

Nederlandstalige samenvatting CPB Discussion Paper 448

“European insolvency law and firm leverage”

“Insolventierecht en kapitaalstructuur van bedrijven in de EU”

De Europese Unie (EU) wil de Europese kapitaalmarkten versterken door het insolventierecht in Europa te harmoniseren. Dat gaat om procedures rondom het herstructureren of afwikkelen van bedrijven die bijna omvallen of hun faillissement al hebben aangevraagd. Welke rechten crediteuren en debiteuren hebben wanneer een bedrijf in financieel zwaar weer verkeert, verschilt sterk tussen landen. Deze grote verschillen worden als een obstakel gezien voor het vrije verkeer van kapitaal in de EU. Het kost geld en tijd om uit te zoeken wat je rechten zijn als investeerder wanneer een bedrijf wan betaalt. Ons onderzoek geeft inzicht in hoe bedrijven geraakt worden als het insolventierecht verandert en voornamelijk of bedrijven zichzelf anders financieren.

Het ontwerpen van insolventierecht is een evenwichtsoefening tussen enerzijds het creëren van prikkels voor ondernemers om hun schulden af te betalen (ex-ante efficiëntie) en anderzijds het maximaliseren van de te verdelen waarde van een bedrijf dat op omvallen staat (ex-post efficiëntie). Ex-ante efficiëntie kan behaald worden door ondernemers of aandeelhouders te ‘straffen’ wanneer zij hun terugbetaalverplichtingen niet nakomen. Dit kan bijvoorbeeld door ervoor te zorgen dat tijdens een faillissement alle resterende waarde in het bedrijf wordt gebruikt om de schuldeisers af te betalen, de ondernemer of aandeelhouders blijven dan met lege handen achter. Ex-post efficiëntie kan daarentegen juist inhouden dat een deel van de schulden van een bedrijf wordt kwijtgescholden. Dit kan nuttig zijn als het bedrijf wél nog een kansrijk bedrijfsmodel heeft. Deze doelen kunnen met elkaar wringen. Wanneer schulden worden kwijtgescholden wordt de ondernemer of worden de aandeelhouders niet maximaal gestraft voor de wanbetaling. Goed insolventierecht heeft hierin de optimale balans gevonden.

Wij vinden dat het verbeteren van insolventierecht, ofwel een meer optimale balans tussen ex-ante en ex-post efficiëntie, leidt tot een toename in de hoeveelheid langetermijnkrediet op de balansen van bedrijven. Daarnaast zien we ook dat er een afname is van de hoeveelheid kortetermijnkrediet en er geen verandering plaatsvindt in de hoeveelheid eigen vermogen. Het verbeteren van het insolventierecht leidt dus tot een verschuiving in de duur van de kredietfinanciering. Dit kan gunstig zijn als een bedrijf in langetermijnprojecten wilt investeren. Om deze effecten te schatten, gebruiken wij zeer uitgebreide internationale balansgegevens van bijna 2 miljoen bedrijven in 27 EU landen over de periode 2004-2019.

We hebben ons bij het onderzoek niet alleen gericht op deze uitkomsten, maar hebben ook gekeken naar welke mechanismes hier mogelijk spelen. We schatten wat het effect is van verschillende aspecten van het insolventierecht, namelijk de debiteurs- en crediteursrechten, op de kapitaalstructuur van bedrijven. We vinden dat voornamelijk een verandering in de debiteursrechten een belangrijke rol speelt. Dit zien wij als ondersteunend bewijs dat het effect waarschijnlijk loopt via een verandering in de vraag naar krediet, in plaats van een verandering in het aanbod van krediet.

We vinden ook dat het effect anders kan zijn voor diverse soorten bedrijven en in verschillende landen. Grote bedrijven met veel fysieke bezittingen, die als onderpand kunnen dienen, passen hun financieringsstructuur het meeste aan. Grotere bedrijven worden meestal met relatief veel schuld gefinancierd, dat kan verklaren dat zij sterker reageren. Ook zien we dat het effect kleiner is in landen waar insolventieprocedures langer duren. Met andere woorden, het verbeteren van de geschreven wetten heeft weinig zin als de rechter er jaren over doet om tot een uitspraak te komen.

Deze inzichten zijn relevant in het kader van de voorgenomen harmonisatie van het Europese insolventierecht. In 2019 is de zogeheten 'second chance'-richtlijn aangenomen. In Nederland is dit geïmplementeerd als de wet homologatie onderhands akkoord. Verdere stappen worden ook voorbereid, de Commissie heeft in december weer een nieuw voorstel gedaan met, onder andere, verkorte procedures voor micro-bedrijven.