

DEL II

Bilagor

- | | |
|----------|--|
| Bilaga 1 | Kommittédirektiv 1995:163 |
| Bilaga 2 | Tilläggsdirektiv 1997:26 |
| Bilaga 3 | Tilläggsdirektiv 1997:82 |
| Bilaga 4 | Sammanställning av anteckningar från
Förmånsrättskommitténs intervjuer hösten 1996 –
våren 1997 |
| Bilaga 5 | En empirisk analys av utdelning i svenska konkurser av
Karin S. Thorburn |
| Bilaga 6 | Förmånsrättens teori och empiri av Clas Bergström och
Stefan Sundgren |
| Bilaga 7 | A Review of the Law and Economics Literature on
Creditor Priority in Bankruptcy av Theodore Eisenberg |

Kommittédirektiv

Förmånsrätt vid konkurs, m.m.

Dir. 1995:163

Beslut vid regeringssammanträde den 21 december 1995

Sammanfattning av uppdraget

En kommitté skall utreda frågor om

- förmånsrätt i konkurs,
- lönegaranti,
- underlaget för företagshypotek.

Kommitténs huvuduppgifter blir att ta ställning till dels om statens förmånsrätt för skatter och avgifter bör slopas, dels om företagshypotek bör ges en annan ställning än det har i dag och dels om arbetstagarnas löneskydd vid arbetsgivarens konkurs kan förbättras utan att statens kostnader för lönegarantin ökar.

De samhällsekonomiska konsekvenserna av eventuella ändringar i förmånsrättsordningen skall övervägas, bl.a. hur kreditgivningen till företagen påverkas. En strävan bör vara att förmånsrättsordningen och anslutande lagregler är så utformade att rekonstruktion av livskraftiga företag underlättas.

Bakgrund

Förmånsrättsordningen

Förmånsrättslagen (1970:979) trädde i kraft den 1 januari 1972. Den ersatte bestämmelser om förmånsrätt i konkurs i 17 kap. handelsbalken. Lagen har behållit sin grundstruktur men ändrats i sak vid åtskilliga tillfällen.

Utgångspunkten för förmånsrättsordningen är att alla fordringar mot gäldenären har lika rätt. Lagen innehåller i huvudsak en uppräkningsordning av de fordringar som har bättre rätt än andra, förmånsrätt, samt anger vilken ordning som gäller mellan dessa s.k. prioriterade fordringar. Det görs skillnad mellan å ena sidan s.k. särskilda förmånsrätter, som avser enbart en del av gäldenärens egendom och som gäller både vid utmätning och i konkurs, samt å andra sidan s.k. allmänna förmånsrätter, som avser all gäldenärens egendom och som gäller enbart i konkurs.

Propositionen om företagsrekonstruktion

Regeringen överlämnade den 12 oktober 1995 propositionen Lag om företagsrekonstruktion (prop. 1995/96:5) till riksdagen. Där föreslås lagstiftning om ett för svenskt vidkommande nytt insolvensrättsligt förfarande, företagsrekonstruktion. Syftet är att förbättra möjligheterna att rekonstruera sådana företag som har betalningssvårigheter men som bedöms kunna bli lönsamma på sikt. För att underlätta rekonstruktion föreslås i propositionen bl.a. att fordringar som grundar sig på avtal som träffas under rekonstruktionsförfarandet skall ha bästa allmänna förmånsrätt och företräde till betalning framför bl.a. fordringar med säkerhet i företagshypotek.

Till grund för propositionen om företagsrekonstruktion låg Insolvensutredningens (Ju 1988:02) slutbetänkande Lag om företagsrekonstruktion (SOU 1992:113). Utredningen föreslog två viktiga förändringar i förmånsrättsordningen förutom den ovan nämnda om bästa allmänna förmånsrätt för fordringar uppkomna under rekonstruktionsförfarandet. Förslagen innebar dels att statens förmånsrätt för vissa skatte- och avgiftsfordringar skulle avskaffas (11 § förmånsrättslagen), dels att vissa lönefordringar (12 §) skulle ges förmånsrätt framför fordringar med säkerhet i företagshypotek (5 § första stycket 2). Det huvudsakliga motivet bakom dessa förslag var att ändringarna på olika sätt skulle förbättra möjligheterna att genomföra företagsrekonstruktioner.

I propositionen redovisas utredningsförslagen, de skäl som anförts för dem och vissa argument emot. Där påpekas att utredningen i vissa delar inte utforskat effekterna av de föreslagna ändringarna. Propositionens slutsats är att förslagen måste utredas ytterligare.

Även i fråga om andra utredningsförslag är ställningstagandet i propositionen att ytterligare utredning behövs innan det kan avgöras om förslagen bör genomföras. Det gäller bl.a. ett förslag om att underlaget för företagshypotek skall fixeras vid tidpunkten för beslut om företagsrekonstruktion och att vid en efterföljande konkurs borgenärer med säkerhet i företagshypotek skall ha rätt att få betalt ur egendom som trätt i stället för den egen-

dom som omfattades av företagshypoteket vid tidpunkten för rekonstruktionsbeslutet.

Löneförmånsrätt och lönegaranti

Lagstiftning om statlig lönegaranti i konkurs infördes första gången år 1971. Regelsystemet reformerades år 1992 varigenom en ny lönegarantilag tillkom (1992:497). Lönegarantin innebär att staten garanterar prioriterade fordringar på lön och pension samt att staten övertar såväl fordringarna som den förmånsrätt som följer med dem och sålunda inträder i konkursen som borgenär på resp. löntagares plats.

Bestämmelserna om lönegaranti ändrades i viktiga delar med verkan från och med den 1 juli 1994 (se prop. 1993/94:208, bet. 1993/94:LU34, rskr. 1993/94:394, SFS 1994:636 och 639). Vid riksdagsbehandlingen av ändringarna angavs att flera frågor behövde analyseras ytterligare (se bet. 1993/94:LU34 s. 11, 13, 15, 16 och 17). Detta förutsattes ske i samband med att regeringen övervägde propositionen om en lag om företagsrekonstruktion. I den propositionen anförs emellertid beträffande alla de berörda frågorna att förnyade överväganden bör ske i en särskild utredning.

Samhällsekonomiskt perspektiv

Hur förmånsrättsordningen skall byggas upp beror ytterst av en avvägning mellan olika intressen. Denna avvägning kan utfalla olika vid skilda tidpunkter. Hittills har det samhällsekonomiska perspektivet spelat en undanskymd roll vid de bedömningar som lagstiftaren gjort om förmånsrättsordningen. Sedan förmånsrättslagen tillkom har det skett stora samhällsekonomiska förändringar. Nya förutsättningar gäller, inte minst på marknaden för krediter till företag. Förmånsrättsordningen har stor betydelse för kreditmarknadens funktionssätt. Det är osäkert vilken roll den spelar för samhällsekonomin i övrigt. Det finns anledning att analysera effekterna av alternativa förmånsrättsregler och överväga om förutsättningarna för förmånsrättsordningen har ändrats på ett sådant sätt att vissa av de ståndpunkter som intagits tidigare bör omprövas.

Utredningsuppdraget

Allmänna utgångspunkter

Som regeringen uttalar ställningstagande i propositionen om företagsrekonstruktion bör alltså vissa frågor rörande förmånsrättsordningen övervägas ytterligare. I propositionen noterar regeringen att ytterligare förändringar i

förmånsrätterna kan behövas för att förstärka det nya insolvensförfarandet, men att det i dagsläget inte finns ett tillräckligt gott underlag för att genomföra sådana förändringar. En utredning skall tillkallas för att analysera de berörda frågorna och lämna förslag på ändringar som den anser motiverade. Frågan huruvida förmånsrätten för skatte- och avgiftsfordringar bör avskaffas blir en huvudfråga för utredningen. En annan central fråga blir om, och i så fall hur, företagshypotekets ställning bör förändras.

En viktig utgångspunkt för utredningen är, som framgått, att reglerna bör ge goda förutsättningar för rekonstruktion av livskraftiga företag. Samtidigt måste emellertid beaktas att det ställs krav av flera olika slag på förmånsrättsordningen (jfr prop. 1995/96:5 s. 122). Den får inte anpassas enbart till krisdrabbade företag och deras borgenärer. Tvärtom måste förmånsrättsordningen i första hand utformas med hänsyn till behovet av en effektiv kreditgivning till företagen i allmänhet. Därvid skall beaktas behovet av såväl krediter med god säkerhet som krediter av mera riskfylld natur.

Vid sin genomgång har utredningen att ta hänsyn till att förmånsrättsordningen avgör värdet av de olika säkerheter som används vid kreditgivning och därmed spelar en avgörande roll för ett företags möjligheter att få kredit och för kostnaderna för olika former av kredit. Genom att förmånsrättsordningen avgör hur förlusterna vid en konkurs fördelas mellan olika borgenärskategorier får den betydelse för många företags ekonomiska situation, ibland för deras möjligheter att överleva. Därvid spelar förmånsrättsordningen också en viss roll för statens finanser. Vidare påverkar den valet mellan olika tänkbara insolvensförfaranden, främst valet mellan konkurs och rekonstruktion. Förmånsrättsordningen kan även påverka gäldenärens agerande i förhållande till borgenärerna i samband med insolvens.

När ändringar övervägs i förmånsrättsordningen måste alltså en rad aspekter beaktas. Därtill kommer att stor vikt måste fästas vid de övergångsproblem som följer med en lagändring. En förändring i prioriteten för något slag av fordringar påverkar även andra fordringar. Förutsättningarna för en redan beviljad kredit kan förändras radikalt om en säkerhet som ställts för krediten försämras genom att den flyttas ner i förmånsrättsordningen. Det medför ett behov av övergångsregler vid sådana förändringar och innebär att reformer avseende förmånsrätterna måste ske med största omsorg och med beaktande av att upprepade omkastningar i reglerna inte bör komma i fråga.

I diskussionen om förmånsrätterna spelar samhällsekonomiska argument en viktig roll. Sålunda hävdas t.ex. att omsättningen av varor och tjänster kommer att öka om oprioriterade borgenärs ställning förbättras, att kreditgivningen vitaliseras om skatteförmånsrätten avskaffas och att en samhällsekonomiskt önskvärd noggrannhet i kreditprövningen främjas om bankerna tvingas ta större risker vid sin kreditgivning till företag. Det hävdas

vidare, å andra sidan, att kreditförsörjningen riskerar att försämrans om exempelvis företagshypotekets ställning försvagas. De samhällsekonomiska aspekterna på förmånsrättslagstiftningen är emellertid relativt utforskade. Att analysera dem blir en viktig uppgift för utredningen. Sålunda skall förmånsrättsordningen granskas med avseende på dess samhällsekonomiska effekter, inte minst följderna för kreditgivningen. Resultaten av en sådan granskning bör tillmätas stor betydelse vid bedömningen av tänkbara ändringar.

Utredningen skall dock inte ompröva förmånsrättsordningens grundstruktur. Denna skall bevaras som i dag och arbetet sålunda huvudsakligen inriktas på att pröva vissa särskilt utpekade möjliga ändringar. Skulle utredningen finna att dess analys motiverar även vissa andra förändringar, är den emellertid oförhindrad att föreslå sådana. En utgångspunkt är dock därvid att förmånsrätterna sammantaget inte får utvidgas utan i stället om möjligt bör begränsas till sin omfattning. De oprioriterade borgenärerna är redan i dag starkt utsatta i konkurs och deras ställning får inte försämrans ytterligare. I stället bör inriktningen vara att de oprioriterade borgenärernas situation helst skall stärkas.

Utredningen skall utgå från att det omgivande sakrättsliga regelsystemet är i huvudsak oförändrat. Sålunda blir det inte en uppgift för utredningen att överväga frågor som avser borgenärsskyddet vid olika rättshandlingar.

En viktig uppgift för utredningen blir att studera förmånsrättsordningen i jämförbara länder och dra lärdom av de erfarenheter som gjorts. En god utgångspunkt för en sådan genomgång finns i betänkandet SOU 1992:113, kap. 5. I detta sammanhang finns det också anledning för utredningen att uppmärksamma de internationellt privaträttsliga regler som finns på området. Bland annat innehåller den av Sverige nyligen undertecknade EU-konventionen om insolvensförfaranden bestämmelser av intresse i detta hänseende. Av betydelse är också ett pågående arbete i EU på ett direktiv om konkurs m.m. i kreditinstitut. Direktivet kan förväntas bli antaget under våren 1996.

Skatteförmånsrätten

- Utredningen skall förutsättningslöst pröva frågan om förmånsrätten för skatter och avgifter bör slopas. Särskild vikt skall fästas vid de samhällsekonomiska aspekterna, bl.a. förmånsrättens inverkan på kreditgivningen till företag. Möjligheterna att genomföra lyckade företagsrekonstruktioner skall också tillmätas särskild betydelse.

Skatte- och avgiftsfordringar har förmånsrätt enligt 11 § förmånsrättslagen. I en särskild lag (1971:1072) om förmånsberättigade skattefordringar m.m.

anges för vilka fordringar förmånsrätten gäller. Sådana fordringar har prioritet efter fordringar med särskild förmånsrätt men före löne- och pensionsfordringar och givetvis före oprioriterade fordringar.

Skatteförmånsrätten fick sin nuvarande ställning i prioritetsordningen vid en omläggning som trädde i kraft den 1 januari 1976. Då placerades skattefordringar före lönefordringar. Förändringen berodde dels på att det ansågs angeläget att förstärka skattefordringarnas ställning i konkurs, dels på att de anställdas löneskydd förbättrades på annat sätt, varvid det fanns utrymme för en förstärkning av skatteförmånsrätten.

Frågan om ett avskaffande av skatteförmånsrätten har behandlats av lagstiftaren vid åtskilliga tillfällen. En redovisning av frågans tidigare behandling finns i SOU 1992:113, s. 108 f. Se även bet. LU 1981/82:19 s. 12 f.

Som tidigare nämnts föreslog Insolvensutredningen att skatteförmånsrätten skulle avskaffas i samband med införandet av en lag om företagsrekonstruktion (se SOU 1992:113 s. 328 f.). Enligt utredningen skulle en sådan reform förbättra möjligheterna att genomföra lyckosamma rekonstruktioner. Sålunda skulle staten vid utebliven förmånsrätt få starkare skäl än i dag att ingripa tidigt mot att stora skatteskulder byggs upp hos företag med ekonomiska problem. Därmed skulle en rekonstruktion kunna komma i gång tidigare. Vidare skulle statens intresse av att gå med på ackordsuppgörelser öka och de oprioriterade borgenärernas situation i konkurs förbättras.

En stor majoritet av remissinstanserna gav sitt stöd åt förslaget att avskaffa skatteförmånsrätten. Men viktiga invändningar gjordes, bl.a. från Riksskatteverkets sida.

I propositionen lägger regeringen inte fram något förslag om avskaffande av skatteförmånsrätten (se prop. 1995/96:5 s. 127 f.). Enligt propositionen är det vid en samlad bedömning med ledning av remissvaren osäkert om en sådan reform verkligen skulle gagna rekonstruktionsförsök. Det bör då enligt regeringen inte komma i fråga att i rådande statsfinansiella läge genomföra en förändring i regelsystemet som får påtagligt negativa konsekvenser för statsfinanserna. Enligt regeringen bör därför skatteförmånsrätten behållas tills vidare. En utredning bör dock enligt propositionen studera bl.a. frågan om vilka effekter ett avskaffande av förmånsrätten skulle få för möjligheterna att genomföra framgångsrika företagsrekonstruktioner.

Utredningen skall förutsättningslöst pröva frågan om skatteförmånsrättens avskaffande samt därvid beakta såväl de skäl som redovisas i propositionen (s. 127 f.) som andra skäl som kan vara av betydelse för ställningstagandet. Särskild vikt skall fästas vid de samhällsekonomiska aspekterna av skatteförmånsrätten, bl.a. inverkan på kreditgivningen till företag och den eventuella betydelsen för näringslivet i övrigt. De statsfinansiella konsekvenserna av ett avskaffande är en viktig faktor. Utredningen skall klargöra omfattningen av dessa med beaktande av att en del av det som går förlorat

för staten till följd av utebliven förmånsrätt kompenseras i form av ökad utdelning dels på lönefordringar på grund av statens regressrätt, dels på oprioriterade fordringar som staten kan ha. Beräkningar gjordes av Insolvensutredningen, se SOU 1992:113 s. 330. Bedömningarna måste dock bli säkrare och mer preciserade. Det skall därvid beaktas att antalet konkurser varierar starkt över åren. Beräkningar skall därför göras utifrån olika antaganden om antalet konkurser. I den mån det låter sig göra skall även de finansiella effekterna för andra borgenärskategorier beräknas och värderas.

Som framhålls i propositionen bör särskild vikt fästas vid de effekter som ett avskaffande av skatteförmånsrätten kan få för möjligheterna att genomföra lyckade företagsrekonstruktioner. Det skall därvid analyseras på vilka olika sätt och i vilken omfattning rekonstruktionsförsök påverkas.

Utvecklingen i många länder tycks gå mot ett avskaffande av förmånsrätt för skattefordringar och motsvarande (se prop. 1995/96:5 s. 129). I det sammanhanget bör noteras att det i EU diskuteras – bl.a. i arbetet på ett direktiv om konkurs m.m. i kreditinstitut, se ovan – om fordringar som andra medlemsstater har mot gäldenären alltid borde åtnjuta samma behandling som fordringar som tillkommer den stat där konkursen handläggs. Utredningen skall undersöka vad som gäller i de andra medlemsstaterna samt pröva om de pågående övervägandena i EU och en eventuell reglering på EG-nivå påverkar ställningstagandet till frågan om skatteförmånsrätten bör avskaffas eller inte.

Utredningen har att utgå från nuvarande regler om personligt betalningsansvar och straffansvar i fråga om skatter och avgifter som arbetsgivaren innehåller med skyldighet att redovisa till staten, se bl.a. 77 a § resp. 81 § uppbördslagen (1953:272), eller de regler som kan komma att föreslås till följd av förslagen i utredningsbetänkandet Översyn av skattebrottslagen (SOU 1995:10).

Utredningen skall föreslå de lagändringar som den finner motiverade. Därvid kan, som framgått, ett totalt avskaffande av skatteförmånsrätten komma i fråga men också ett partiellt avskaffande i någon form. Tänkbart är t.ex. att vissa skattefordringar får ha kvar sin förmånsrätt, medan andra förlorar den. En möjlighet som kan prövas är att särbehandla sådana fordringar som har innehållits för annan, jfr 81 § uppbördslagen. Att göra skatte- och avgiftsfordringarna efterställda, dvs. ge dem sämre rätt i konkurs än vanliga oprioriterade fordringar, bör inte komma i fråga.

Enligt 4 kap. 1 § 1 konkurslagen (1987:672) får återvinning inte ske av betalning av förmånsberättigade fordringar avseende skatter och avgifter, om fordringen var förfallen till betalning. Om utredningen föreslår att skatteförmånsrätten avskaffas helt eller delvis, får utredningen också anledning att ta upp frågan om ett slopande av återvinningsförbudet (jfr prop. 1995/96:5 s. 161 f.).

Om det lämnas förslag om en reform som innebär minskade intäkter eller ökade utgifter för staten, skall förslag också lämnas om hur reformen skall finansieras. Kan en finansiering inte ske inom ramen för ändrade regler om förmånsrätt, skall utredningen i första hand söka finansieringsmöjligheter i utgiftsminskningar.

