belang voor de bereidheid van financiers om vreemd vermogen ter beschikking te stellen. Een harde wetgeving met een grote bescherming voor crediteuren zou de beschikbaarheid van vreemd vermogen ten goede kunnen komen. In het geval van beschermde crediteuren is ook van groot belang de mate waarin verwacht mag worden dat de absolute prioriteit wordt nageleefd in een faillissementsprocedure.

De ex ante effecten moeten worden afgewogen tegen de ex post effecten om te komen tot een integrale beoordeling van de faillissementswetgeving. Naast de al genoemde effecten moet ook rekening worden gehouden met mogelijk strategisch gedrag. Zo zou een harde wetgeving kunnen uitnodigen tot het langdurig verbergen van financiële problemen. Dit zou tijdig ingrijpen kunnen bemoeilijken waardoor de eerder besproken investeringsinefficiënties vrij spel zouden krijgen.

Er zijn echter nog allerlei andere kosten te onderscheiden, bijvoorbeeld toeleveringsbedrijven zullen afhankelijk van het faillissementssysteem zich mogelijk eerder of later terugtrekken uit de onderneming. Ook dit brengt kosten met zich mee, bijvoorbeeld in de vorm van misgelopen omzet. Deze kosten, inclusief de genoemde investeringsinefficiënties, worden ook wel indirecte kosten genoemd. Naast deze indirecte kosten zijn er directe kosten te onderscheiden. Deze betreffen

Tabel 1: **Een karakterisering van de faillissementswetgeving**

	Debtor-oriented ('zacht')	**Creditor-oriented ('hard')**
i. Focus /bias	* reorganisatie (nadruk op going concern)	* liquidatie
ii. Effect op management/schuldenaar	* betrokkenheid wordt nagestreefd * relatief 'vriendelijk' voor schuldenaar/ management	* betrokkenheid van schuldenaar/ management secundair * hard voor schuldenaar/management
iii. Economische effecten:		
- tijdens surseance/faillissement	* risico van type-1 fouten: te veel continuering	* risico van type-2 fouten: 'goede' ondernemingen dreigen te worden geliquideerd
- bij financiële moeilijkheden voor surseance/faillissementsaanvraag	* formele procedure is minder negatief voor het management; leidt mogelijk tot minder vertraging bij het aanvragen van surseance/faillissement	* management heeft groot belang bij uitstel; dit nodigt uit tot inefficiënt investeringsgedrag
- vóór financiële moeilijkheden	* vooruitzicht op een vriendelijk regime heeft zowel positieve als negatieve effecten. Neerwaarts risico weegt minder zwaar. Effecten: - commitment van de ondernemer is minder (negatief: het is makkelijker om weg te lopen) - ondernemerschap wordt mogelijk gestimuleerd (positief: falen is minder desastreus)	* precies tegenovergestelde effecten: goed voor commitment, slecht voor ondernemerschap
iv. Effect op informele reorganisaties	* positief bij extreme debtor orientation: door de grote onderhandelingsmacht van de debiteur in een faillissementsprocedure zullen de schuldeisers een groot belang hebben bij een informele reorganisatie	* positief bij extreme creditor orientation: door de onderhandelingsmacht die nu bij de schuldeisers ligt, zal de debiteur groot belang hebben bij een informele reorganisatie

de administratieve kosten van de faillissementsprocedure, zoals de kosten van de rechtbank. Een laatste kostenpost betreffen de verliezen die verbonden zijn aan fouten die door de faillissementsprocedure zelf worden veroorzaakt. Dit zijn kosten veroorzaakt door het òf per vergissing laten voortbestaan van een onderneming (type-1 fout), òf juist het per vergissing failliet verklaren van een onderneming (type-2 fout). Beide fouten leiden tot vernietiging van waarde.

Faillissementsprocedures en informele reorganisaties

In een analyse van efficiënte oplossingen voor insolventie is het van groot belang om informele reorganisaties als alternatieve oplossing in beschouwing te nemen. Een informele reorganisatie (work out) verwijst naar een vrijwillig akkoord tussen de betrokken partijen (financiers en onderneming) in het geval van financiële moeilijkheden zonder dat gebruik wordt gemaakt van de formele faillissementsprocedure. Banken spelen in deze informele reorganisaties een heel belangrijke rol.

De haalbaarheid van informele reorganisaties hangt nauw samen met de inrichting van de faillissementswetgeving. Waar het hier met name over gaat is dat de inrichting van de faillissementsprocedure invloed heeft op de onderhandelingspositie van de verschillende partijen zowel binnen als buiten de faillissementsprocedure. Een extreem op de crediteur georiënteerde faillissementswetgeving legt een groot deel van de onderhandelingskracht bij deze schuldeisers.