Förmånsrätt för fordringar med säkerhet i företagshypotek

- Utredningen skall överväga företagshypotekets ställning mot bakgrund av önskemålet att reglerna skall främja företagsrekonstruktioner. Därvid skall utredningen särskilt studera effekterna av företagshypoteket på kreditgivningen, bl.a. bankernas och leverantörernas agerande. Om utredningen kommer fram till att en ändring bör ske, skall utredningen analysera olika möjligheter och lämna förslag till en ny reglering.

Företagshypotek gäller i den lösa egendom som ingår i en näringsidkares verksamhet. Säkerheten förutsätter inskrivning i ett särskilt register, s.k. företagsinteckning, och uppstår genom att näringsidkaren upplåter säkerhetsrätten och överlämnar ett s.k. företagshypoteksbrev till borgenären, se 1 kap. 1–3 §§ lagen (1984:649) om företagshypotek.

Fordringar med säkerhet i företagshypotek har förmånsrätt enligt 5 § första stycket 2 förmånsrättslagen. Det betyder att fordringarna har förmånsrätt framför lönefordringar i den egendom som omfattas av företagshypoteket och framför skattefordringar (se 15 § förmånsrättslagen). Vilken egendom som omfattas av företagshypoteket framgår av 2 kap. 1–4 §§ lagen om företagshypotek (se vidare i det följande avsnittet).

Det som skiljer företagshypotek från andra former av säkerhet är att företagshypotek gäller i en egendomsmassa som hela tiden förändras. Säkerheten fyller främst funktionen att göra det möjligt för många små och medelstora företag som har begränsade möjligheter att ställa andra typer av säkerheter att utnyttja verksamhetens tillgångar som kreditsäkerhet. På det sättet har företagshypoteket haft stor betydelse för att underlätta kreditgivning till företag.

De kreditgivare som oftast utnyttjar företagshypotek som säkerhet är bankerna. Säkerhetsformen medför att bankerna mestadels kan få mycket god säkerhet för sina krediter till företagen. Det förekommer kritik mot detta och görs gällande att bankernas möjligheter att säkra sina krediter är alltför goda, vilket medför dels att näringsidkarens återbetalningsförmåga inte prövas så som det borde ske, dels att bankerna försenar nödvändiga rekonstruktionsförsök genom att inte tillräckligt aktivt bevaka sina fordringar hos företag som råkar i svårigheter.

Insolvensutredningen föreslog som tidigare nämnts att företagshypotekets förmånsrätt skulle försämrats. Skälet var främst att bankerna då, enligt utredningen, kunde förväntas bli mer aktiva i bevakningen av sina fordringar hos krisföretag. Detta skulle i sin tur medföra att bankerna kunde förväntas medverka till att få i gång nödvändiga rekonstruktioner i tid. Den föreslagna reformen skulle alltså på så sätt stödja det nya insolvensförfarandet. Förslaget gick närmare bestämt ut på att vissa lönefordringar skulle få prioritet framför företagshypotek. Det gällde s.k. produktiva löner, vilket med utredningens terminologi var dels sådana lönefordringar som förfallit till betalning före konkursbeslutet, dels sådana som förfallit till betalning under de två månaderna närmast efter beslutet.

I propositionen om företagsrekonstruktion påpekas, liksom i många av remissvaren, att det finns problem med en reglering som den föreslagna. Sålunda finns det enligt propositionen en risk att en försämring av företagshypoteket medför betydande svårigheter att få kredit för många små och medelstora företag. Det är enligt propositionen diskutabelt att på det sättet försvåra för den stora mängden kreditsökande företag bara för att förbättra möjligheterna till rekonstruktion av krisföretag. Enligt propositionen måste effekterna på kreditgivningen av den föreslagna förändringen bli föremål för en noggrannare analys. Detsamma gäller enligt propositionen vissa andra effekter av den föreslagna ändringen vilka inte blivit utredda (se prop. 1995/96:5 s. 123 f.).

Utredningen skall överväga företagshypotekets ställning mot bakgrund av önskemålet att reglerna skall främja företagsrekonstruktioner. Därvid skall utredningen studera effekterna av denna säkerhet på kreditgivningen i stort, bl.a. på bankernas och leverantörernas agerande i deras egenskap av kreditgivare, och på de oprioriterade borgenärernas ställning i konkurs. De problem som redovisats här ovan bör analyseras noggrannare än som hittills kunnat ske. Därvid skall utredningen pröva bärkraften i det skäl som varit det huvudsakliga argumentet för en förändring – att bankerna kommer att bevaka företag med betalningssvårigheter noggrannare och därmed påskynda nödvändiga rekonstruktioner. Företrädare för bankerna har hävdat att en förändring inte skulle öka deras bevakningsgrad utan i stället medföra att de tvingas ställa krav på andra säkerheter, vilket i sin tur ökar kostnaderna för krediter. I det sammanhanget bör det analyseras vilken betydelse bestämmelsen i 2 kap. 13 § första stycket bankrörelselagen (1987:617) har i sammanhanget. Där ställs krav på "betryggande säkerhet" för bankernas krediter.

Ett önskemål är givetvis att utformningen av företagshypoteket inte gör det svårare att rekonstruera företag. Men det är olyckligt om möjligheterna för små och medelstora företag att få kredit på rimliga villkor försämrats utan att det finns skäl för det på grund av t.ex. dålig återbetalningsprognos.

En viktig uppgift för utredningen blir att analysera vilka effekter en försäkring av företagshypoteket som säkerhet får för kreditgivningen och vilka de samhällsekonomiska effekterna kan bli i övrigt.

Om utredningen kommer fram till att en ändring bör ske vad gäller företagshypoteket, blir frågan hur en ny reglering skall utformas. Den av Insolvensutredningen föreslagna modellen är en tänkbar möjlighet. Det förutsätter dock att de problem som remissinstanserna och propositionen pekat på kan bemästras. Ett alternativ kan vara den lösning som valts i Finland. Den innebär att borgenärer med säkerhet i företagshypotek får förmånsrätt i endast en viss kvotdel av värdet av den in-tecknade egendomen (i Finland 50 %), varvid dock säkerheten behåller sin ställning i förmånsrättsordningen. En fördel med en sådan lösning – som föreslagits tidigare i den juridiska litteraturen – är att de positiva effekterna av ett större risktagande kan uppnås utan de komplikationer som en försämrad förmånsrätt medför.

Även andra modeller för en förändring i företagshypotekets ställning kan tänkas. En faktor att beakta är därvid att regleringen om möjligt bör stimulera kreditgivaren att göra en seriös prövning av kredittagarens återbetalningsförmåga. Att så sker är av värde inte bara för andra borgenärer som kan komma att göra förluster i en kommande konkurs. Det är ett samhälls-ekonomiskt intresse i sig att det inte (annat än i särskilda undantagssituationer) lämnas krediter till företag eller projekt som inte kan förväntas uppnå lönsamhet. Sålunda bör utredningen pröva hur sådan kreditgivning kan motverkas genom utformningen av förmånsrättsordningen. En möjlighet kan vara att föreskriva att en fordran som har säkerhet endast i företagshypotek alltid är till viss del oprioriterad. En sådan tanke har förts fram under remissbehandlingen av betänkandet Lag om företagsrekonstruktion (SOU 1992:113).

Det bör betonas att utgångspunkten för utredningens genomgång skall vara att företagshypoteket som säkerhetsform skall finnas kvar med väsentligen det innehåll som säkerheten har i dag.

Utredningen skall även i denna del dra lärdom av de erfarenheter i andra länder som kan ha betydelse för arbetet. Särskilt skall studeras vilka erfarenheterna är i Finland av den lösning som valts där.

Underlaget för företagshypotek

- Utredningen skall överväga om det finns skäl att ändra reglerna om underlaget för företagshypotek, bl.a. om kassa- och bankmedel bör omfattas av säkerheten. Särskilt skall prövas om strävandena att få till stånd en väl fungerande rekonstruktionsordning underlättas med en annan reglering än den nuvarande.

Till skillnad från panträtt är företagshypoteket inte knutet till viss bestämd egendom utan omfattar ett egendomskollektiv som undergår förändringar från tid till annan. I 2 kap. 1 § första stycket lagen om företagshypotek uttrycks det som "näringsidkarens lösa egendom i den mån egendomen hör till den intecknade verksamheten". En del av egendomen undantas. Det gäller bl.a. "kassa- och banktillgodohavanden, aktier, andra bevis om delaktighet i bolag, obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning samt andelar i aktiefonder" (2 kap. 1 § andra stycket 1). Det som utmärker dessa tillgångar kan sägas vara att de utgörs av reda pengar eller lätt kan förvandlas till pengar eller också lätt kan belånas genom pantsättning (jfr prop. 1995/96:5 s. 154).

Frågan om vilken egendom som bör omfattas av företagshypotek har diskuterats tidigare i lagstiftningssammanhang, se bl.a. SOU 1981:76 s. 73 f., prop. 1983/84:128 s. 43 f. och bet. LU 1983/84:36 s. 17.

Med den gällande ordningen växlar alltså underlaget för företagshypotek och beror på vilken egendom som för tillfället hör till verksamheten. Vid konkurs fixeras emellertid säkerhetsunderlaget. Det som hör till företagshypoteket vid konkursbeslutet fortsätter att vara underlag för säkerheten och i princip tillförs ingen annan egendom. Ett praktiskt problem är emellertid att hypoteksegendomen ofta stiger i värde om verksamheten drivs vidare under konkursen. Det sker t.ex. genom att insatsvaror bearbetas i produktionen. Enligt ett avgörande av Högsta domstolen (NJA 1982 s. 900) skall därvid värdestegringen fördelas mellan å ena sidan borgenärer med företagshypotek och å andra sidan borgenärer med allmän förmånsrätt eller utan förmånsrätt. Värdet på den egendom som utgör underlag för företagshypotek skall bestämmas med hjälp av en proportioneringsmetod där det avgörande är vilka kostnader som lagts ner på egendomen före resp. efter konkursutbrottet. På det sättet kommer normalt värdestegringen att fördelas mellan borgenärskategorierna.

Reglerna för vad som utgör hypoteksunderlag medför vissa praktiska problem. Det gäller inte minst handhavandet av företagsintecknad egendom under perioder då betalningssvårigheter uppkommit men utan att företaget försatts i konkurs. Att kassa- och bankmedel m.m. inte är med i underlaget för företagshypotek medför, så länge företaget inte gått i konkurs, att un-

derlaget för säkerheten kan växla markant från den ena dagen till den andra. Därigenom kan de olika borgenärskategoriernas ställning påverkas väsentligt. Det betyder också att näringsidkaren kan utöva inflytande på underlagets storlek, t.ex. genom att låta bli att kräva kontant betalning för leveranser strax före en konkurs. Fordringarna ingår i hypoteksunderlaget, medan influtna betalningsmedel inte ingår. Det innebär också att näringsidkaren kan bli utsatt för påtryckningar från borgenärsgupper att agera på ett sätt som gynnar eller i varje fall inte missgynnar dem i en eventuell konkurs.

En närliggande komplikation gäller egendom som på visst sätt trätt i stället för egendom som utgör hypoteksunderlag. Eftersom borgenärer med säkerhet i företagshypotek vill undgå att egendom försvinner ur säkerhetsunderlaget strax före en konkurs kan de ha ett intresse av att gäldenären snabbt försätts i konkurs. Detta hämmar möjligheterna att rekonstruera företag utan konkurs. Under senare år har ackordscentraler och advokater delvis kommit till rätta med detta problem. Det har skett bl.a. genom en ordning som innebär att medel som betalas för företagsintecknad egendom under fortsatt drift av rörelsen efter en betalningsinställelse sätts in på ett s.k. administrationskonto, vars behållning i princip är undandragen gäldenärens rådighet. Avsikten är att den förmånsrätt som följer med företagshypotek i en eventuellt kommande konkurs skall gälla i de medel som inestår på sådana konton. I rättspraxis har arrangemanget godtagits under vissa förutsättningar (se NJA 1987 s. 105 och NJA 1989 s. 705 I, jfr NJA 1991 s. 550).

Insolvensutredningen föreslog att underlaget för företagshypotek skulle fixeras vid tidpunkten för beslutet om företagsrekonstruktion och att borgenärer med säkerhet i företagshypotek skulle ha rätt att vid en efterföljande konkurs få betalt även ur egendom som trätt i stället för sådan egendom som omfattades av företagshypoteket (se SOU 1992:113 s. 400 f.)

Utredningen diskuterade endast kortfattat effekterna av sitt förslag och bara ett fåtal remissinstanser yttrade sig om det. I propositionen analyseras effekterna av förslaget och redovisas en rad komplikationer (se prop. 1995/96:5 s. 124 f.). Propositionens slutsats är att komplikationerna inte övervägts tillräckligt och att en lagändring som den föreslagna, som är av stor principiell och praktisk betydelse, måste övervägas ytterligare (se s. 159).

I propositionen diskuteras också frågan huruvida hypoteksunderlaget borde utsträckas till att gälla även för kassamedel, banktillgodohavanden och liknande tillgångar, vilket förespråkats av några remissinstanser. Genom en sådan lagändring skulle, enligt förslagsställarna, manipulationsmöjligheterna och många praktiska problem försvinna. Något sådant förslag läggs inte fram i propositionen men frågan bör enligt regeringen övervägas på nytt av utredningen.

Utredningen skall överväga om det finns skäl att ändra reglerna om underlaget för företagshypotek. Särskilt skall det prövas om strävandena att få till stånd en väl fungerande rekonstruktionsordning skulle underlättas med en annan reglering än den nuvarande. Därvid skall fördelar och nackdelar med dagens lösning med s.k. administrationskonton övervägas. En inriktning bör vara att den balans som finns mellan olika borgenärskategorier när en rekonstruktion inleds skall bestå under förfarandet.

Utredningen skall överväga möjligheten att låta företagshypoteket omfatta även kassa- och bankmedel. Men en reglering där borgenärer med företagshypotek i praktiken har säkerhet för hela fordringen i all gäldenärens egendom skulle påtagligt försämra läget för oprioriterade borgenärer. Skulle utredningen finna att det står mycket att vinna med en sådan utsträckning av hypoteksunderlaget som nu sagts, bör det därför övervägas om en sådan reform kan förenas med t.ex. den lösning som valts i Finland (se ovan).

Utredningen är fri att föreslå även andra ändringar än de som nämnts här vad gäller företagshypoteksunderlaget eller reglerna om företagshypotek i övrigt.

Utredningen bör även i denna del bedöma de samhällsekonomiska aspekterna på olika möjliga lösningar.

Löneförmånsrätten och lönegarantin

- Utredningen skall överväga på vilket sätt reglerna om lönegaranti och löneförmånsrätt bör ändras för att arbetstagarnas skydd skall bli så heltäckande som möjligt. Vikten av att stävja företagares missbruk av lönegarantin skall beaktas liksom statens kostnader för garantin. Inriktningen skall vara att förslag om regeländringar skall utformas så att de inte innebär ökade kostnader för staten. Utredningen skall vidare överväga regeländringar för att möjliggöra en svensk ratifikation av ILO:s konvention om skydd av arbetstagarens fordringar i händelse av arbetsgivarens insolvens.

Vid arbetsgivarens konkurs skyddas arbetstagarnas lönefordringar främst genom reglerna om löneförmånsrätt i 12 § förmånsrättslagen och reglerna om statlig lönegaranti vid konkurs i lönegarantilagen (1992:497). Regelsystemen är hoplänkade på så sätt att lönegarantin kan ersätta endast fordringar som även omfattas av förmånsrätt.

Reglerna om löneskydd genom lönegarantin har setts över två gånger under de senaste åren. De ändringar som gjorts har främst inneburit att skyddet har inskränkts på olika sätt och att det införts regler för att förhindra missbruk av garantin. Förändringarna har främst motiverats dels av att utgifterna för lönegarantin ökade kraftigt under början av 1990-talet, hu-

vudsakligen som en följd av den stora ökningen av antalet företagskonkurser under samma tid, dels av att systemet missbrukats av vissa företag som därigenom skaffat sig konkurrensfördelar framför andra företag.

År 1992 sänktes det högsta garantibeloppet för en person till 100 000 kr från tidigare tolv basbelopp. Det skedde med införandet av den nya lönegarantilagen (1992:497). Då reformerades också handläggningen av lönegarantifrågorna. (Se prop. 1991/92:139, bet. 1991/92:LU37 och rskr. 1991/92:318.)

Ytterligare ändringar trädde i kraft den 1 juli 1994 (prop. 1993/94:208, bet. 1993/94:LU34, rskr. 1993/94:394, SFS 1994:636 och 639). Löneförmånsrätten och därmed omfattningen av lönegarantin inskränktes i olika hänseenden, bl.a. på så sätt att förmånsrätten nu omfattar endast lönefordringar som har förfallit till betalning under de sista sex månaderna av arbetstagarens anställningstid hos konkursgäldenären och inte tidigare än tre månader före konkursansökningen. I lönegarantilagen infördes regler för att förhindra missbruk av garantin, bl.a. en bestämmelse av innebörd att en arbetstagare kan få lönefordringar som uppstår i en viss verksamhet ersatta genom lönegarantin i princip endast en gång under en tidsperiod på två år (den s.k. karensregeln, 9 a § lönegarantilagen).

Vid riksdagsbehandlingen av 1994 års ändringar uttalades att reformen på några punkter borde övervägas på nytt i samband med beredningen av förslaget om en lag om företagsrekonstruktion (bet. 1993/94:LU34 s. 11, 13, 15, 16 och 17). Det gällde den nyssnämnda bestämmelsen om en tidsmässig begränsning av löneförmånsrätten och lönegarantin, en bestämmelse om begränsad förmånsrätt för semesterlön och semesterersättning, en ny regel om begränsning av förmånsrätten för delägare och, slutligen, den nämnda karensregeln.

Efter omfattande kritik från främst arbetstagarhåll mot karensregeln föreslog regeringen våren 1995 en uppmjukning i bestämmelsen (se prop. 1994/95:180). I propositionen anfördes att även andra regler med betydelse för skyddet av arbetstagarnas fordringar genom lönegarantin kunde behöva övervägas på nytt och att regeringen avsåg att tillsätta en utredning om detta (prop. s. 4). Den föreslagna ändringen antogs av riksdagen och de nya bestämmelserna gäller från och med den 1 juli 1995. I sitt av riksdagen godkända betänkande (bet. 1994/95:LU30 s. 4 f.) förutsatte lagutskottet att missbruksreglerna i lönegarantilagen skulle övervägas ytterligare i den aviserade utredningen, bl.a. med hänsyn till innehållet i EG-direktivet om lönegaranti (se nedan).

Utredningen skall överväga på vilket sätt de nuvarande reglerna om löneskydd bör ändras för att arbetstagarernas lönefordringar vid arbetsgivarens konkurs skall få ett så heltäckande skydd som möjligt. Därvid bör särskilt uppmärksammas frågan om den tid inom vilken lönefordringar skall vara

förfallna till betalning för att omfattas av förmånsrätt och lönegaranti behöver förlängas (se prop. 1995/96:5 s. 146). Att märka är särskilt att utformningen av bestämmelsen i fråga (12 § första stycket förmånsrättslagen) medfört den oönskade effekten att många löntagare inte får ersättning från lönegarantin för arbete under den sista delen av uppsägningstiden. Även bestämmelsen om begränsad förmånsrätt för semesterlön och semesterersättning och den nya bestämmelsen om förmånsrätt för delägare skall övervägas (se prop. s. 147 och 148).

Av alla fordringshavare i en konkurs är arbetstagarna ofta de som har minst möjlighet att påverka händelseutvecklingen. Samtidigt hör arbetstagarna till dem som drabbas hårdast av konkursen. Det gäller naturligtvis särskilt om de förutom den ekonomiska förlusten går miste om sin anställning. Det självklara målet för lönegarantin bör därför vara att arbetstagarna får ett så heltäckande skydd som möjligt för sina fordringar i arbetsgivarens konkurs. Samtidigt måste dock utredningen beakta risken att vissa företag missbrukar garantin och därigenom skaffar sig otillbörliga konkurrensfördelar. Vidare måste utredningen ta hänsyn till statens kostnader för lönegarantin. Inriktningen skall vara att förslag om regeländringar skall utformas så att de inte innebär ökade kostnader för staten. Om detta inte går att undvika skall förslagen förenas med förslag om på vilket sätt utgiftsökningar skall finansieras.

Sverige har att iakttä EG:s lönegarantidirektiv (80/987/EEG). I propositionen om Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (prop. 1991/92:170, bilaga 9) anförde regeringen att de svenska reglerna om förmånsrätt och lönegaranti väl täckte kraven enligt direktivet. De lagändringar som senare gjorts har emellertid medfört att det på vissa punkter kunnat ifrågasättas om Sverige uppfyller sina förpliktelser. Utredningen skall beakta detta i sitt arbete.

Även Internationella arbetsorganisationen, ILO, har uppmärksammat behovet av att skydda arbetstagarnas lönefordringar vid arbetsgivarens konkurs. Internationella arbetskonferensen antog år 1992 en konvention (nr 173) och en rekommendation (nr 180) om skydd av arbetstagarens fordringar i händelse av arbetsgivarens insolvens. (Instrumenten anmäldes för riksdagen i skrivelse 1993/94:128.) Konventionen innehåller regler om löneskydd både genom förmånsrätt och genom en garantiinstitution. I årets budgetproposition (prop. 1994/95:100, bil. 11) konstaterade regeringen att de svenska reglerna visserligen synes tillgodose det sociala grundskydd som konventionen syftar till men att vissa av dess artiklar (artikel 6 d och artikel 12 d) för närvarande hindrar en svensk ratifikation. För att stärka ILO:s verksamhet att förbättra arbetstagarnas villkor är det viktigt att så många länder som möjligt ratificerar ILO:s konventioner.

Utredningen bör överväga vilka regeländringar som kan behövas för att en ratifikation av konventionen skall bli möjlig och vilka konsekvenser sådana ändringar kan få.

Även fortsättningsvis torde utgångspunkten böra vara att lönegarantin skall ersätta endast fordringar som omfattas av förmånsrätt. Skulle utredningen anse att kopplingen mellan de båda regelsystemen bör lösas upp, är dock utredningen oförhindrad att lägga fram förslag med ett sådant innehåll.

Andra ändringar

Den samhällsekonomiska analys av förmånsrättsordningen som utredningen skall genomföra kan komma att visa att några justeringar i reglerna som inte uttryckligen berörts i dessa direktiv bör göras. Utredningen är i så fall oförhindrad att lägga fram förslag om sådana ändringar.

Om utredningen finner att dess ändringsförslag motiverar det, är den fri att föreslå en ny förmånsrättslag med en modernare utformning än den nuvarande.

Övrigt

De uppgifter som läggs på utredningen är krävande och det är viktigt att de förändringar som eventuellt skall göras i förmånsrättssystemet blir brett accepterade. Utredningen skall därför vara parlamentariskt sammansatt. Samhällsekonomisk expertis skall knytas till utredningen.

Utredningen skall beakta vad som sägs i de generella direktiven till samtliga kommittéer och särskilda utredare om att pröva offentliga åtaganden (dir. 1994:23), att redovisa regionalpolitiska konsekvenser (dir. 1992:50) och att redovisa jämställdhetspolitiska konsekvenser (dir. 1994:124).

Uppdraget skall vara slutfört senast den 31 december 1997.

Kommittédirektiv

Tilläggsdirektiv till kommittén för
utredning av frågor om förmånsrätt vid
konkurs, m.m. (Ju 1996:02)

Dir.
1997:26

Beslut vid regeringssammanträde den 13 februari 1997

Sammanfattning

Kommittén om förmånsrätt i konkurs m.m. (Ju 1996:92) skall utreda om gäldenären under företagsrekonstruktion bör ges en rätt att säga upp avtal i förtid.

Kommittén skall inte ta upp de frågor om löneförmånsrätt och lönegaranti som omfattas av förslagen i regeringens proposition om löneskyddet vid konkurs (prop. 1996/97:102).

Huvuddirektiven

Regeringen fattade beslut om kommitténs direktiv den 21 december 1995 (dir. 1995:163). Enligt direktiven skall kommittén utreda frågor om

- förmånsrätt i konkurs,
- lönegaranti,
- underlaget för företagshypotek.

Huvuduppgifterna för kommittén är att ta ställning till dels om statens förmånsrätt för skatter och avgifter bör slopas, dels om företagshypotek bör ges en annan ställning än det har i dag, dels om arbetstagarnas löneskydd vid arbetsgivarens konkurs kan förbättras utan att statens kostnader för lönegarantin ökar.

Uppdraget skall vara slutfört senast den 31 december 1997.

Gäldenärens avtal

Enligt 2 kap. 20 § lagen (1996:764) om företagsrekonstruktion kan gäldenären förhindra att en avtalsmotpart häver avtalet på grund av sådant dröjsmål på gäldenärens sida som medfört att hävningsrätt uppkommit före ett beslut om företagsrekonstruktion. Rätten att kräva att avtalet fullföljs förutsätter att rekonstruktören samtycker.

I propositionen Lag om företagsrekonstruktion behandlades även frågan om gäldenären borde ges en rätt att under vissa förhållanden säga upp avtal i förtid (prop. 1995/96:5 s. 95). Enligt propositionen kan det inte uteslutas att en sådan rätt någon gång kan ha avgörande betydelse för möjligheterna att genomföra en rekonstruktion. Det fanns emellertid inte underlag för en bedömning av om en uppsägningsrätt borde införas. Regeringen anförde att frågan kunde bli föremål för vidare överväganden sedan lagen om företagsrekonstruktion kommit att tillämpas någon tid och därmed ytterligare erfarenheter vunnits.

Under riksdagsbehandlingen av propositionen togs frågan om gäldenärens uppsägningsrätt upp i en motion. Lagutskottet ansåg att det fanns goda skäl att omgående närmare utreda frågan och att regeringen borde besluta om tilläggsdirektiv för kommittén (bet. 1995/96:LU11 s. 16). Riksdagen gav regeringen till känna vad utskottet anförde.

Även regeringen anser det lämpligt att frågan om gäldenärens uppsägningsrätt behandlas av kommittén. Kommitténs uppdrag skall därför utvidgas till att gälla frågan om gäldenären under företagsrekonstruktion bör ges en rätt att säga upp avtal i förtid.

Vid sina överväganden skall kommittén särskilt beakta, å ena sidan vilken betydelse en sådan uppsägningsrätt kan ha för möjligheterna att åstadkomma lyckade rekonstruktioner, å andra sidan vilka konsekvenser den får för motparten. Om en uppsägningsrätt införs, torde det finnas skäl att begränsa den till vissa typer av avtal.

Om en uppsägningsrätt föreslås skall kommittén överväga om motparten bör kompenseras på något sätt vid en uppsägning. Även frågan om avtalet i vissa situationer bör väckas till liv sedan rekonstruktionen avslutats skall behandlas, liksom andra komplikationer som kan förutses.

I den finska lagen om företagssanering ges gäldenären en rätt att säga upp vissa avtal. Kommittén skall undersöka vilka erfarenheter som gjorts i Finland.

Löneförmånsrätt och lönegaranti

Enligt sina huvuddirektiv skall kommittén överväga på vilket sätt reglerna om lönegaranti och löneförmånsrätt bör ändras för att arbetstagarnas skydd skall bli så heltäckande som möjligt. Inriktningen skall vara att förslag om regeländringar skall utformas så att de inte innebär ökade kostnader för staten. Om detta inte går att undvika skall förslagen förenas med förslag om på vilket sätt utgiftsökningarna skall finansieras. Detta skall gälla även fortsättningsvis, varvid inriktningen dock skall vara att förslag om regeländringar skall utformas så att de om möjligt innebär minskade kostnader för staten.

Kommittén skall vidare beakta de förslag som regeringen lägger fram för riksdagen i en proposition om löneskyddet vid konkurs som beslutas i dag (prop. 1996/97:102). Där föreslår regeringen att den s.k. karensregeln i 9 a § lönegarantilagen (1992:497) upphävs och att bestämmelserna om förmånsrätt för närstående i 12 § sjätte stycket förmånsrättslagen (1970:979) ändras. Avsikten är främst att bestämmelserna skall stämma bättre överens med EG-direktivet (80/987/EEG) om skydd för arbetstagarna vid arbetsgivarens insolvens (jfr s. 18 f. i kommitténs huvuddirektiv).

Vidare föreslår regeringen att bestämmelsen i 12 § första stycket förmånsrättslagen ändras för att inte den situationen skall uppstå att vissa löntagare inte får ersättning från lönegarantin för arbete under den sista delen av uppsägningstiden (jfr s. 20 i huvuddirektiven).

Kommittén skall inte ta upp de frågor om löneförmånsrätt och lönegaranti som omfattas av förslagen i propositionen. Ändringar i de nya bestämmelserna får dock föreslås i den mån det föranleds av kommitténs överväganden i övrigt.

Övrigt

Dessa tilläggsdirektiv medför inte någon förlängning av den tid som kommittén getts för att fullgöra sitt uppdrag.

(Justitiedepartementet)

Kommittédirektiv

Tilläggsdirektiv till kommittén för utredning av frågor om förmånsrätt vid konkurs, m.m. (Ju 1996:02)

Dir.
1997:82

Beslut vid regeringssammanträde den 3 juli 1997

Huvuddirektiven m.m.

Regeringen fattade beslut om kommitténs huvuddirektiv den 21 december 1995 (dir. 1995:163). Enligt huvuddirektiven skall kommittén utreda frågor om

- förmånsrätt i konkurs,
- lönegaranti,
- underlaget för företagshypotek.

Huvuduppgifterna för kommittén är att ta ställning till dels om statens förmånsrätt för skatter och avgifter bör slopas, dels om företagshypotek bör ges en annan ställning än det har i dag, dels om arbetstagarnas löneskydd vid arbetsgivarens konkurs kan förbättras utan att statens kostnader för lönegarantin ökar.

Regeringen beslutade den 13 februari 1997 om tilläggsdirektiv (dir. 1997:26) till kommittén. Utredningsuppdraget utvidgades därigenom till att avse även frågan om gäldenären under företagsrekonstruktion enligt lagen (1996:764) om företagsrekonstruktion bör ges en rätt att säga upp avtal i förtid. Samtidigt begränsades uppdraget på så sätt att kommittén inte skall ta upp de frågor om löneförmånsrätt och lönegaranti som omfattas av förslagen i regeringens proposition om löneskyddet vid konkurs (prop. 1996/97:102).

Enligt sina huvuddirektiv skall kommittén överväga på vilket sätt reglerna om löneförmånsrätt och lönegaranti bör ändras för att arbetstagarnas

skydd skall bli så heltäckande som möjligt. Inriktningen skall vara att förslag om regeländringar skall utformas så att de inte innebär ökade kostnader för staten. Om detta inte går att undvika, skall förslagen förenas med förslag om hur de skall finansieras. Av tilläggsdirektiven framgår att detta gäller även fortsättningsvis, varvid inriktningen dock skall vara att förslag om regeländringar skall utformas så att de om möjligt innebär minskade kostnader för staten.

Uppdraget skall vara slutfört senast den 31 december 1997.

Minskning av statens kostnader

I 1997 års ekonomiska vårproposition aviserade regeringen att den avsåg att lämna ett utredningsuppdrag om att föreslå sådana ändringar av lönegarantibestämmelserna att kostnaderna för lönegarantiersättningarna kan minska med 300 miljoner kronor (prop. 1996/97:150 s. 109). Statens kostnader för lönegarantin kan reduceras även genom att reglerna om förmånsrätt i konkurs ändras på ett sådant sätt att antalet konkurser minskar. Kommittén får i uppgift att analysera alternativa möjligheter till hur statens kostnader kan minskas med 300 miljoner kronor och att lägga fram ett förslag om en sådan besparing.

Kommittén skall beakta de totala samhällsekonomiska kostnaderna. Därvid skall kommittén analysera vilken inverkan olika besparingsåtgärder har på de samhällsekonomiska kostnaderna. Besparingar inom ett område kan också få till effekt att de offentliga utgifterna på andra områden ökar. Detta kan bli fallet även i en situation då de totala samhällsekonomiska kostnaderna minskar. Kommittén skall även redovisa sådana budgetmässiga effekter av sitt förslag.

Inriktningen skall vara att besparingarna kan genomföras så snart som möjligt. Mot bakgrund av att kommittén skall ha slutfört sitt uppdrag vid utgången av år 1997 behöver denna fråga dock inte behandlas med sådan förtur att kommittén skall lämna förslaget i ett delbetänkande.

Detta tillkommande utredningsuppdrag skall inte påverka kommitténs uppdrag i övrigt.

Övrigt

Dessa tilläggsdirektiv medför inte någon förlängning av den tid som kommittén getts för att fullgöra sitt uppdrag.

(Justitiedepartementet)

Sammanställning av anteckningar från Förmånsrättskommitténs intervjuer hösten 1996 – våren 1977

Under utredningsarbetet har representanter för Förmånsrättskommittén hållit intervjuer med konkursförvaltare och företagare samt företrädare för banker, skattemyndigheter, kronofogdemyndigheter och löntagare. Av bilagda deltagarförteckning framgår vilka personer som intervjuats.

Vid intervjuerna ombads deltagarna att besvara ett antal frågor som i förväg tillställts de medverkande. I det följande redovisas en sammanställning av synpunkter som framförts under intervjuerna och som har betydelse för Förmånsrättskommitténs arbete. När de tillfrågade, eller en majoritet av de tillfrågade, gett uttryck åt i stort sett samma uppfattning anges detta. I övrigt redovisas översiktligt olika synpunkter som framförts vid intervjuerna.

Konkursorsaker

Dålig lönsamhet anges samstämmigt vara den vanligaste konkursorsaken. Den dåliga lönsamheten uppges i sin tur ha skilda orsaker. I vissa fall rör det sig om en redan vid verksamhetens början dålig affärsidé. I andra fall uppges anledningen vara en dålig företagsledning som inte förmår anpassa sig till branschsvängningar. Förenklat uttryckt uppges att gäldenären själv ansöker om konkurs i hälften av fallen, staten i en fjärdedel och andra borgenärer i en fjärdedel av fallen¹.

När det gäller förekomsten av dominokonkurser är de flesta överens om att dominokonkurser förekommer men att de inte är vanliga; problemet är inte av den digniteten att det kan anses ha några samhällsekonomiska effekter. Många påpekar att kundförluster ofta uppges vara konkursorsak men att det i själva verket bara är en utlösande faktor för ett företag som ändå skulle gått i konkurs för eller senare.

¹ Som jämförelse kan nämnas att i Förmånsrättskommitténs konkursundersökning var gäldenären sökande i 70 % och staten i 20 % av de undersökta konkurserna.

Många påpekar att en- och tvåmansföretag ofta är beroende av en enda kund och att de därför inte kan överleva kundens konkurs. Några personer, konkursförvaltare och företagare, anför att detta är ett oundvikligt fenomen, vissa små företag kan inte fördela risken utan är helt beroende av en dominerande industri. Andra anser att det är ett exempel på dålig företagsledning att låta företaget vara beroende av en enda kund. Att en hel marknad sviktar och orsakar ett stort antal konkurser kan också sägas utgöra en situation med dominokonkurser. Detta uppges av flera ha förekommit under krisen i byggbranschen när många företag med verksamheter som arkitektur, målning, golvläggning etc. gick i konkurs.

Konkursförvaltare och företagare framhåller att de arbetsrättsliga reglerna är konkursdrivande. Det påpekas att stora personalminskningar är mycket svåra att genomföra utan en konkurs.

Slutligen påstås att konkurs i vissa branscher ingår i affärsidén, verksamheten kan inte bli lönsam förrän kostnaderna reducerats genom ett visst antal konkurser.

För- och nackdelar med rekonstruktion i och utom konkurs

I stort sett alla uppger att rekonstruktion i konkurs har följande fördelar. Lönegarantin löser bristen på likvida medel och ger en period av lugn och ro under vilken det kan vara möjligt att finna en förvärvare till verksamheten. Ägarinflytandet försvinner vilket är en fördel om problemen beror på dålig företagsledning. Förvaltningen handhas av en kvalificerad förvaltare vars ersättning ytterst garanteras av staten. Personalminskningar är enklare att genomföra vid konkurs än vid rekonstruktion utom konkurs, bl.a. på grund av att turordningsreglerna har mindre betydelse i konkurs. Kronofogdemyndigheter och skattemyndigheter påpekar också att konkurs medför en fullständig utredning medan insynen är begränsad vid rekonstruktion utom konkurs.

Konkurs uppges av vissa ha följande nackdelar. Konkurs innebär värdeförstöring. Den inträffar oftast alldeles för sent. Om verksamheten rekonstrueras och överläts till den gamla ägaren förstör han ofta prisbilden och därmed marknaden för andra företag.

Rekonstruktion utom konkurs anses av många ha följande fördelar. Rekonstruktionen kan komma i gång på ett tidigare stadium än vid konkurs. Den som skall rekonstruera verksamheten har större handlingsfrihet och kan rikta förhandling och ackord till olika borgenärer. Sett ur gäldenärens synpunkt behåller han sitt inflytande och slipper insyn från alla borgenärer.

Bankernas representanter uppger samstämmigt att banken ofta medverkar vid rekonstruktioner utom såväl konkurs som företagsrekonstruktionslagen. De rekonstruktioner som bankerna medverkar till sker således i ett mycket tidigt ske-

de. När de ekonomiska problemen blivit så svåra att företagsrekonstruktion enligt FrekL kan vara aktuell är det för sent att rekonstruera företaget.

Alla tillfrågade uppger att mycket få fall av rekonstruktion enligt FRekL förekommit hitintills (vintern 1996/97). Rekonstruktion enligt FRekL anses ha bl.a. följande nackdelar. Lagen är alltför löslig och medger ingen ordentlig insyn. Rekonstruktören är i vissa fall inte tillräckligt kvalificerad. Förfarandet är dyrt och kan därför inte användas av små företag. Vidare kan prioriterade borgenärer komma att förfördelas genom att deras fordringar behandlas som helt och hållet förmånsberättigade trots att säkerhetens värde understiger fordringsbeloppet. Förhandlingar måste föras med alla borgenärer medan en konkursförvaltare har ensam beslutsrätt. Det är svårt att byta ut en olämplig företagsledning. Förfarandet riskerar att bli ett sätt att skjuta upp en konkurs. Om konkurs ändå inträffar medför förfarandet endast onödiga kostnader och tidsutdräkt.

Företagshypotekets betydelse för kreditgivningen

De flesta tror att ett slopande eller en försämring av företagshypoteket skulle medföra att kreditgivningen minskade och att bankerna skulle kräva andra säkerheter, bl.a. personlig borgen och pantbrev i ställföreträdares fastigheter i större utsträckning.

Några menar att kreditgivningen inte skulle påverkas mer än initialt, andra är av uppfattningen att det skulle medföra en sundare kreditbedömning där betalningsförmågan spelade större roll än säkerheter.

Bankernas representanter uppger samtliga att bankerna ändrat sitt beteende efter bankkrisen. En företrädare framhåller att svenska banker av tradition tillmätt säkerheter större betydelse än utländska banker. Som exempel nämner han sydeuropeiska länder där det är dyrare och omständligare att ta pant. I Sverige är det enkelt och billigt. Efter finanskrisen har synsättet emellertid förändrats och samordnats. Numera betonar alla banker betalningsförmågan. Säkerheten kommer i andra eller tredje hand.