De onaantrekkelijkheid van het faillissement voor de ondernemer zal er in een dergelijke situatie voor zorgen dat hij eerder geneigd is zich neer te leggen bij de wensen van de schuldeisers. Dit kan ervoor zorgen dat de ondernemer zich soepeler opstelt bij een informele reorganisatie. In een sterk op de debiteur georiënteerde (zachte) wetgeving ligt er relatief veel onderhandelingsmacht bij de ondernemer. In dat geval zullen de schuldeisers eerder geneigd zijn een oplossing te zoeken via een informele reorganisatie.

De rol van informele reorganisaties is waarschijnlijk het grootst in extreem debtor-oriented en extreem creditor-oriented systemen. In het eerste geval zullen de crediteuren de voor hen kostbare formele procedure willen voorkomen en aansturen op een vrijwillig akkoord met het management, terwijl in het tweede geval juist de ondernemer (of het management) een groot belang heeft bij een informele reorganisatie.

Het belang van informele reorganisaties mag niet worden onderschat. Het is mogelijk een efficiëntere oplossing doordat het goedkoper is en tijdiger te realiseren is, vergeleken met een formele faillissementsprocedure. Met name voor kleinere ondernemingen zal dit argument doorslaggevend zijn. Voor dergelijke ondernemingen zullen reorganisatiemogelijkheden via informele reorganisaties moeten worden gerealiseerd; een reorganisatie via formele procedures (surseance) is veelal te duur.[7] Daarbij komt ook dat in het geval van kleine ondernemingen de schuldenaar vaak onmisbaar is voor het voortbestaan van de onderneming (zie White (1993)). Een verkoop of doorstart zonder concessies te doen aan de schuldenaar is dan zeer moeilijk. Deze debtor control dwingt de crediteuren om met de schuldenaar in gesprek te gaan om zo de kansen op een succesvolle continuering te vergroten.

In de wisselwerking tussen informele reorganisaties en formele procedures zijn nog twee andere factoren van belang. Een eerste factor is dat de effectiviteit van informele reorganisaties vereist dat het vreemd vermogen relatief geconcentreerd is. Dit verkleint de coördinatieproblemen (en opportunistisch gedrag) tussen de verschaffers van vreemd vermogen. Een tweede factor heeft te maken met het bewerkstelligen van het vroegtijdig aanvragen van surseance. Dit is van direct belang voor de discussie over veranderingen in het Nederlandse faillissementssysteem. Een van de belangrijke discussiepunten hierbij is hoe het tijdig onderkennen van financiële problemen kan worden gestimuleerd. De vraag is of in het krachtenspel tussen informele reorganisatie en formele procedures, een verzachting van de wetgeving zal leiden tot het vroegtijdiger onderkennen van financiële problemen. Verschillende inzichten zijn hierbij van belang. Een verzachting van de wetgeving vermindert de urgentie voor de ondernemer (schuldenaar) om via een informele reorganisatie de harde formele procedure te ontlopen. Het belang van een infor-

mele reorganisatie voor de ondernemer wordt dus minder. Met andere woorden, de verzachting van de wetgeving zal de ondernemer minder afkerig maken van een formele procedure, waardoor de effectiviteit van informele reorganisaties wordt aangetast. Tegelijkertijd zullen echter de crediteuren hun zwakkere positie onderkennen en minder geneigd zijn een formele procedure te starten. Het netto effect van verzachting van de wetgeving op het tijdig onderkennen van financiële problemen is dus diffuus.

Het voorgaande laat zien dat de structuur van de faillissementswetgeving van invloed is op de waarschijnlijkheid en haalbaarheid van informele reorganisaties. Dat geldt ook voor aanpassingen in de faillissementsprocedure. Immers, elke wijziging van de faillissementsprocedure maakt deze aantrekkelijker voor sommige partijen, maar gaat normaliter ten koste van andere partijen.

Samenvatting

In dit artikel is een overzicht gegeven van de belangrijkste inzichten uit de (rechts)economische literatuur over de faillissementswetgeving. Allereerst is gewezen op de noodzaak van een faillissementswetgeving. Zonder wetgeving dreigt graaigedrag en kunnen belangentegenstellingen leiden tot grote waardevernietiging. Ook is aangegeven dat tijdig ingrijpen van groot belang is om investeringsinefficiënties te vermijden.