Trots betoningen på betalningsförmågan menar bankrepresentanterna att många företag skulle få svårare att få kredit utan företagshypotek. Det framhålls att företagshypotek och fastighetspant inte är utbytbara säkerheter. Dels har alla företag inte fast egendom, dels är krediterna ändamålsstyrda. Pant i fast egendom utnyttjas för att finansiera fastighetsköpet, inte investeringar i maskiner etc.

När det gäller säkerheter försöker bankerna bedöma värdet genom det erfarenhetsmässiga utfallet vid konkurs. Det värdet är emellertid svårt att uppskatta. En representant uppger att den egendom som ingår i underlaget för företagshypoteket, kundfordringar, lager, maskiner och övrigt värderas försiktigt med en individuell bedömning. Om betalningsförmågan är god och det inte finns några negativa faktorer beviljas normalt kredit. En riktlinje är att krediten kan uppgå

till 75 % av det värde underlaget åsatts men individuella avvikelser förekommer uppåt och nedåt. Vid kreditgivning till nystartade företag gör man en prognos om vad de olika tillgångsslagen kommer att bli värda. – En företrädare för en annan bank uppger att de olika tillgångsslag som ingår i underlaget för företagshypotek värderas var för sig. Därefter beräknar man säkerhetens värde till 50 % av tillgångarna. Det är en realistisk bedömning, tillgångarnas värde är alltid mindre inför en konkurs. Maskinerna är dåligt underhållna, varulagret mindre och kundfordringarna osäkrare än så länge företaget går bra.

Bankernas representanter uppger vidare att säkerheter har viss betydelse för priset på kredit. Det är dock svårt att säga hur stor denna betydelse är.

Företagshypotekets betydelse vid insolvens

De flesta anser att företagshypoteket medför att hypotekshavarna inte är benägna att medverka vid en rekonstruktion utom konkurs. En del uppger att bankerna försvårar rekonstruktion genom strama kreditvillkor och styrning av betalningsströmmar för företag som råkar i ekonomisk kris. Exempel på motsatsen, att banken "hjälp" företag med nya krediter hellre än att stoppa verksamheten, förekommer också. Vidare uppges att banker under konkursen beviljar nya krediter till den gamla ägaren så att denne kan köpa tillbaks verksamheten och börja om efter konkursen.

Bankernas representanter uppger att bankerna ofta medverkar till rekonstruktioner i ett tidigt skede, se vad som antecknats ovan angående för- och nackdelar med rekonstruktioner i och utom konkurs. Vidare uppger de att "planerade konkurser" där banken beviljade den gamle ägaren ny kredit så att han kunde köpa ut verksamheten från konkursboet till ett pris som motsvarade företagshypotekets värde förekom under 1980-talet. Numera anses detta vara dels dålig ekonomi, dels etiskt och moraliskt förkastligt. Någon medgav dock att det kan förekomma i en situation där den gamle ägaren är den ende som kan tänka sig att satsa på företaget. I princip krävs det dock någon ny omständighet för att banken skall medverka.

Skatteförmånsrättens betydelse för kreditgivningen

Ingen påstår att förmånsrätten för skatter påverkar andra borgenärs vilja att ge kredit. Företagare påpekar dock att leverantörer i sin kreditgivning skulle ha nytta av att uppgifter om skatteskulder blev tillgängliga i ett tidigare skede än i dag.

Skatteförmånsrättens betydelse vid insolvens

Så gott som alla kronofogdemyndigheter och skattemyndigheter uppger att staten genom sin starka ställning kan ställa krav på insyn och utredning under ett rekonstruktionsförfarande, en möjlighet som de oprioriterade borgenärerna saknar. Många påpekar också att staten vid insolvensförfaranden utgör en viktig motvikt till banken, som annars skulle vara den helt dominerande borgenären.

De flesta tror att staten skulle bli mer benägen att anta ackord om förmånsrätten avskaffades. Kronofogdemyndigheter och skattemyndigheter påpekar dock att staten visserligen prövar om ett ackord kan ge mer utdelning än konkurs, men att detta inte alls är ensamt avgörande för om ackord kan antas. Ackord antas inte om företagsledningen är oseriös, om företaget saknar överlevnadsmöjligheter eller om ackordet kan snedvrída konkurrensen i branschen. Dessa villkor måste uppfyllas även i en framtid utan förmånsrätt för staten. En skattemyndighet tror att staten kommer att bli mindre benägen att anta ackord om förmånsrätten avskaffas, eftersom staten skulle förlora sin möjlighet att kräva den insyn i och utredning av gäldenärens förhållanden som är en förutsättning för att staten skall kunna gå med på ackord.

De flesta tror att staten skulle ansöka om konkurs på ett tidigare stadium än i dag om förmånsrätten avskaffades. Detta för att stoppa uppkomsten av ytterligare skulder och därmed minska statens förluster.

I sammanhanget påpekar många den preventiva effekt som ställföreträdaransvaret har. Några myndigheter har uppfattningen att ställföreträdaransvaret skulle kunna utnyttjas i större utsträckning än i dag.

Lönegarantins betydelse vid rekonstruktion

De flesta påpekar att lönegarantin gör det lättare att rekonstruera verksamheter i konkurs än utom konkurs. Representanter för löntagare uttrycker att löntagarna inte har något annat val än att sätta företaget i konkurs om lönerna inte betalas.

När det gäller möjligheten att göra lönegarantin tillämplig även vid rekonstruktion enligt FRekL anföras olika uppfattningar. Några menar att detta är ett sätt att göra lagstiftningen neutral och därigenom ta bort lönegarantins konkursdrivande effekt. Andra menar att det är olämpligt eftersom rekonstruktion enligt FRekL skall ske för gäldenären på dennes bekostnad och att insynen och kontrollmöjligheterna är begränsade. Några anser det också vara olämpligt på grund av att en rekonstruktör har mindre ansvar och ibland är mindre kvalificerad än en konkursförvaltare.

Löneskyddets effekter för berörda löntagare

En viktig faktor är att redan intjänad lön som arbetsgivaren inte betalar endast kan ersättas genom lönegaranti medan framtida lönebortfall i viss utsträckning kan ersättas genom olika trygghetssystem såsom arbetslöshetsersättning och ytterst genom socialbidrag. Maximiersättningen för lönegarantin – 100 000 kr – täcker normalt löneanspråk för tre till fyra månaders arbete. Eftersom arbetstagaren ofta har en eller två månaders inestående lön vid konkursbeslutet och den därpå följande uppsägningen, tvingas arbetstagaren ofta säga upp sig själv för att lönegarantin skall räcka både till den redan intjänade lönen och till uppsägningstiden. Uppsägningstid till följd av arbetstagarens egen uppsägning är i regel betydligt kortare än uppsägningstid vid arbetsgivarens uppsägning.

Löntagarrepresentanterna påpekar att regelsystemet är krångligt och att en löntagare som saknar rådgivare riskerar att gå miste om ersättningar på grund av formella regler.

Löntagarrepresentanterna uppger samstämmigt att den s.k. tremånadersregeln har mycket negativa effekter. Löntagare går i bland miste om lönegaranti på grund av svårigheter att delge arbetsgivaren en sådan betalningsuppsmaning som krävs för konkursansökan. Detta slår slumpvis och upplevs vara djupt orättvisst. Vidare medför regeln att löntagarna inte vågar underlätta en arbetsgivares situation genom att medge anstånd med löneutbetalningar.

Begränsningen av förmånsrätt för semesterlön och semesterersättning medför vidare att arbetstagare tar ut intjänad semester när företaget börjar gå dåligt. Maximibeloppet för lönegarantin gör att arbetstagare vägrar att arbeta övertid eller tar ut redan arbetad övertid i ledighet. Sådana åtgärder kan medföra att företaget har mindre tillgång till arbetskraft i en situation där arbetskraften verkligen behövs.

Deltagarförteckning vid Förmånsrättskommitténs intervjuer

Lennart Bjerkner	Skattemyndigheten i Malmö
Gun-Britt Björnqvist	Skattemyndigheten i Stockholm
Krister Borg	SE-banken
Lennart Bäck	Kronofogdemyndigheten i Göteborg
Ove Dafgård	Skattemyndigheten i Göteborg
Kjell Dahlström	Skattemyndigheten i Kalmar
Erik Danhard	LO Rättsskydd AB
Björn Edgren	Advokatfirman Vinge
Eric Edström	Advokatfirman Edström
Hanna Eriksson	Skattemyndigheten i Stockholm
Lena Eriksson	Nordbanken
Eva Fee	Skattemyndigheten i Stockholm
Erik Fock	Advokatbyrån LJB
Jahn Forsberg	Sparbanken Sverige
Per Forsberg	Bro Byggindustri AB
Lennart Franke	Handelsbanken
Lennart Hagmar	Skattemyndigheten i Malmö
Lars Hedberg	SE-banken
Annette Hedefeldt	Skattemyndigheten i Stockholm
Cecilia Hernqvist	Sparbanken Sverige
C-G Hjort	Svenska Industritjänstemannaförbundet
Henry Hjort	Van den Bergh Foods AB
Lennart Idin	Levi Peterson Industri AB
Jon Håkan Jannerling	Kronofogdemyndigheten i Göteborg
Lars Kinnander	Handelsbanken
Håkan Larsson	SE-banken
Bert Lindberg	Skattemyndigheten i Stockholm
Leif Lindberg	Tryckindustri Svenska AB
Bengta Ljung	Nordbanken
Per-Ivan Lundberg	Ackordscentralen i Göteborg
Annika Mårtensson	Skattemyndigheten i Malmö
Eva Romare	Sparbanken Sverige
Carl Rosenblad	Consilium AB
Peter Savin	Advokatbolaget Kalmar Juridiska Byrå
Jenny Segeljakt	Skattemyndigheten i Stockholm
Frank Sundqvist	Skattemyndigheten i Göteborg
Inge Sundin	Advokatfirman Dunér
Odd Swarting	Advokatfirman Lindahl
Peter Tellberg	Kronofogdemyndigheten i Örebro
Staffan Ugander	SE-banken

Lars Wenne	Hamilton & Co Advokatbyrå
Börje Wikström	Svenska Metallindustriarbetareförbundet
Mats Viktor	Skattemyndigheten i Malmö
Martin Wästfelt	Svenska Industritjänstemannaförbundet
Sture Åström	Arkitektförbundet
Claes Östberg	Nordbanken
Lars Erik Östlund	Nordbanken

En empirisk analys av utdelning i svenska konkurser

Rapport till Förmånsrättskommittén (Ju 1996:02)

av

Karin S. Thorburn

December 1997

Thorburn Consulting AB

Innehåll

1 SYFTE.....	5
2 URVAL OCH DATA.....	5
3 FORDRINGSKLASSER.....	6
3.1 Definitioner	6
3.2 Fordringarnas fördelning.....	6
4 FAKTISK UTDELNING I KONKURS	7
5 UTDELNING VID OLIKA PRIORITETSORDNING	8
5.1 Skatter och avgifter var oprioriterade	9
5.2 Skatter och avgifter samt löner var oprioriterade	10
5.3 Skatter, löner samt fordringar med företagshypotek var oprioriterade.....	10
5.4 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var oprioriterade.....	11
5.5 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt.....	11
5.6 Företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel av gäldenärens egendom.	12
5.7 Företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till utdelning om viss kvotdel av gäldenärens egendom, samt skatter var oprioriterade.....	13
5.8 Företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till viss kvotdel av gäldenärens egendom, samt skatter och löner var oprioriterade.	14
5.9 Hyresfordringar var oprioriterade.....	15
5.10 Lönefordringar hade högre prioritet än företags- hypotek, vilket var en allmän förmånsrätt.	15
6 DETERMINANTER AV UTDELNINGENS STORLEK.....	16
6.1 Faktorer som bestämmer den totala utdelningen.....	16

6.2	Faktorer som bestämmer utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek.....	19
6.3	Faktorer som bestämmer utdelningen till oprioriterade fordringar	20
7	FAKTORER SOM AVGÖR FÖRETAGETS ÖVERLEVNAD.....	21

1 Syfte

Denna rapport är upprättad på uppdrag av Förmånsrättskommittén i syfte att empiriskt analysera effekten av en förändring i förmånsrätten på utdelning i svenska konkurser till borgenärer med olika typer av fordringar.

2 Urval och data

Analysen baseras på uppgifter om 350 svenska aktiebolag som gick i konkurs under åren 1988-1991, insamlade av Thorburn och Strömberg (1996) och Thorburn (1998). 263 bolag hade fler än 20 anställda under något av åren 1988-1991 (nedan "stora bolag") och 87 bolag hade 0-20 anställda (nedan "små bolag").

Urvalet gjordes enligt följande. Från UpplysningsCentralen (UC) AB erhöles information om samtliga bolag i PRVs bolagsregister vars konkurs ej var avslutad per den 31 december 1991. Från dessa identifierades 1.159 bolag med över 20 anställda som gått i konkurs under något av åren 1988-1991. Av praktiska skäl begränsades urvalet till att omfatta företag med säte i Stockholms län, Göteborg- och Bohus län, Malmöhus län eller Upplands län, totalt 578 bolag.

Av dessa exkluderades 145 bolag vars konkurs ej var avslutad per den 30 juni 1995, 59 skalbolag, samt 111 bolag vars akt inte återfanns hos Tillsynsmyndigheten i Konkurs (TSM), innehöll ofullständig information eller hade överflyttats till TSM i ett annat län. Detta resulterade i ett stickprov om 263 bolag med över 20 anställda varav 9 gick i konkurs under 1988, 27 under 1989, 71 under 1990 och 156 bolag under 1991. Därtill valdes slumpmässigt ytterligare 87 bolag med 0-20 anställda som gått i konkurs under perioden 1988-1991 och hade säte i något av ovan nämnda län. Det finns inga skäl att misstänka att utdelningen skiljer sig mellan bolag i de fyra utvalda länen och övriga län i Sverige, varför stickprovet torde vara representativt för svenska aktiebolag.

För vart och ett av de 350 bolagen samlades noggrann information in från den konkursakt som arkiveras hos TSM. Bland annat noterades de fordringar som fanns vid konkursutbrottet, samt slututdelning till olika fordringsägare. UC tillhandahöll resultat- och balansräkningar för bolagen från perioden 1987-1991 och från Myndigheten för Företagsinteckning erhöles information som möjliggjorde klassificering av om det säljande bolagets bank finansierade köparen i konkursen.

3 Fordringsklasser

3.1 Definitioner

De olika klasser av fordringar som beaktas i analysen definieras i tabell 1. Fordringar med särskild förmånsrätt, PANT och FAST EGENDOM, avser viss bestämd egendom. Med PANT avses fordringar med panträtt enligt förmånsrättslagen (FRL), främst handpanträtt, retentionsrätt och panträtt på grund av registrering eller underrättelse enligt aktiekontolagen (4 § 2), inteckning i skepp (4 § 3) samt inteckning i tomträtt (7 § 3). Med FAST EGENDOM avses fordringar med inteckning i fast egendom (6 § 2 FRL).

Hyresskulder med prioritet enligt 5 § 1 FRL samlas under beteckningen HYRA. Till de särskilda förmånsrätterna hör också FÖRETAGSHYPOTEK, vilken avser fordran med säkerhet i företagshypotek enligt 5 § 2 FRL.

Bland de allmänna förmånsrätterna, vilka gäller all gäldenärens egendom, avser REVISION fordringar för vissa revisors- och bokföringskostnader vilka har företräde enligt 10 a § FRL. Vidare avser SKATTER fordran på skatt och allmän avgift som har förmån enligt det s.k. skatteprivilegiet (11 § FRL). Med LÖNER avses den förmånsrätt som en arbetstagare har i arbetsgivarens konkurs för sin fordran på lön eller pension, det s.k. löneprivilegiet (12 och 13 § FRL). Slutligen avser OPRIORITERAD de fordringar som inte omfattas av någon särskild eller allmän förmånsrätt (18 § FRL).

Gäldenärens egendomar används till att betala fordringarna i turordning enligt prioritetsordningen. Inom respektive klass av fordringar med allmän förmånsrätt, liksom bland de oprioriterade fordringarna, har fordringarna inbördes lika rätt.

3.2 Fordringarnas fördelning

Av tabell 2 framgår hur fordringarna fördelar sig på de olika fordringsklasserna definierade ovan. Den största klassen utgörs av oprioriterade fordringar. OPRIORITERAD hade en sammanlagd fordran på gäldenären uppgående till i genomsnitt 4,3 miljoner kr, vilket motsvarar 37% av de totala fordringarna. FÖRETAGSHYPOTEK utgör en nästan lika stor fordringsklass, med en genomsnittlig fordran på 4,0 miljoner kr (32%). För små bolag stod de oprioriterade fordringar för en ännu större andel av de totala fordringarna; 47%, medan företagshypotek stod för 28%. För stora bolag är

de två fordringsklasserna lika stora och står vardera för en tredjedel av fordringarnas totala värde.

Storleksmässigt kommer sedan LÖNER och SKATTER. Fordringar hänförliga till skatter och avgifter uppgick i genomsnitt till 1,1 miljoner kr (13%) och lönefordringar till 1,4 miljoner kr (14%). Bilden ser relativt lika ut för små och stora företag.

Slutligen uppgick HYRA i genomsnitt till 0,2 miljoner kr (2%) och REVISION till endast 0,3% av de totala fordringarna. PANT och FAST EGENDOM hade genomsnittliga fordringar om 0,4 miljoner (3%) respektive 0,9 miljoner (4%).

I tabell 3 redovisas hur ofta fordringar av en viss klass förekom vid konkurs. Oprioriterade fordringar fanns i princip i samtliga konkurser (98%). Företagshypotek förekom i fyra fall av fem (82%), dock var företagshypotek mer vanligt bland stora företag (88%) än bland små företag (67%). Skatte- och lönefordringar fanns i 89% respektive 88% av konkurserna. Hyresfordringar förekom i 61% av fallen, medan REVISION förekom i 37% av fallen.

Leverantörer återfinns huvudsakligen i klassen oprioriterade fordringar, dock hade leverantör i 13 fall (4% av konkurserna) fordran med panträtt (5 fall) eller säkerhet i företagshypotek (8 fall). Det förekom också att ägare hade fordran med säkerhet i företagshypotek i 10 fall (3% av konkurserna). Banker, vars fordringar normalt har säkerhet i företagshypotek, hade även oprioriterade fordringar i 59 fall (17% av konkurserna).

4 Faktisk utdelning i konkurs

För bolagen i urvalet fick fordringsägarna i de flesta fall långt ifrån full utdelning. Som framgår av tabell 4 uppgick utdelningen i genomsnitt till 31% av fordringarnas totala belopp (median 28%). De små bolagen gav i regel en betydligt lägre total utdelning än de stora bolagen, med en genomsnittlig utdelning på 20% (median 11%) jämfört med 35% (median 33%) för de stora bolagen.

Utdelningen varierade också kraftigt mellan de olika fordringsklasserna. PANT och FAST EGENDOM hade en genomsnittlig utdelning på 76% respektive 71% (median 82% respektive 91%). Liksom för total utdelning fick de båda fordringsklasserna en betydligt lägre utdelning av små företag än av stora företag.

Med sin höga prioritet fick HYRA i de allra flesta fall fullt betalt; utdelningen uppgick i genomsnitt till 92% och medianen var 100% för såväl små som stora bolag. FÖRETAGSHYPOTEK klarade sig också relativt väl med en genomsnittlig utdelning om 65% (median 78%). Utdelningen varierar

dock återigen kraftigt mellan små företag, som hade en genomsnittlig utdelning till företagshypotek på 46% (median 37%), och stora bolag som hade en utdelning på 69% (median 84%). Som framgår av andra kolumnen i tabell 3 fick FÖRETAGSHYPOTEK åtminstone viss utdelning i 93% av konkurserna. Utdelningen till REVISION uppgick i genomsnitt till 72% (median 100%).

Efter det att ovan nämnda fordringsklasser fått sin erfordrade utdelning kvarstod för de flesta bolagen endast mycket lite medel i konkursboet. SKATTER hade en genomsnittlig utdelning om 32% (median 6%). Gälldenärens egendom räckte till viss utdelning till LÖNER endast i var fjärde konkurs, och utdelningen till LÖNER uppgick i genomsnitt till 11% (median 0%). Detta gällde både små och stora bolag. Som väntat stod de oprioriterade fordringarna för de allra största förlusterna; i hela 96% av samtliga konkurser blev de oprioriterade fordringarna helt utan utdelningen, och i genomsnitt uppgick utdelningen till OPRIORITERAD till 1%.

Sammanfattningsvis kan sägas att gälldenärens tillgångar långt ifrån räckte till för att tillfredsställa samtliga fordringsägares krav. Utdelning kunde ges till fordringar med relativt hög prioritet, medan oprioriterade fordringar och fordringar med låg prioritet i princip inte fick någon utdelning alls.

5 Utdelning vid olika prioritetsordning

För att ge en uppfattning om hur en förändrad prioritetsordning skulle kunna förändra utdelningen i konkurs presenterar denna sektion en (ex-post) analys av hur utdelningen hade sett ut för de 350 bolagen i urvalet givet en annan prioritetsordning, ceteris paribus. De resultat som presenteras förutsätter att allt annat utom prioritetsordningen förblir lika.¹

Om en given förändring i prioritetsordningen samtidigt ändrar beteendet hos borgenärerna och/eller gälldenären kan den faktiska effekten på utdelningen komma att bli annorlunda. Ett flitigt diskuterat exempel är att en försämring av företagshypotekets prioritet skulle kunna leda till att företagens (ex-ante) tillgång till kredit minskar. Ett annat exempel är att en förbättring av löneprivilegiets prioritet kan leda till att incitamenten för rekonstruktion utanför konkurs ökar. Man kan också tänka sig att tidpunkten och formen för konkurs förändras (till exempel att vi ser fler inkråmsaffärer), eller att bruket av återtagandeförbehåll ökar, mer av egendomen pantsätts,

¹ Medan en förändring av prioritetsordningen troligen har viss inverkan på parternas agerande, är det mycket svårt att uttala sig om i vilken omfattning agerandet förändras.

etc. Om agerandet ändras på något av ovan nämnda sätt kan det få två konsekvenser: dels kan den finansiella situationen hos de företag som går i konkurs vara annorlunda, dels kan den grupp av företag som går i konkurs vara förändrad, båda vilka påverkar utdelningens storlek.

Därtill skall nämnas att lönegarantins omfattning har minskat sedan den period som studeras här. Statens utgifter hänförliga till lönegarantin torde i dagsläget således vara mindre än vad som framgår av denna rapport.

Sektionerna nedan behandlar i tur och ordning fallen (1) skatter var oprioriterade, (2) skatter och löner var oprioriterade, (3) skatter, löner samt företagshypotek var oprioriterade, (4) företagshypotek var oprioriterad, (5) företagshypotek var en allmän förmånsrätt, (6) företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till viss kvotdel ur egendomen, (7) företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till viss kvotdel ur egendomen samt skatter var oprioriterade (8) företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till viss kvotdel ur egendomen samt skatter och löner var oprioriterade, (9) hyresfordringar var oprioriterade, samt (10) lönefordringar hade högre prioritet än företagshypotek, vilket var en allmän förmånsrätt.

I texten nedan kommenteras främst förändringarna för hela gruppen om 350 företag och jämförs med det faktiska utfallet vid gällande prioritetsordning. Därutöver redovisas i tabellerna motsvarande förändringar uppdelade på små och stora företag.

5.1 Skatter och avgifter var oprioriterade

Skatteprivilegiets existens är svårt att motivera utifrån existerande ekonomisk teori. I tabell 5 redovisas utdelningen till borgenärer med olika klasser av fordringar under antagandet att skatter och avgifter var oprioriterade. Utdelningen till HYRA, FÖRETAGSHYPOTEK och REVISION förblir oförändrad, då dessa fordringsklasser har högre prioritet än SKATTER. Fortsättningsvis kommenteras inte utdelningen till klasser med högre prioritet eftersom den inte påverkas.

Utdelningen till LÖNER ökar i genomsnitt från 11% till 30%. Detta medför att statens kostnader för lönegarantin skulle minska i motsvarande mån. Samtidigt blir utdelningen till SKATTER betydligt lägre än tidigare och minskar från 32% till 3%. Borgenärer i kategorin OPRIORITERAD får en något högre genomsnittlig utdelning än tidigare, 3% jämfört med 1%, dock kan denna utdelning fortfarande anses som otillfredsställande låg.

Sammanfattningsvis framstår ett borttagande av skatteprivilegiet mest som en transferering från statens ena ficka (skatter och avgifter) till den andra (lönegarantin). För det genomsnittliga bolaget ökar utdelningen till

LÖNER (och minskade utbetalningar i form av lönegaranti) med 274 tusen kr, medan utdelningen till SKATTER minskar med 353 tusen kr.

5.2 Skatter och avgifter samt löner var oprioriterade

Förutom att avskaffa skatteprivilegiet, kan man också tänka sig att löneprivilegiet avskaffas. Av tabell 6 framgår utdelningen under antagande att skatter och avgifter samt löner var oprioriterade. Om både skatte- och löneprivilegiet avskaffas hade den genomsnittliga utdelningen till oprioriterade fordringsägare uppgått till 9% (median 1%), vilket är något högre än den tidigare 1%. Samtidigt minskade utdelningen till SKATTER från 32% till 9% och till LÖNER från 11% till 9%.

Den föreslagna förändringen skulle grovt kunna sägas medföra en ökad utdelning till oprioriterade borgenärer på statens bekostnad. I absoluta termer är den genomsnittliga minskningen i utdelning till skatter 258 tusen kr och till löner 29 tusen kr per företag.

5.3 Skatter, löner samt fordringar med företagshypotek var oprioriterade

Som framgått av den inledande diskussionen går den absolut största delen av gäldenärens egendomar till att betala fordringar med säkerhet i företagshypotek. Det är en öppen fråga om detta är ekonomiskt effektivt (för att företagen ges god tillgång till riskkapital) eller om det helt enkelt är "orättvist" (då små leverantörer har svårigheter att säkra sina fordringar på motsvarande vis). Tabell 7 visar utdelningen till borgenärer med olika klasser av fordringar under antagande att skatter och avgifter, löner samt fordringar med säkerhet i företagshypotek var oprioriterade.

Under detta scenario erhåller OPRIORITERAD, vilka omfattar ovan nämnda fordringar, en genomsnittlig utdelning på 27% (median 23%). Utdelningen till de tidigare oprioriterade borgenärerna skulle således i genomsnitt bli avsevärt högre, 27% jämfört med nuvarande 1%. Den genomsnittliga utdelningen till SKATTER blir något lägre än tidigare (27% vs. 32%), medan LÖNER får en högre utdelning (27% vs. 11%). Den största förändringen i absoluta termer erfar FÖRETAGSHYPOTEK, vars utdelning minskar från 65% till 27%. Vidare får REVISION en något högre genomsnittlig utdelning än tidigare (95% vs. 72%)

Sammantaget kan sägas att de oprioriterade borgenärerna är de stora vinnarna på en förändring av prioritetsordningen som i stort sett innebär att

endast HYRA och REVISION har prioritet, förutom fordringar med särskild förmånsrätt genom panträtt eller inteckning i fast egendom. Staten får sammantaget en högre utdelning än tidigare, då minskade intäkter från skatter (i genomsnitt 56 tkr per företag) uppvägs mer än väl av minskade utgifter för lönegarantin (i genomsnitt 230 tkr). De stora förlorarna är fordringsägare med säkerhet i företagshypotek, framför allt banker.

5.4 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var oprioriterade

Ofta ifrågasätts företagshypotekets höga prioritet mot bakgrund av att leverantörer och andra oprioriterade borgenärer vanligen blir helt utan utdelning vid en konkurs. I tabell 8 redovisas utdelningen till olika borgenärer under antagande att fordringar med säkerhet i företagshypotek var oprioriterade. Utdelningen till REVISION blir, liksom under punkt 5.3 ovan, något högre än tidigare. En betydande ökning sker i utdelning både till SKATTER (76% vs. 32%) och till LÖNER (60% vs. 9%). Utdelningen till OPRIORITERAD ökar från 1% till 13% i genomsnitt, men har fortsatt en median på 0% (dvs. i mer än hälften av konkurserna får de oprioriterade fordringsägarna ingen utdelning alls). Fordringar i FÖRETAGSHYPO- TEK, som nu är oprioriterade, får en minskning av den genomsnittliga utdelningen från 65% till 13%. För medianföretaget, vilket kan kallas det "typiska" företaget, blir minskningen ännu större: från 79% till 0%.

Ett borttagande av enbart företagshypotekets särställning är en mycket dramatisk förändring av förmånsrätten som medför en betydande inskränkning i utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek. Samtidigt kommer framför allt staten och till viss del även oprioriterade borgenärer i en mer gynnsam situation än tidigare.

5.5 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt

Från konkursförvaltarens synpunkt medför en uppdelning av gäldenärens egendom i allmän och särskild egendom ofta ett betydande merarbete. Så länge företagshypotek är en särskild förmånsrätt måste emellertid en sådan uppdelning alltid göras. I tabell 9 redovisas utdelningen till olika borgenärer under antagande att fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt, dvs att företagshypoteket omfattar även kassa, likvida medel, börsnoterade aktier, etc., vilka idag inte ingår i underlaget för företagshypotek.

Med den nämnda förändringen av företagshypotekets omfattning, skulle utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK i genomsnitt uppgå till 67% (tidigare 65%). REVISION skulle ha haft en utdelning på 53% (72%), SKATTER på 26% (32%), LÖNER på 10% (11%) och OPRIORITERAD på 1% (1%). En utökning av underlaget för företagshypotek medför således relativt små förändringar i utdelningen. I den mån en sådan förändring ger betydande kostnadsbesparingar för konkursförvaltaren kan den vara värd att överväga, i synnerhet om den kombineras med andra förändringar så som diskuteras nedan.

5.6 Företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel av gäldenärens egendom

I den mån en utökning av underlaget för företagshypotek medför en icke-önskad höjning av utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek, kan den kombineras med att prioritet för företagshypotek endast ges för en viss kvotdel av gäldenärens egendom. Överstigande fordran med säkerhet i företagshypotek behandlas då som en oprioriterad fordran. Tabellerna 10 och 11 visar utdelningen till olika fordringsklasser under antagande att fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom. Tabellerna 10a-i rapporterar utdelningen för en kvotdel om 10%, 20%, osv., t.o.m. 90%. Tabellerna 11a-c sammanställer genomsnittlig utdelning för de olika kvotdelarna uppdelat på alla bolag (11a), små bolag (11b) och stora bolag (11c).

Vid en kvotdel om 20% (tabell 10b) skulle den genomsnittliga utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK uppgå till 29% (tidigare 65%), SKATTER 73% (32%), LÖNER 54% (11%) och oprioriterade fordringar 10% (1%). I jämförelse skulle en kvotdel om 60% (tabell 10f) ge FÖRETAGSHYPOTEK en genomsnittlig utdelning om 52% (65%), SKATTER 64% (32%), LÖNER 34% (11%) och oprioriterade fordringar 3% (1%). Ytterligare ett scenario är en kvotdel om 90% (tabell 10i), vilket skulle ge FÖRETAGSHYPOTEK en genomsnittlig utdelning om 65% (65%), SKATTER 40% (32%), LÖNER 14% (11%) och oprioriterade fordringar 1% (1%). Tabell 11a visar hur den genomsnittliga utdelningen för till exempel företagshypotek går från 22% vid en kvotdel om 10% och upp till 67% vid en kvotdel om 100% (vilket motsvarar tabell 9). På motsvarande sätt presenterar tabell 11b hur den genomsnittliga utdelningen till

FÖRETAGSHYPOTEK för små bolag går från 15% vid en kvotdel om 10% och upp till 48% vid en kvotdel om 100%.

Generellt kan sägas att med ökande kvotdel tenderar utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek att öka, medan utdelningen till skatter, löner och oprioriterade fordringar tenderar att minska.

5.7 Företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till utdelning om viss kvotdel av gäldenärens egendom, samt skatter var oprioriterade

I enlighet med föregående sektion baseras analysen i denna sektion på att utdelningen till företagshypotek begränsas till viss kvotdel ur gäldenärens egendom, samt i tillägg behandlas skatter och avgifter som en oprioriterad fordran. Enligt logiken ovan presenterar tabellerna 12a-j utdelningen för en kvotdel om 10%, 20%, osv., t.o.m. 100% och tabellerna 13a-c sammanställer genomsnittlig utdelning för de olika kvotdelarna uppdelat på alla bolag (13a), små bolag (13b) och stora bolag (13c).

Vid en kvotdel om 20% (tabell 12b) skulle den genomsnittliga utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK uppgå till 32% (tidigare 65%), LÖNER 77% (11%), samt SKATTER och övriga oprioriterade fordringar 15% (32% respektive 1%). I jämförelse skulle en kvotdel om 60% (tabell 12f) ge FÖRETAGSHYPOTEK en genomsnittlig utdelning om 53% (65%), LÖNER 63% (11%) samt SKATTER och övriga oprioriterade fordringar 7% (32% respektive 1%). Slutligen, vid en kvotdel om 90% (tabell 12i), skulle FÖRETAGSHYPOTEK få en genomsnittlig utdelning om 65% (65%), LÖNER 38% (11%) samt SKATTER och övriga oprioriterade fordringar 3% (32% respektive 1%).

Av tabell 13a framgår hur den genomsnittliga utdelningen för till exempel FÖRETAGSHYPOTEK går från 27% vid en kvotdel om 10% och upp till 65% vid en kvotdel om 90%, samtidigt som utdelningen till LÖNER går från 79% till 38%. För små bolag (tabell 13b) går FÖRETAGSHYPOTEK från en genomsnittlig utdelning om 17% vid en 10%-ig kvotdel till 47% vid en 90%-ig kvotdel, medan utdelningen för LÖNER samtidigt förändras från 67% till 29%.

En begränsning av utdelningen till företagshypotek fastställd utifrån kvotdelar av gäldenärens egendom förefaller vara ett relativt smidigt sätt att försäkra sig om att konkursboets medel även räcker till andra klasser av fordringsägare. Som framgår av tabell 13a, skulle vid en kvotdel på till exempel 60%, FÖRETAGSHYPOTEK ha en utdelning om 53% (vilket är

något lägre än idag). Vidare får LÖNER en utdelning om 63%, (vilket minskar statens utgifter för lönegarantin med i genomsnitt 778 tusen kr per bolag), medan SKATTER får en utdelning om 7% (vilket motsvarar en minskad utdelning med 280 tusen kr per bolag). Därtill skulle oprioriterade fordringsägare få en något högre utdelning än i dagsläget (dock fortfarande låg) uppgående till 7%.

5.8 Företagshypotek var en allmän förmånsrätt med rätt till viss kvotdel av gäldenärens egendom, samt skatter och löner var oprioriterade

I denna sektion presenteras ytterligare ett scenario under vilket utdelningen till företagshypotek begränsas till viss kvotdel ur gäldenärens egendom. I jämförelse med sektion 5.6 och 5.7 ovan antas nu att både skatter och avgifter och löner var oprioriterade. Tabellerna 14a-j visar utdelningen vid en kvotdel om 10%, 20%, osv., t.o.m. 100% och tabellerna 14a-c sammanställer genomsnittlig utdelning för de olika kvotdelarna för alla bolag (15a), små bolag (15b) och stora bolag (15c).

Då både LÖNER och SKATTER behandlas som oprioriterad fordran är utdelningen till OPRIORITERAD vid alla kvotdelar högre än under sektion 5.7 ovan (då endast skatter var oprioriterade). Eftersom en del av fordringarna med säkerhet i företagshypotek behandlas som oprioriterade, följer att den totala utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK blir något högre än i analysen ovan. Utdelningen till LÖNER blir lägre än i föregående scenario, medan utdelningen till SKATTER (som är oprioriterade i båda scenarierna) nu blir något högre, liksom utdelningen till övriga oprioriterade fordringsägare.

Som ett exempel skulle vid en kvotdel om 20% (tabell 14b) den genomsnittliga utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK uppgå till 39% och till oprioriterade fordringar (inklusive skatter och löner) 24%. I jämförelse skulle en kvotdel om 60% (tabell 14f) ge FÖRETAGSHYPOTEK en genomsnittlig utdelning om 56%, och oprioriterade fordringar 16%. Vid kvotdel om 90% (tabell 14i) skulle FÖRETAGSHYPOTEK få en genomsnittlig utdelning om 66% och oprioriterade fordringar 9%.

Av tabell 15a framgår hur den genomsnittliga utdelningen för FÖRETAGSHYPOTEK går från 35% vid en kvotdel om 10% och upp till 66% vid en kvotdel om 90%, samtidigt som utdelningen till oprioriterade fordringar går från 25% till 9%. För små bolag (tabell 15b) går den genomsnittliga utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK från 23% vid en 10%-ig

kvotdel till 47% vid en 90%-ig kvotdel, medan utdelningen för LÖNER samtidigt förändras från 67% till 29%.

5.9 Hyresfordringar var oprioriterade

Tabell 16 illustrerar utdelningen under antagande att hyresfordran med prioritet enligt 5 § 1 FRL var oprioriterad. Jag har antagit att hyresfordringarna var betalda med medel från det allmänna boet, varför utdelningen till företagshypotek inte påverkas. Då HYRA i genomsnitt endast står för 2% av de totala fordringarna, har ett borttagande av hyresfordringarnas prioritet endast en begränsad effekt på utdelningen till övriga fordringsägare. Den genomsnittliga utdelningen till SKATTER (48% vs. 32%) och LÖNER (17% vs. 11%) ökar något, medan utdelningen till oprioriterade fordringsägare förblir på en oförändrat låg nivå av 1%.

5.10 Lönefordringar hade högre prioritet än företagshypotek, vilket var en allmän förmånsrätt

För att bevaka löntagarnas intressen i konkurs har lönefordringar en relativt hög prioritet i många länder, bl.a. i USA. I Sverige däremot skyddas löntagarnas fordran på lön och pension främst genom den statliga lönegarantin. I tabell 17 analyseras utdelningen vid ett antagande om att lönefordringar hade högre prioritet än företagshypotek, samt att företagshypotek var en allmän förmånsrätt.

Som framgår av tabellen blir utdelningen till LÖNER betydligt högre än i dagsläget 80% (tidigare 11%). För bolagen i urvalet skulle en sådan förändring i prioritet medföra att statens utbetalningar via lönegarantin hade minskat med ca 1 miljon kr per företag.² Samtidigt hade den genomsnittliga utdelningen till FÖRETAGSHYPOTEK minskat till 41% (65%). Utdelningen till SKATTER skulle också bli lägre än i dagsläget (9% vs. 32%), medan OPRIORITERAD erhåller en oförändrad utdelningsnivå på 1%.

² 69 % (80 % - 11 %) av de genomsnittliga lönefordringarna motsvarar 994 tusen kr.