Zodra een onderneming in een faillissements- of surseance-procedure raakt, geldt als de primaire economische doelstelling waarde-maximalisatie. Aangegeven is dat dit leidt tot ingewikkelde waarderingsvraagstukken. Het ontwerp van een optimale faillissementswetgeving wordt verder bemoeilijkt doordat een afweging moet worden gemaakt tussen een ex ante en een ex post perspectief. Het ex ante perspectief richt zich op het gedrag van de ondernemer voordat er sprake is van financiële moeilijkheden. Vanuit dit perspectief kan het wenselijk zijn om een harde wetgeving te hebben met minimale speelruimte voor het management, om hiermee de afschrikkende werking van het faillissement zo groot mogelijk te maken. Tegelijkertijd moet echter in beschouwing worden genomen dat dit ondernemerschap kan ontmoedigen, en tevens het tijdig (willen) onderkennen van financiële problemen kan bemoeilijken. Een harde wetgeving heeft dus ook nadelen. Het ex post perspectief richt zich op de zoektocht naar een efficiënte oplossing nadat sprake is van financiële moeilijkheden; de hervormingsdiscussies in Den Haag, maar ook het grootste deel van onze analyse in dit artikel, zijn hierop gericht.

In tabel 1 worden de verschillende effecten samengevat door de voor- en nadelen van de twee uiterste systemen – de harde *creditor-oriented*wetgeving en de zachte *debtor-oriented*wetgeving – met elkaar te vergelijken.

De conclusie die uit het voorgaande kan worden getrokken is dat er geen 'ideale' faillissementswetgeving bestaat. De afwegingen zijn complex. Wat wel duidelijk is, is dat de faillissementswetgeving veel waarde kan toevoegen juist door verlammende belangentegenstellingen in goede banen te leiden. ❖

Literatuur

Aghion, P., Hart, O. en J. Moore, (1992), The Economics of Bankruptcy Reform, Journal of Law, Economics and Organization, 523-546.
Baird, D.G., (1986), The Uneasy Case for Corporate Reorganization, Journal of Legal Studies, 127-147.
Baird, D.G., (1996), A World without Bankruptcy, in J.S. Bhandari and L.A.. Weiss, Eds., Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives, Cambridge University Press.
Bebchuk, L., (1988), A New Approach to Corporate Reorganizations, Harvard Law Review, 775-804.
Bebchuk, L.A., (1998), Chapter 11, in The New Palgrave Dictionary of Economics and Law, Vol. 1, 219-224.
Boot, A.W.A. en J.E. Ligterink, (2000), Banken en de hervorming van de faillissementswet, te verschijnen in Economisch Statistische Berichten.
Gilson, S.C., K. John, and L.H.P. Lang, (1990), Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganiszation of Firms in Default, Journal of Financial Economics, 315-353.
Jackson, T.H., (1982). Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain, The Yale Law Journal, 857-907.
Jensen, M.C en W.H. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 305-360.
Myers, S.C., (1977), The Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 147-152.
White, M.J., (1993), The Costs of Corporate Bankruptcy: A US-European Comparison, working paper.

Noten

1. Dit artikel is gebaseerd op de publicatie "De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswetgeving", uitgegeven in de reeks Topics in Corporate Finance door het Amsterdam Center for Corporate Finance. Deze studie is te bestellen via http://www.accf.nl of onder faxnummer 020 525 5285.
2. Dit wordt in de economische literatuur veelal aangeduid als het common pool probleem. Zie bijvoorbeeld Baird (1996) en Jackson (1982) voor een meer uitgebreide analyse.
3. Aandeelhouders hebben op dat moment geheel andere belangen. De onderneming is insolvent waardoor aandeelhouders geen opbrengst meer tegemoet kunnen zien, tenzij zij met de laatste middelen gaan gokken. Dit casino-gedrag, wat gemiddeld genomen waardevernietigend is, biedt voor aandeelhouders een laatste hoop. Om dit te voorkomen dient het beschikkingsrecht bij crediteuren te worden gelegd.
4. Zweden kent bijvoorbeeld een dergelijke procedure.
5. In de jurisprudentie is wel enige nuancering aangebracht waardoor de scherpste kantjes van het creditor-oriented systeem ietwat zijn afgezwakt.
6. In de voorstellen van de Nederlandse overheid met betrekking tot aanpassingen in de faillissementswetgeving wordt niet direct verwezen naar de relatie tussen faillissementswetgeving en ondernemerschap maar wel impliciet. Ook is in het voorbereidingstraject vaak hierop gewezen.
7. Voor empirische studies over de hoge kosten van formele procedures vis-à-vis informele organisaties zie Gilson et al. (1990).