6 Determinanter av utdelningens storlek

Vid ett beslut om ny prioritetsordning är det viktigt att känna till hur skuldstruktur, borgenärens och gäldenärens beteende, med flera faktorer påverkar den procentuella utdelningens storlek. I sektion 6.1 undersöks faktorer som påverkar den totala utdelningen, sektion 6.2 analyserar utdelningen till fordringar med företagshypotek och 6.3 behandlar oprioriterade fordringar.

6.1 Faktorer som bestämmer den totala utdelningen

För att undersöka variabler som kan påverka den totala utdelningen har jag skattat fyra olika OLS-regressioner med total procentuell utdelning som beroende variabel. De fyra regressionerna har olika specifikationer och inkluderar därför någon eller några förklarande variabler som de andra regressionerna saknar. De resulterande koefficient-skattningarna presenteras i tabell 18 för samtliga bolag och i tabell 19 för stora bolag.³ Regressionerna är alla signifikanta och har ett förklaringsvärde (justerad R^2) som varierar mellan 18% och 31%.

I syfte att testa om skuldstrukturen har betydelse för den totala utdelningen inkluderar regressionerna två variabler för andel fordringar med säkerhet i företagshypotek och andel fordringar med säkerhet i pant eller fast egendom. Båda variablerna har koefficienter som är positiva och signifikanta, vilket innebär att företag med en relativt hög andel fordringar med säkerhet i företagshypotek, pant eller fast egendom i genomsnitt ger en högre total utdelning. Sådana fordringar innehåller oftast av banker eller andra större kreditgivare, vilka har både kompetens och resurser att följa företagets finansiella utveckling. Resultaten tyder på att dessa långgivare uppmanar eller pressar företaget att vidta åtgärder när återbetalningen på deras egna fordringar verkar komma i farozonen. En intressant aspekt av detta resultat är hur utdelningen skulle påverkas om en betydande del av fordran med säkerhet behandlas som en oprioriterad fordran. Det är mycket möjligt att åtgärder då skulle komma att vidtas på ett tidigare stadium, vilket i sin tur torde kunna leda till en högre total utdelning.

För att kontrollera om konkurser där banken även har en oprioriterad fordran gav en högre utdelning inkluderar regressionen en dummy som indi-

³ Se Thorburn (1997) för en utförligare diskussion av utdelningen i svenska konkurser, samt en jämförelse med Chapter 11.

kerar detta.⁴ Dummyn saknar dock förklaringsvärde, vilket kan bero på att endast en mycket liten andel av bankernas fordringar är oprioriterade.⁵ Skattningen inkluderar också en dummy som indikerar att konkursbolagets ägare har en oprioriterad fordran. Denna dummy är inte heller signifikant. Man kan också tänka sig att formen för konkursen påverkar utdelningens storlek. Specifikationen omfattar därför två dummies som indikerar att en inkråmsförsäljning har ägt rum. Den ena omfattar försäljningar som genomförts under de två sista veckorna före konkursansökan, medan den andra indikerar att försäljningen ägde rum mer än 14 dagar före konkursansökan. Som framgår av tabell 18 och 19 påverkar ingen av dessa två dummies storleken på den totala utdelningen.

Vidare kan man förvänta sig att borgenärernas och gäldenärens beteende vid konkursansökan påverkar utdelningens storlek. I synnerhet borde företag som frivilligt lämnar en konkursansökan vara i en relativt bättre finansiell situation än företag där långivarna anser sig tvungna att försätta bolaget i konkurs. Regressionen innehåller därför en dummy som indikerar att konkursansökan lämnats in av företaget, vilken är positiv och signifikant i alla fyra specifikationerna. Det finns också svaga indikationer på att bankens agerande vid konkursansökan påverkar utdelningen: i en av de fyra specifikationerna är en dummy för att banken "tvingade" företaget i konkurs (antingen genom att säga upp checkkrediten eller att lämna in en konkursansökan) positiv och marginellt signifikant (p-värde 6%). Av detta följer att konkurser där staten lämnade in konkursansökan hade en lägre genomsnittlig utdelning, i alla fall jämfört med när företaget gjorde en egen ansökan.⁶

I den mån rörelsen har immateriella värden utöver värdet på de fysiska tillgångarna, till exempel i form av varunamn, kundkrets, kunnig personal, ed., borde försäljningen ske till ett relativt högre pris och därmed en högre utdelning. Detta bekräftas också av att den dummy som indikerar att rörelsen säljs i sin helhet (i motsatt till att styckas och säljas ut i delar) är positiv och signifikant.

För att testa om parter som har "privat" information om rörelsens värde deltar i anbudsförfarandet när de vet att tillgångarna är undervärderade, inkluderar regressionen två dummies för att den tidigare ägaren köper tillbaka rörelsen respektive konkursbolagets "gamla" bank finansierar köpet.

⁴ En dummy är en variabel som antar värdet 1 om en viss egenskap råder och 0 annars.

⁵ Bland de 263 stora bolagen var endast 4 % av bankernas fordringar (i värde) oprioriterade. Resten hade säkerhet i företagshypotek, pant eller fast egendom.

⁶ Detta kan helt enkelt bero på att företag med stora skatteskulder var i en mycket dålig finansiell kondition.

Båda variablerna saknar förklaringsvärde, vilket betyder att den totala utdelningen inte påverkas av att den gamla ägaren eller banken deltar.

Företagets ägarstruktur kan också spela roll, i den mån företag med en dominerande ägare kan agera snabbare än ett företag där flera ägare skall komma överens. Om så är fallet kan konkurs ske innan alltför mycket värden har blivit förstörda, vilket förväntas resultera i en högre utdelningen. Att så kan vara fallet bekräftas av att den dummy som indikerar att en ägare (eller familj) har minst 50% av aktiekapitalet (och röstetalet) är positiv och signifikant. Dock förefaller det sakna betydelse om företaget drivs av sin ägare (en "owner-manager") eller om företaget har en extern VD.

Regressionen inkluderar också variabler för företagets storlek och lönsamhet och för det allmänna ekonomiska läget. Som tidigare konstaterats från tabell 4 är utdelningen i genomsnitt högre för stora bolag än för små bolag. Däremot har koefficienten för variabeln för bolagets balansomslutning (i sista årsbokslutet sänt till PRV före konkurs) ingen signifikans i regressionen. Detta tyder på att utdelningen varierar icke-linjärt i företagets storlek. Däremot är det tveksamt hur bolagens lönsamhet före konkurs påverkar den totala utdelningen. Medan bolagets rörelsemarginal före konkurs verkar vara negativt korrelerad till utdelningens storlek (se tabell 18), gäller detta inte längre om rörelsemarginalen justeras med medianen i samma bransch (se tabell 19).⁷ Intressant nog visar skattningarna entydigt att den totala utdelningen i konkurs varierar med det allmänna ekonomiska läget (och prisläget på konkursbolagens tillgångar). En dummy för att konkursansökan gjordes under krisåret 1991 är negativ och signifikant, vilket indikerar att dessa konkurser gav en lägre utdelningen än de som gjordes under perioden 1988-1990. En viktig lärdom av detta är att stor försiktighet bör iaktas då utdelningsnivån jämförs över olika år (till exempel i syfte att jämföra olika prioritetsordningar eller olika konkurslagstiftningar), i synnerhet om man inte kontrollerar för det allmänna ekonomiska läget. Slutligen inkluderar regressionen också ett antal bransch-indikatorer, vilka samtliga saknar förklaringsvärde.

Sammanfattningsvis framgår det av regressionerna i tabell 18 och 19 att den totala utdelningen varierar med en mängd faktorer. Gäldenärens skuldstruktur och ägarstruktur påverkar tidpunkten för konkurs, liksom incitamenten för gäldenären att själv söka i konkurs. I den mån en förändring av prioritetsordningen kan leda till att bolagen försätts i konkurs på ett tidigare stadium kan detta ha positiva effekter på utdelningen. En intressant fråga är om bankernas incitament till att bevaka företag med finansiella problem

⁷ Median-rörelsemarginalen för bolag i samma bransch (på 4 siffrors SNI-kodnivå) med fler än 20 anställda har subtraherats från bolagets egen rörelsemarginal.

ökar om en del av deras fordringar (med säkerhet i företagshypotek) behandlas som en oprioriterad fordran.

6.2 Faktorer som bestämmer utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek

Denna sektion analyserar variabler som förklarar den procentuella utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek. De skattade koefficienterna från fyra olika OLS-regressioner redovisas i tabellerna 20 och 21. Regressionerna är signifikanta med ett justerat R^2 som varierar mellan 18% och 21%. Regressionerna innehåller samma oberoende variabler som i sektion 6.1 ovan, och diskuteras därför inte lika utförligt i denna sektion.

Medan skuldstrukturen var väsentlig för den totala utdelningen saknar variablerna för andelen fordringar med säkerhet i pant eller fast egendom och andel av bankens fordran som är oprioriterad förklaringsvärde för utdelningen till företagshypotek. Förvånande nog har en dummy för att ägaren har en oprioriterad fordran en negativ koefficient (signifikant på 6%-nivån) i en av specifikationerna.

Gäldenärens och borgenärernas agerande i samband med konkursen verkar ha betydelse även för utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek. De två dummy-variabler som indikerar egen konkursansökan och att banken tvingade företaget i konkurs är båda positiva och signifikanta i några av specifikationerna. Likaså får fordringar med företagshypotek i genomsnitt högre utdelning när bolaget säljs i sin helhet (jämfört med styckas). Inkråmsförsäljning verkar däremot inte ha någon inverkan på utdelningens storlek.

Intressant nog blir utdelningen till fordringar med företagshypotek signifikant högre i de fall konkursbolagets gamla bank finansierar köpet av rörelsen i konkurs. Detta tyder på att banken (som finansiär) får köparen att strukturera köpeskillingen så att bankens egna fordringar i konkursen får en relativt hög utdelning. Det saknar dock betydelse om den gamla ägaren köper tillbaka rörelsen eller om en ny köpare vinner anbudsförfarandet. I linje med tidigare resultat är utdelningen till företagshypotek i genomsnitt högre för bolag som har en majoritetsägare.

Utdelningen till fordringsägare med företagshypotek påverkas inte av om företaget gick i konkurs under krisåret 1991. Utdelningen varierar inte heller med företagets storlek: både variabeln för balansomslutning före konkurs och en dummy som indikerar om bolaget har fler än 20 anställda saknar signifikans. Som väntat har bolagets rörelsemarginal före konkurs en positiv inverkan på utdelningen till fordringar med säkerhet i företagshypotek, medan den bransch-justerade rörelsemarginalen igen saknar förklaringsvärde.

Företag som är aktiva inom tillverkningsindustrin gav en relativt hög utdelning, jämfört med bolag i andra branscher.

Slutsatserna vad gäller utdelning till innehavare av företagshypotek skiljer sig inte nämnvärt från de som gäller total utdelning. Utdelningen varierar fortfarande med vem som söker i konkurs och med gäldenärens ägarstruktur. Därtill förefaller det som om gäldenärens gamla bank, vid finansiering av en köpare av rörelsen, ombesörjer att dess egna fordringar i konkurs får en relativt hög utdelning. Dock verkar inte bolagets skuldstruktur, storlek eller det allmänna ekonomiska läget spela någon roll.

6.3 Faktorer som bestämmer utdelningen till oprioriterade fordringar

Regressionerna i tabell 22 och 23 analyserar utdelningen till oprioriterade fordringsägare. Dessa regressioner har ett betydligt sämre förklaringsvärde än skattningarna redovisade under 6.1 och 6.2 ovan (troligtvis för att de oprioriterade fordringarna blev helt utan utdelning i hela 96% av konkurserna) och R^2 varierar mellan 0,3% och 5%. De skattade regressionerna är inte signifikanta och resultaten bör därför tolkas med viss försiktighet. Regressionerna inkluderar samma oberoende variabler som ovan.

Skuldstrukturen förefaller ha motsatt effekt på utdelningen till oprioriterade fordringar jämfört med på totala fordringar: utdelningen till oprioriterade fordringar minskar i andelen av de totala fordringarna som har säkerhet i företagshypotek. Detta överensstämmer med analysen under sektion 5 ovan, som indikerar att utdelningen till oprioriterade fordringar ökar om andelen fordringar med prioritet minskas. Förvånande nog minskar utdelningen till oprioriterade fordringar i den dummy-variabel som indikerar att företaget kontrolleras av en majoritetsägare.

Bank- och fastighetskrisen 1991 hade en signifikant negativ effekt på utdelningen till oprioriterade fordringar. Vidare varierar utdelningen till oprioriterade fordringar med bransch: företag i tillverkningsindustrin, byggsektorn, transportsektorn samt företag som bedriver grossistverksamhet hade en lägre genomsnittlig utdelning än företag i andra branscher.

Tyvärr går det inte att lära så mycket om vad som påverkar utdelningen till oprioriterade fordringsägare utifrån dessa regressioner. Troligen är det säkraste sättet att öka utdelningen till oprioriterade fordringsägare att dels öka den totala utdelningen (vilken analyseras i sektion 6.1 ovan), dels förändra prioritetsordningen så att de oprioriterade fordringarna får en relativt större andel av gäldenärens tillgångar.

7 Faktorer som avgör företagets överlevnad

Av analysen i sektion ovan har framgått att företag som säljs i sin helhet har ett mervärde utöver värdet på de fysiska tillgångarna och ger därför en högre utdelning. Förutom borgenärernas ekonomiska motivation finns också samhällsintressen av att företag som går i konkurs inte skall läggas ner i onödan. Den här sektionen analyserar sannolikheten för att ett företags rörelse säljs i sin helhet (jämfört med att styckas), baserat på bland annat variabler för företagets skuldstruktur. I tabell 24 redovisas resultaten från en probit-regression av sannolikheten att konkursbolagets rörelse säljs i sin helhet.⁸

I den utsträckning företagets kapitalstruktur influerar tidpunkten för en konkurs, förväntas företag med en hög andel fordringar med säkerhet i företagshypotek (som verkar gå relativt tidigt i konkurs) ha en högre sannolikhet att överleva (i motsatt till att styckas). Detsamma gäller om det faktum att ägaren eller banken har en oprioriterad fordran får bolaget att tidigare söka i konkurs. Av tabell 24 framgår dock att ingen av koefficienterna för de tre variablerna är signifikanta. Däremot minskar sannolikheten för att rörelsen säljs i sin helhet då tillgångar som är väsentliga för rörelsen (till exempel maskiner eller varulager) har tagits som pant. I den mån borgenärer med panträtt kräver att panten skiljs från gäldenärens övriga egendom kan det vara förödande för verksamheten om väsentliga tillgångar har lämnats som pant. En förändring av förmånsrätten bör därför beakta att inte en försämrad prioritet hos till exempel företagshypotek ersätts med ett allt större bruk av pant i lös egendom som är väsentlig för rörelsen.⁹

Det förefaller rimligt att företag som själva söker i konkurs är av högre kvalitet och således borde ha större chanser att överleva. Probit regressionen inkluderar därför en dummy för egen söknad, samt en dummy för att banken tvingade företaget i konkurs, vilka båda saknar förklaringsvärde.

Sannolikheten för att rörelsen säljs i sin helhet är högre för bolag med över 20 anställda, men ökar dock inte i bolagets balansomslutning (dvs. sambandet är icke-linjärt). Bolagets rörelsemarginal före konkurs saknar betydelse, liksom om bolaget gick i konkurs under 1991 eller tidigare. Regressionen inkluderar också ett antal bransch-indikatorer, av vilka en dummy för företag inom transportsektorn är negativ och marginellt signifikant,

⁸ En probit regression har en beroende variabel som endast kan anta värdet 1 (rörelsen säljs i sin helhet) eller 0 (rörelsen styckas).

⁹ Det är möjligt att detta redan idag är förhindrat då panten måste vara i pant-havarens besittning för att vara giltig.

dvs dessa företag löper större risk för att styckas och säljas ut i delar vid konkurs.

Referenslista

Strömberg, Per och Karin Thorburn, 1996, An empirical investigation of Swedish corporations in liquidation bankruptcy, EFI Research Report, Handelshögskolan i Stockholm.

Thorburn, Karin, 1997, Bankruptcy Auctions: Costs, recovery rates and auction premiums, Manuskript, Dartmouth College.

Thorburn, Karin, 1998, Cash auction bankruptcy and corporate restructuring, doktors-avhandling, Handelshögskolan i Stockholm.

Tabell 1 Definition av olika klasser av fordringar

Typ av fordran	Definition¹
Pant	Fordringar med panträtt, främst handpanträtt, retentionsrätt och panträtt på grund av registrering eller underrättelse enligt aktiekontolagen (4 § 2), inteckning i skepp (4 § 3) samt inteckning i tomträtt (7 § 3)
Fast egendom	Fordringar med inteckning i fast egendom (6 § 2)
Hyra	Vissa hyresfordringar (5 §)
Företagshypotek	Fordringar med säkerhet i företagshypotek (5 § 2)
Revision	Fordringar för vissa revisors- och bokföringskostnader (10 a §)
Skatter	Fordran på skatt och allmän avgift, det s.k. skatteprivilegiet (11 §)
Löner	Arbetstagares fordran på lön eller pension, det sk.k. löneprivilegiet (12 och 13 §)
Oprioriterade	Oprioriterade fordringar (18 §)
Totalt	Samtliga fordringar i konkursboet

¹ Paragraf- och kapitelhänvisningarna avser Förmånsrättslagen (FRL).

Tabell 2: Genomsnittlig fordran (i tusentals kronor) vid konkurs för olika klasser av fordringar samt fordrans andel av de totala fordringarna.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²	
	Genom- snittlig fordran i tkr	Andel av totala fordringar	Genom- snittlig fordran i tkr	Andel av totala fordringar	Genom- snittlig fordran i tkr	Andel av totala fordringar
Pant	391	2,6 %	173	2,5 %	465	2,6 %
Fast egendom	890	3,8 %	234	3,0 %	1 110	4,0 %
Hyra	169	2,1 %	45	2,4 %	211	2,0 %
Företagshypotek	3 974	31,8 %	981	28,0 %	4 976	33,1 %
Revision	17	0,3 %	8	0,6 %	20	0,2 %
Skatter	1 120	12,8 %	305	12,6 %	1 393	12,8 %
Löner	1 440	13,5 %	284	10,4 %	1 827	14,5 %
Oprioriterad	4 260	36,7 %	2 837	47,0 %	4 736	33,3 %
Total	11 904		4 369		14 425	

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 3: Andel av konkursbolag som har fordran > 0 kr i olika fordringsklasser, samt andel av konkurser där fordran finns i vilken utdelningen > 0 kr (i procent)

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²	
	Andel kk fordran >0	Andel kk utdelning >0	Andel kk fordran >0	Andel kk utdelning >0	Andel kk fordran >0	Andel kk utdelning >0
	Pant	14,5	92,2	9,2	62,5	16,3
Fast egendom	9,1	93,8	4,6	100,0	10,6	92,9
Hyra	61,0	95,8	46,0	92,5	65,8	97,1
Företagshypotek	82,3	93,4	66,7	86,2	87,8	95,2
Revision	37,0	75,4	36,8	59,4	37,3	80,6
Skatter	88,9	57,1	87,4	39,5	89,4	63,0
Löner	87,5	22,8	70,1	21,3	93,2	23,3
Oprioriterad	98,0	4,1	93,1	2,5	99,6	4,6
Total	99,1	94,0	96,6	86,9	100,0	96,6

¹ Med små bolag avses 87 bolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 bolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 4: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
Faktiskt utfall

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom- snitt	median	genom- snitt	median	genom- snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	64,6	78,6	45,5	37,2	69,4	84,0	,000
Revision	71,8	100,0	56,2	99,2	76,9	100,0	,012
Skatter	32,5	6,3	23,3	0,0	35,6	12,5	,002
Löner	11,2	0,0	12,3	0,0	110,	0,0	,828
Oprioriterad	1,3	0,0	0,7	0,0	105	0,0	,402
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 bolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 bolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test

Tabell 5: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
Skatter och avgifter var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genomsnitt	median	genomsnitt	median	genomsnitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	64,6	78,6	45,5	37,2	69,4	84,0	,000
Revision	71,8	100,0	56,2	99,2	76,9	100,0	,012
Löner	29,6	4,7	26,2	0,0	30,6	8,0	,093
Oprioriterad	3,3	0,0	2,8	0,0	3,5	0,0	,668
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U - Wilcoxon Rank Sum test

Tabell 6: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
Skatter och avgifter samt löner var oprioriterade

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom- snitt	median	genom- snitt	median	genom- snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	64,6	78,6	45,5	37,2	69,4	84,0	,000
Revision	71,8	100,0	56,2	99,2	76,9	100,0	,012
Oprioriterad	8,8	0,8	5,7	0,0	9,7	1,8	,000
Total	30,9	18,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U- Wikcoxon Rank Sum test.

Tabell 7: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
Skatter och avgifter, löner samt fordringar med säkerhet i fö retagshypotek var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom- snitt	median	genom- snitt	median	genom- snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Revision	95,5	100,0	86,5	100,0	98,4	100,0	,003
Oprioriterad	26,9	23,0	15,9	7,9	30,5	27,6	,000
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolagsom före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 8: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genomsnitt	median	genomsnitt	median	genomsnitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Revision	95,5	100,0	86,5	100,0	98,4	100,0	,003
Skatter	75,8	100,0	61,1	100,0	80,0	100,0	,000
Löner	60,4	92,4	42,5	18,5	65,1	100,0	,001
Oprioriterad	13,1	0,0	6,0	0,0	15,3	2,5	,000
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U - Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 9: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genomsnitt	median	genomsnitt	median	genomsnitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	67,3	83,0	48,2	43,7	72,1	90,3	,000
Revision	52,6	100,0	43,7	0,0	55,5	100,0	,185
Skatter	25,8	0,0	22,2	0,0	27,0	0,0	,106
Löner	9,7	0,0	9,8	0,0	9,8	0,0	,768
Oprioriterad	1,1	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	,164
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U - Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 10b: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 20 % av gäldenärens egendom.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom- snitt	median	genom- snitt	median	genom- snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	29,0	22,5	19,1	13,2	31,4	25,0	,000
Revision	95,4	100,0	86,1	100,0	98,4	100,0	,003
Skatter	73,1	100,0	58,8	95,5	78,1	100,0	,001
Löner	54,3	60,2	37,7	7,3	58,7	78,5	,004
Oprioriterad	9,8	0,0	4,5	0,0	11,5	0,0	,001
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 10f: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utredning om högst 60 % av gäldenärens egendom.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom- snitt	median	genom- snitt	median	genom- snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	52,0	54,0	37,2	31,8	55,7	59,9	,000
Revision	93,9	100,0	83,2	100,0	97,4	100,0	,002
Skatter	64,5	95,1	50,1	47,9	69,5	100,0	,001
Löner	33,7	6,6	19,5	0,0	37,3	14,9	,002
Oprioriterad	3,5	0,0	1,7	0,0	4,0	0,0	,048
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 10i: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 90 % av gäldenärens egendom.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genomsnitt	median	genomsnitt	median	genomsnitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	65,2	78,5	46,8	43,5	69,8	84,9	,000
Revision	77,1	100,0	68,9	100,0	79,8	100,0	,203
Skatter	40,3	23,0	28,9	4,0	44,1	29,8	,001
Löner	13,7	0,0	10,4	0,0	14,6	0,0	,103
Oprioriterad	1,3	0,0	0,6	0,0	1,6	0,0	,680
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 11a: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom.

Kvotdel	Alla bolag									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran¹										
Pant	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6
Fast egendom	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0
Hyra	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8
Företagshypotek	22,5	29,0	35,1	41,0	46,7	52,0	57,1	61,6	65,2	67,3
Revision	95,4	95,4	94,5	94,4	94,1	93,9	91,3	86,5	77,1	52,6
Skatter	74,7	73,1	71,6	70,0	67,8	64,5	59,2	51,3	40,3	25,8
Löner	87,7	54,3	50,9	47,0	40,9	33,7	26,9	20,4	13,7	9,7
Oprioriterad	11,4	9,8	8,2	6,4	4,8	3,5	2,5	107	1,3	1,1
Totalt	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9

¹ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 11b: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom.

Kvotdel	Småbolag ¹									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran²										
Pant	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
Fast egendom	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8
Hyra	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Företagshypotek	14,6	19,1	23,8	28,6	33,0	37,2	41,0	44,5	46,8	48,2
Revision	86,3	86,1	85,9	85,9	84,2	83,2	82,2	75,4	68,9	43,7
Skatter	60,0	58,5	57,6	55,9	53,4	50,1	44,7	36,0	28,9	22,2
Löner	40,1	37,7	35,2	31,7	26,3	19,5	14,4	11,2	10,4	9,8
Oprioriterad	5,3	4,5	3,7	2,9	2,2	1,7	1,3	0,9	0,6	0,0
Totalt	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7

¹ Med små bolag avses 87 bolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 11c: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom.

Kvotdel	Stora bolag ¹									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran²										
Pant	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7
Fast egendom	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1
Hyra	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2
Företagshypotek	24,4	31,4	38,0	44,1	50,1	55,7	61,1	65,9	69,8	72,1
Revision	98,4	98,4	97,4	97,4	97,4	97,4	94,3	90,2	79,8	55,5
Skatter	79,7	78,1	76,4	74,8	72,8	69,5	64,2	56,4	44,1	27,0
Löner	53,2	58,7	55,0	51,0	44,7	37,3	30,1	22,8	14,6	9,8
Oprioriterad	13,4	11,5	9,6	7,6	5,7	4,0	2,9	2,0	1,6	1,4
Totalt	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6

¹ Med stora bolag avses 263 bolag som före konkurs hade fler än 20 anställda.

² Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 12b: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar.

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 20 % av gäldenärens egendom, samt skatter och avgifter var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	32,5	28,8	21,2	15,1	35,3	32,0	,000
Revision	95,4	100,0	86,1	100,0	98,4	100,0	,003
Löner	76,9	100,0	65,0	89,8	80,2	100,0	,004
Oprioriterad	14,6	6,5	8,0	0,0	16,8	11,0	,000
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 12f: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 60 % av gäldenärens egendom, samt skatter och avgifter var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	53,0	56,6	37,8	31,9	56,8	61,4	,000
Revision	93,9	100,0	83,2	100,0	97,4	100,0	,002
Löner	63,1	72,5	49,5	45,9	66,8	85,3	,002
Oprioriterad	7,1	0,0	4,5	0,0	8,0	0,0	,022
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 12i: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkeret i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 90 % av gäldenärens egendom, samt skatter och avgifter var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	65,2	78,5	46,8	43,5	69,8	84,9	,000
Revision	78,9	100,0	72,0	100,0	81,1	100,0	,250
Löner	37,8	21,9	29,1	8,8	40,1	25,5	,009
Oprioriterad	3,3	0,0	2,6	0,0	3,6	0,0	,858
Total	30,9	28,4	19,4	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 13b: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
 Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom, samt skatter och avgifter var oprioriterade.

Kvotdel	Småbolag ¹									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran²										
Pant	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
Fast egendom	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8
Hyra	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Företagshypotek	17,2	21,2	25,6	30,1	34,0	37,8	41,4	44,6	46,8	48,2
Revision	86,3	86,1	85,9	85,1	84,2	83,2	82,2	75,4	72,0	43,7
Löner	67,1	65,0	62,0	58,9	55,3	49,5	43,0	36,5	29,1	22,9
Oprioriterad	8,8	8,0	7,1	6,2	5,2	4,5	3,8	3,1	2,6	2,0
Totalt	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7

¹ Med småbolag avses 87 bolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 13c: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar.

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom, samt skatter och avgifter var oprioriterade.

Kvotdel	Stora bolag ¹									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran²										
Pant	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7
Fast egendom	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1
Hyra	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2
Företagshypotek	29,2	35,3	41,0	46,4	51,7	56,8	61,7	66,2	69,8	72,1
Revision	98,4	98,4	97,4	97,4	97,4	97,4	95,3	91,2	81,1	56,6
Löner	82,1	80,2	77,9	75,1	71,6	66,8	60,1	51,8	40,1	25,1
Oprioriterad	18,9	16,8	14,7	12,4	10,1	8,0	6,2	4,7	3,6	3,1
Totalt	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6

¹ Med stora bolag avses 263 bolag som före konkurs hade fler än 20 anställda.

² Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 14b: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 20 % av gäldenärens egendom samt skatter, avgifter och löner var oprioriterade

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	39,2	39,5	26,4	22,8	42,4	43,6	,000
Revision	95,4	100,0	86,1	100,0	98,4	100,0	,003
Oprioriterad	23,7	19,1	13,9	6,8	26,9	23,7	,000
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 14f: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar.

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 60 % av gäldenärens egendom samt skatter, avgifter och löner var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,2	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	55,8	63,1	39,8	36,6	59,9	66,3	,000
Revision	93,9	100,0	83,2	100,0	97,4	100,0	,002
Oprioriterad	15,9	11,3	9,2	3,4	18,1	13,2	,000
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 14i: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om högst 90 % av gäldenärens egendom samt skatter, avgifter och löner var oprioriterade.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Hyra	91,8	100,0	84,0	100,0	94,2	100,0	,059
Företagshypotek	65,6	80,6	47,0	43,7	70,3	86,0	,000
Revision	78,9	100,0	72,0	100,0	81,1	100,0	,250
Oprioriterad	9,1	3,1	5,5	0,4	10,3	4,3	,000
Total	30,9	28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 15a: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom samt skatter, avgifter och löner var oprioriterade.

Kvotdel	Alla bolag									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran¹										
Pant	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6
Fast egendom	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0	71,0
Hyra	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8	91,8
Företagshypotek	34,7	39,2	43,6	47,9	51,9	55,8	59,5	62,9	65,6	67,3
Revision	95,4	95,4	94,5	94,4	94,1	93,9	92,1	87,3	78,9	53,4
Oprioriterad	25,4	23,7	22,0	20,1	18,1	15,9	13,7	11,3	9,1	7,4
Totalt	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9	30,9

¹ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 15b: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gälden ärens egendom samt skatter, avgifter och löner var oprioriterade.

Kvotdel	Småbolag ¹									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran²										
Pant	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0	48,0
Fast egendom	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8
Hyra	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
Företagshypotek	23,1	26,4	29,9	33,5	36,7	39,8	42,6	45,2	47,0	48,2
Revision	86,3	86,1	85,9	85,1	84,2	83,2	82,2	75,4	72,0	43,7
Oprioriterad	14,9	13,9	12,8	11,7	10,5	9,2	8,0	6,6	5,5	4,6
Totalt	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7

¹ Med små bolag avses 87 bolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 15c: Genomsnittlig utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar.

Fordringar med säkerhet i företagshypotek var en allmän förmånsrätt som medförde rätt till utdelning om viss kvotdel ur gäldenärens egendom samt skatter, avgifter och löner var oprioriterade.

Kvotdel	Stora bolag ¹									
	10 %	20 %	30 %	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %	100 %
Typ av fordran²										
Pant	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7	80,7
Fast egendom	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1
Hyra	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2	94,2
Företagshypotek	37,6	42,4	47,0	51,4	55,8	59,9	63,8	67,4	70,3	72,1
Revision	98,4	98,4	97,4	97,4	97,4	97,4	95,3	91,2	81,1	56,6
Oprioriterad	28,8	26,9	25,0	22,8	20,6	18,1	15,6	12,9	10,3	8,3
Totalt	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6

¹ Med stora bolag avses 263 bolag som före konkurs hade fler än 20 anställda.

² Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

Tabell 16: Utdelningsprocent tillborgenärer med olika klasser av fordringar:
Hyresfordringar var oprioriterade¹

Typ av fordran ⁴	Alla bolag		Småbolag ²		Stora bolag ³		p-värde ⁵
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,9	,334
Företagshypotek	64,6	78,6	45,5	37,2	69,4	84,0	,000
Revision	89,5	100,0	83,1	100,0	91,6	100,0	,043
Skatter	48,4	42,8	39,2	12,1	51,6	47,6	,006
Löner	17,3	0,0	19,9	0,0	16,7	0,0	,808
Oprioriterad	1,6	0,0	1,0	0,0	1,7	0,0	,735
Total		28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Jag har antagit att hyresfordran var betald ur det allmänna boet, och således inte ökar utdelningen till företagshypotek.

² Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

³ Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

⁴ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁵ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 17: Utdelningsprocent till borgenärer med olika klasser av fordringar:
lönefordringar hade högre prioritet än företagshypotek, och företagshypotek var en allmän
förmånsrätt.

Typ av fordran ³	Alla bolag		Småbolag ¹		Stora bolag ²		p-värde ⁴
	genom-snitt	median	genom-snitt	median	genom-snitt	median	
Pant	75,6	82,0	48,0	60,0	80,7	82,0	,022
Fast egendom	71,0	90,8	56,8	52,4	73,1	92,2	,334
Hyra	95,7	100,0	85,1	100,0	98,2	100,0	,000
Löner	80,5	100,0	68,3	100,0	83,6	100,0	,002
Företagshypotek	40,6	31,4	25,1	10,9	44,5	38,5	,001
Revision	21,4	0,0	24,6	0,0	20,3	0,0	,435
Skatter	9,4	0,0	10,7	0,0	8,9	0,0	,897
Oprioriterad	1,3	0,0	0,1	0,0	1,7	0,0	,078
Total		28,4	19,7	10,8	34,6	33,1	,000

¹ Med små bolag avses 87 aktiebolag som före konkurs hade 0-20 anställda.

² Med stora bolag avses 263 aktiebolag, vilka före konkurs hade fler än 20 anställda.

³ Se tabell 1 för definition av olika typer av fordringar.

⁴ P-värdet anger signifikansnivån på vilken utdelning till små och stora bolag skiljer sig åt, baserat på ett Mann-Whitney U-Wilcoxon Rank Sum test.

Tabell 18: Estimerade koefficienter i OLS regressioner av procentuell utdelning till totala fordringar i 350 svenska aktiebolag som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	0,185	0,268	0,163	0,361
Oberoende variabler:				
Log av balansomslutning före konkurs	-0,009	0,412	-0,010	0,395
Dummy: bolaget hade fler än 20 anställda före kk	0,096	0,018	0,087	0,056
Rörelsemarginal före konkurs	-0,055	0,000	-0,057	0,000
Andel fordringar med säkerhet i företagshypotek	0,236	0,000	0,265	0,000
Andel fordr. Med säkerhet i pant el. fast egendom	0,352	0,000	0,400	0,000
Dummy: ägaren hade oprioriterad fordran	-0,035	0,201	-0,048	0,150
Dummy: banken hade oprioriterade fordran	-0,018	0,533	-0,038	0,254
Dummy: inkråmsförsäljning >14 dagar före kk	-0,063	0,144	0,027	0,584
Dummy: inkråmsförsäljning 0-14 dagar före kk	-0,017	0,693	0,080	0,138
Dummy: banken tvingade företaget i konkurs	0,058	0,059	0,031	0,499
Dummy: egen ansökan i konkurs	0,071	0,035	0,063	0,114
Dummy: för konkurs år 1991	-0,046	0,035	-0,052	0,040
Dummy: rörelsen fortsätter efter kk (vs. Styckas)	0,120	0,000	0,103	0,000
Dummy: Ägare med majoritetskontroll finns	-	-	0,059	0,042
Bransch-dummies med p-värde >0,100:¹				
inga	-	-	-	-
Antal observationer	335		241	
Justerad R ²	0,254		0,306	
F-värde	6,977	0,000	6,548	0,000

¹ Regressionen inkluderar också bransch-dummies för byggsektorn, tillverkningsindustri, transportsektorn, Grossistföretag, detaljhandel, samt hotell och restaurang.

² Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i kk

Tabell 19: Estimerade koefficienter i OLS regressioner av procentuell utdelning till totala fordringar för 260 svenska aktiebolag med över 20 anställda som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	0,354	0,126	0,038	0,897
Oberoende variabler:				
Log av balansomslutning före konkurs	-0,011	0,427	0,002	0,911
Bransch-justerad rörelsemarginal före konkurs ¹	-0,041	0,660	-0,143	0,186
Andel fordringar med säkerhet i företagshypotek	0,308	0,000	0,326	0,000
Andel fordr. Med säkerhet i pant el. fast egendom	0,370	0,000	0,419	0,000
Andel av bankens fordran som är oproriterad	-0,045	0,508	-0,115	0,188
Dummy: Ägare var VD (vs. ”externa” VD)	-	-	0,031	0,449
Dummy: En ägare ägde minst 50 % av aktiekapitalet	-	-	0,043	0,207
Dummy: Inkråmsförsäljning > 14 dagar före kk.	-0,050	0,390	0,042	0,515
Dummy: Rörelseförsäljning 0-14 dagar före kk.	-0,004	0,928	0,079	0,158
Dummy: banken tvingade företaget i konkurs ²	0,052	0,183	-0,016	0,770
Dummy: Egen ansökan i konkurs	0,113	0,014	0,111	0,030
Dummy: för konkurs år 1991	-0,066	0,013	-0,069	0,025
Dummy: Rörelsen styckas (vs fortsätter efter kk)	-0,105	0,003	-0,078	0,056
Dummy: Banken finansierade köpet av rörelsen i kk	0,050	0,122	0,047	0,224
Dummy: Gamla ägaren köpte tillbaka rörelsen	0,021	0,476	0,045	0,205
Bransch-dummies med p-värde >0,100:³				
inga	-	-	-	-
Antal observationer	231		154	
Justerad R ²	0,181		0,283	
F-värde	3,825	0,000	4,032	0,000

¹ Företagets förelsemarginal minus median-rörelsemarginalen för bolag i samma bransch (på 4 siffrors SNI-kod nivå) med fler än 20 anställda.

² Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i kk.

³ Regressionen inkluderar också bransch-dummies för tillverkningsindustri, byggsektorn, grossist och detaljhandel, hotell och restaurang samt transport.

Tabell 20: Estimerade koefficienter i OLS regressioner av procentuell utdelning till fordringar med säkerhet i företagshypotek för 350 svenska aktiebolag som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	0,589	0,067	0,533	0,145
Oberoende variabler:				
Log av balansomslutning före konkurs	-0,024	0,255	-0,022	0,363
Dummy: Bolaget hade fler än 20 anställda före kk	0,095	0,208	0,088	0,330
Rörelsemarginal före konkurs	0,240	0,078	0,210	0,197
Andel fordr. Med säkerhet i pant el. fast egendom	-0,039	0,771	0,022	0,881
Dummy: Ägaren hade oprioriterad fordran	-0,101	0,054	-0,102	0,139
Dummy: Banken hade oprioriterade fordran	0,047	0,382	0,088	0,188
Dummy: Inkråmsförsäljning >14 dagar före kk	-0,121	0,182	0,011	0,922
Dummy: Rörelseförsäljning 0-14 dagar före kk	-0,024	0,763	0,118	0,253
Dummy: Banken tvingade företaget i konkurs ¹	0,146	0,023	0,059	0,508
Dummy: Egen ansökan i konkurs	0,162	0,022	0,110	0,176
Dummy: För konkurs År 1991	-0,010	0,800	-0,011	0,824
Dummy: Rörelsen fortsätter efter kk (vs. Styckas)	0,273	0,000	0,254	0,000
Dummy: Ägare med majoritetskontroll finns	-	-	0,089	0,078
Bransch-dummies med p-värde >0,100:²				
inga	-	-	-	-
Antal observationer	284	-	205	
Justerad R ²	0,181		0,185	
F-värde	4,472	0,000	3,438	0,000

¹ Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i kk

² Regressionen inkluderar bransch-dummies för byggsektorn, tillverkningsindustri, transport-sektorn, grossistföretag, detaljhandel, samt hotell och restaurang.

Tabell 21: Estimerade koefficienter i OLS regressioner av procentuell utdelning till fordringar med säkerhet i företagshypotek för 260 svenska aktiebolag med över 20 anställda som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	0,918	0,015	0,520	0,313
Oberoende variabler:				
Log av balansomslutning före konkurs	-0,23	0,288	-0,007	0,813
Bransch-justerad rörelsemarginal före konkurs ¹	0,116	0,464	-0,075	0,713
Andel fordr. med säkerhet i pant el fast egendom	-0,112	0,439	-0,109	0,531
Andel av bankens fordran som är oprioriterad	0,122	0,343	0,246	0,184
Dummy: ägare var VD (vs "extern" VD)	-	-	0,073	0,315
Dummy: En ägare ägde minst 50 % av aktiekapitalet	-	-	0,085	0,155
Dummy: inkråmsförsäljning > 14 dagar före kk	-0,049	0,602	0,007	0,953
Dummy: rörelseförsäljning 0-14 dagar före kk	-0,005	0,943	0,093	0,346
Dummy: banken tvingade företaget i konkurs ²	0,128	0,045	-0,018	0,849
Dummy: egen ansökan i konkurs	0,172	0,028	0,126	0,184
Dummy: för konkurs år 1991	-0,050	0,249	-0,043	0,430
Dummy: rörelsen styckas (vs fortsätter efter kk)	-0,241	0,000	-0,222	0,003
Dummy: banken finansierade köpet av rörelsen i kk	0,160	0,002	0,161	0,014
Dummy: gamla ägaren köpte rörelsen	0,026	0,592	0,054	0,394
Bransch dummies med p-värde <0,100:³				
Tillverkningsindustri	0,099	0,099	0,144	0,070
Antal observationer	223		149	
Justerad R ²	0,201		0,211	
F-värde	4,248	0,000	3,091	0,000

¹ Företagets rörelsemarginal minus median-rörelsemarginalen för bolag i samma bransch (på 4 siffrors SNI-kod nivå) med fler än 20 anställda

² Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i konkurs.

³ Regressionen inkluderar också bransch-dummies för byggsektorn, grossist och detaljhandel, hotell och restaurang samt transport

Tabell 22: Estimerade koefficienter i OLS regressioner av procentuell utdelning till oprioriterade fordringar för 350 svenska aktiebolag som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	1,295	0,019	0,737	0,022
Oberoende variabler:				
Log av balansomsättning före konkurs	0,004	0,476	0,003	0,315
Dummy: bolaget hade fler än 20 anställda före konkurs	0,015	0,401	0,015	0,148
rörelsemarginal före konkurs	0,012	0,698	0,005	0,757
Andel fordringar med säkerhet i företagshypotek	-0,042	0,054	-0,018	0,142
Andel fordr. med säkerhet i pant el. fast egendom	0,003	0,921	-0,012	0,465
Dummy: ägare hade oprioriterad fordran	0,000	0,982	0,000	0,974
Dummy: bank hade oprioriterade fordran	0,030	0,022	0,007	0,323
Dummy: inkråmsförsäljning > 14 dagar före konkurs	0,010	0,604	0,000	0,967
Dummy: rörelseförsäljning 0-14 dagar före konkurs	-0,018	0,339	-0,011	0,358
Dummy: banken tvingade företaget i konkurs ¹	-0,001	0,938	0,002	0,829
Dummy. Egen ansökan i konkurs	0,017	0,323	0,004	0,616
Konkursår	-0,015	0,014	-0,008	0,018
Dummy: rörelsen fortsätter efter konkurs (vs. styckas)	0,005	0,665	0,006	0,378
dummy: Ägare med majoritetskontroll finns	-	-	-0,013	0,045
Bransch dummies.²				
Tillverkningsindustri	-0,009	0,584	-0,018	0,084
Byggsektorn	-0,020	0,324	-0,025	0,028
Grossistverksamhet	-0,007	0,749	-0,024	0,066
Antal observationer	332		238	
Justerad R ²	0,012		0,003	
F-värde	1,207	0,250	1,040	0,417

¹ Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i konkurs

² Regressionen inkluderar också dummies för transportsektorn, detaljhandel, samt hotell och restaurang, vilka samtliga har koefficienter med ett p-värde som överstiger 0.100

Tabell 23: Estimerade koefficienter i OLS regressioner av procentuell utdelning till oprioriterade fordringar för 260 svenska aktiebolag med över 20 anställda som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde	Koefficient	p-värde
Konstant	2,087	0,003	1,038	0,034
Oberoende variabler:				
Log av balansomslutning före konkurs	0,002	0,751	-0,002	0,610
Bransch-justerad rörelsemarginal före konkurs ¹	0,010	0,814	-0,008	0,804
Andel fordringar med säkerhet i företagshypotek	-0,045	0,159	-0,029	0,187
Andel ford. med säkerhet i pant el. fast egendom	0,007	0,867	-0,014	0,586
Andel av bankens fordran som är oprioriterad	0,026	0,411	-0,006	0,800
Dummy: ägare var VD (vs "extern" VD)	-	-	-0,030	0,010
Dummy: en ägare ägde minst 50 % av aktaiekapitalet	-	-	-0,015	0,112
Dummy: inkråmsförsäljning >14 dagar före kk	-0,005	0,864	0,004	0,803
Dummy: rörelseförsäljning 0-14 dagar före kk	-0,015	0,419	-0,003	0,822
Dummy: banken tvingade företaget i konkurs ²	0,003	0,865	0,001	0,958
Dummy: egen ansökan i konkurs	0,020	0,381	0,011	0,456
Konkursår	-0,023	0,003	-0,010	0,055
Dummy: rörelsen styckas (vs. fortsätter efter kk)	0,005	0,778	-0,013	0,249
Dummy: banken finansierade köpet av rörelsen i kk	0,011	0,484	-0,011	0,302
Dummy: gamla VDn fortsatte driften efter kk	0,002	0,886	-0,007	0,471
Bransch dummies. ³				
Tillverkningsindustri	-0,043	0,014	-0,023	0,069
Byggsektorn	-0,040	0,061	-0,027	0,044
Transport	-0,005	0,025	-0,035	0,038
Antal observationer	230		153	
Justerad R ²	0,031		0,009	
F-värde	1,409	0,129	1,071	0,387

¹ Företagets rörelsemarginal minus median-rörelsemarginalen för bolag med över 20 anställda i samma bransch (på 4 siffrors SNI-kod nivå)

² Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i kk.

³ Regressionen inkluderar också bransch-dummies för byggsektorn samt hotell- och restaurangbranschen, vilka båda har koefficienter med ett p-värde som överstiger 0,100

Tabell 24: Estimerade koefficienter i en probit regression av sannolikheten att rörelsen säljs i sin helhet (y=1) vs. styckas (y=0) för 350 svenska aktiebolag som gick i konkurs 1988-1991.

	Koefficient	p-värde
Konstant	-3,205	0,708
Oberoende variabler:		
Log av balansomslutning före konkurs	0,088	0,233
Dummy: bolaget hade fler än 20 anställda före kk	1,151	0,000
Rörelsemarginal före konkurs	0,078	0,517
Andel av fordringar med säkerhet i företagshypotek	0,135	0,667
Dummy: Pant tagen i tillgångar väsentliga för rörelsen	-0,775	0,013
Dummy: ägare hade oprioriterad fordran	-0,112	0,554
Dummy: bank hade oprioriterad fordran	-0,129	0,528
Dummy: leverantör hade prioriterad fordran	-0,047	0,897
Dummy: banken tvingade företaget i konkurs ¹	0,008	0,974
Dummy: egen ansökan i konkurs	-0,035	0,889
Konkursår	0,018	0,845
Bransch-dummies med p-värde <0,100²		
Transportföretag	-0,590	0,077
antal observationer	rörelseförsäljning (y=1) styckning (y=0)	222 113
Pseudo R ²		0,115
F-värde		49,05
		0,000

¹ Banken sa upp bolagets checkkredit, eller sökte eller uppmanade bolaget att söka i kk

² Regressionen inkluderar också dummies för byggsektorn, tillverkningsindustri, detaljhandel, grossist- samt hotell och restaurangverksamhet

Förmånsrättens teori och empiri

Clas Bergström

Institutionen för finansiell ekonomi
Handelshögskolan i Stockholm

och

Stefan Sundgren

Svenska Handelshögskolan i Vasa

Maj 1998

Innehållsförteckning

1	Introduktion.....	7
2	Huvuddragen i det insolvensrättsliga systemet i Finland.....	11
2.1	Konkursstadgan	11
2.1.1	Konkursförutsättningar	12
2.1.2	Konkursens rättegångsskeden.....	12
2.1.3	Administration av konkursboet.....	13
2.1.4	Förmånsrätten.....	14
2.2	Lag om företagsanering.....	18
2.2.1	Ansökan om företagsanering.....	18
2.2.2	Betalnings- och indrivningsförbud	19
2.2.3	Administration av rekonstruktionen	20
2.2.4	Rekonstruktionsplanens innehåll och omfattning	20
2.2.5	Fastställande av rekonstruktionsplan	20
3	Förmånsrättens teori.....	23
3.1	Förmånsrätten och företagets kapitalkostnader	24
3.1.1	Kreditrisker och räntebestämning	24
3.1.2	Kreditsäkerheten och företagets lånekostnad.....	25
3.1.3	Informationsproblem och kreditsäkerheter	27
3.1.4	Övervakningskostnader	29
3.1.5	Företagshypoteket och tillgången på kapital.....	32
3.1.6	Förmånsrätten för nya lån och tillgången på kapital	33
3.2	Konkurser och förmånsrätt.....	36
3.2.1	Förmånsrätten och fördröjda konkurser	37
3.2.2	Förmånsrätten och försäljning av tillgångar i konkurs	38
3.3	Förmånsrätten och rekonstruktioner	40
3.3.1	Behövs rekonstruktioner utom konkurs? - en resumé av studier på området.....	40
3.3.2	Förmånsrätten och intressekonflikter mellan olika borgenärskategorier	43

4	Förmånsrätten och priset på kredit: Empiri.....	49
4.1	Modellbeskrivning	49
4.1.1	Värdering av lån som säljoptioner	50
4.1.2	Beskrivning av modellen	51
4.1.3	Formler	52
4.1.4	Några centrala modellbyggstenar.....	53
4.2	Utgångspunkter för numeriska beräkningar	54
4.2.1	Scenarier för svenska företag	55
4.2.1.1	Basscenario	55
4.2.1.2	Variationer på basscenario (A).....	58
4.2.2	Scenarier för finska företag	60
4.2.2.1	Basscenario	60
4.2.2.2	Variationer på basscenario (A).....	61
4.3	Beräkningsresultat: svenska företag.....	62
4.3.1	Avskaffad statlig förmånsrätt	63
4.3.2	”Den finländska reformen”	64
4.3.3	Avskaffat företagshypotek.....	65
4.3.4	Exempel på (grov) tolkning	66
4.4	Beräkningsresultat: finska företag	68
4.4.1	Avskaffad statlig förmånsrätt	68
4.4.2	”Den finländska reformen”	69
4.4.3	Avskaffat företagshypotek.....	70
5	Förmånsrätt och konkurs.....	71
5.1	Urvalet av konkursföretag.....	73
5.2	Förmånsrättens fördelningsmässiga effekter	80
5.2.1	Lönefordringar.....	80
5.2.2	Utdelningen för fordringar med säkerhet i företagsinteckning	80
5.2.3	Utdelningen till oprioriterade borgenärer.....	83
5.2.4	Utdelningen till skattefordringar	84
5.2.5	Förmånsrätten och olika borgenärens benägenhet att söka företag i konkurs	86
5.3	Förmånsrätten och totala utdelningen till borgenärerna	89
5.4	Förmånsrätten och konkurskostnaderna.....	97
5.5	Förmånsrätten och försäljning av tillgångar i konkurs	99
5.6	Förmånsrätten och tillgången på kapital - empiriska resultat	101
6	Förmånsrätten och rekonstruktioner	105
6.1	Rekonstruktionsmaterialet	107

6.2	Förmånsrätten och intressekonflikter mellan olika borgenärskategorier	110
6.2.1	Förmånsrätt och åsikter om rekonstruktionsmöjligheterna.....	111
6.2.2	Säkerhetshavarnas position och utfallet av rekonstruktioner.....	114
6.2.3	Företagskarakteristika och leverantörernas inställning till en rekonstruktion	123
6.2.4	Skatters förmånsrätt och rekonstruktioner.....	127
7	Slutord	131

1 Introduktion

En utgångspunkt vid analys av den roll förmånsrätten har vid kreditgivning är att tänka sig en idealiserad ekonomi där ingen av aktörerna har något informationsövertag. De avtal som upprättas mellan olika kreditgivare och gäldenären reglerar alla tänkbara framtida frågor som kan uppkomma. I en sådan värld har förmånsrätten endast fördelningsmässiga effekter. Förmånsrätten fördelar endast ett företags värde mellan olika borgenärer, vars förväntade utdelning i konkurs har beaktats i kreditavtalen. Lägre kostnader för kredit från kreditgivare med förmånsrätt uppvägs av den högre ränta som oprioriterade kreditgivare tar ut för att kompensera sig för den ökade risken.

En rad faktorer påverkar hur stor inverkan en förändring av förmånsrätten får på den ränta som olika långivare kräver. Dessa faktorer är bland annat risk, konkurskostnader och utseendet på företagets skuldsida. Lån till mycket solida företag (företag med låg *finansiell risk*) påverkas inte nämnvärt eftersom risken för konkurs är liten. Oprioriterade lån till företag med hög finansiell risk kommer däremot att vara känsligare för en förändring i förmånsrätten. En annan viktig faktor är den *affärsmässiga risken*, dvs volatiliteten eller osäkerheten hos värdet på företagets tillgångar. Företag med volatila tillgångar, som till exempel IT-företag har högre affärsmässig risk än företag med stabila tillgångar, som till exempel företag i livsmedelsbranschen. Förändringar i förmånsrätten kan därför påverka kreditgivningen till olika branscher i olika utsträckning.

Vi använder kreditriskmodeller för att kvantifiera effekten av olika förändringar i förmånsrätten på kostnader för olika krediter. Beräkningarna utförs för tre olika, möjliga förändringar. Den första kallar vi *Avskaffad statlig förmånsrätt* och innebär att all förmånsrätt avskaffas utom för realsäkerheter inklusive företagshypotek. Den andra kallar vi "*Den finländska reformen*" och innebär att all förmånsrätt avskaffas utom för panträtt, in-teckningsrätt och *halva* företagshypoteket. Den tredje och sista kallar vi "*Avskaffat företagshypotek*" och innebär att all förmånsrätt avskaffas utom för pant- och in-teckningsrätt.

Ett grundantagande bakom kreditriskmodellerna är att all information är symmetriskt fördelad mellan företaget och dess långivare. I själva verket kan betydande informationsproblem föreligga i samband med kreditgivning.

När t ex ett låneavtal har ingåtts är det svårt för kreditgivaren att i detalj avgöra huruvida företaget fattar de för honom mest ändamålsenliga besluten. Informationsproblem, bristande övervakningsmöjligheter och ofullständiga kreditavtal ger upphov till olika slag av intressekonflikter.¹ Dessa kan vara särskilt påtagliga i företag under obestånd. Den ekonomiska litteraturen har studerat huruvida olika intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt inverkar på den totala utdelningen till borgenärerna vid en konkurs eller en rekonstruktion. Som bakgrund till vår empiriska studie av den finska förmånsrättsreformen ger vi en kortare översikt av denna litteratur.

Om man tar dessa intressekonflikter i beaktande visar det sig att förmånsrätten kan påverka den reala ekonomin på ett antal olika sätt. Vad gäller företagets kapitalförsörjning kan de totala övervakningskostnaderna för ett företags kreditgivare under vissa förutsättningar reduceras genom att ge kreditgivare olika förmånsrätt. En situation då en kostnadsbesparing inträffar är då kreditgivare med höga övervakningskostnader erhåller realsäkerhet eller företagshypotek medan de långivare som på ett effektivt sätt kan övervaka gäldenären är oprioriterade. Vi poängterar 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 demonstrerar också att förmånsrätt för nya lån kan vara en förutsättning för att erhålla ny finansiering till lönsamma projekt men också att det finns situationer där förmånsrätt för nya lån kan innebära att företag erhåller finansiering till projekt som inte är lönsamma.

Vi visar även 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 visar också att olikheter mellan olika borgenärskategorier kan skapa intressekonflikter i

¹ Kreditavtal kommer med nödvändighet att ges en ofullständig utformning eftersom kostnaderna att utforma ett avtal som i alla avseenden reglerar gäldenärens och borgenärens mellanhavanden med nödvändighet är prohibitiva.

samband med försök att rekonstruera företag. Kreditgivare med säkerheter kan t.ex. föredra konkurs trots att borgenärskollektivet som en helhet erhåller en bättre utdelning i en rekonstruktion. Dessa snedvridande incitament är särskilt starka då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp.

Vårt uppdrag har i första hand varit att empiriskt undersöka förmånsrätternas inverkan på borgenärernas beteende i samband med konkurs eller rekonstruktion utom konkurs, samt om förmånsrätterna endast har fördelningsmässiga effekter eller om realekonomiska effekter också kan uppkomma.

I Finland förändrades förmånsrätten år 1992. Avsikten var att göra borgenärerna mera jämbördiga och man slopade flera allmänna förmånsrätter. Företagshypotekets ställning förändrades också så att det nu ger säkerhet endast i en kvotdel av den intecknade egendomen istället för hela egendomen.

Vi använder den finska erfarenheten som utgångspunkt för en ekonomisk analys av konsekvenserna av att ge olika förmånsrätt till olika kreditgivare. Empiriska data om konkurser före och efter förändringen i den finska förmånsrätten samt data om företagsrekonstruktioner har insamlats för att studera huruvida förändringar i förmånsrättsordningen inverkar på utfallet av konkurser och rekonstruktioner.

Rapporten innehåller en analys av frågor relaterade till förmånsrättens fördelningsmässiga konsekvenser och dess inverkan på borgenärernas beteende i samband med konkurs. Vi undersöker empiriskt 402 företag som försatts i konkurs innan förmånsrätten förändrades och 359 företag som försattes i konkurs efter förändringen.

Vi studerar de fördelningsmässiga effekterna av förändringen i förmånsrätten och undersöker om förändrad förmånsrätt har inverkat på olika borgenärers benägenhet att söka företag i konkurs. Dessutom jämförs den totala utdelningen till borgenärerna efter konkurs. Frågeställningar kring förmånsrättens potentiella inverkan på konkursrealisationen behandlas också.

Med utgångspunkt från 463 företag som sökt om rekonstruktion analyserar vi därefter huruvida olikheter mellan olika borgenärskategorier kan skapa intressekonflikter i samband med försök att rekonstruera företag. Kreditgivare med säkerheter kan t.ex. föredra konkurs trots att borgenärskollektivet som en helhet erhåller en bättre utdelning i en rekonstruktion. Dessa snedvridande incitament är särskilt starka då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp. Problemet minskar då säkerheternas värde är mindre än skulderna, eftersom säkerhetsborgenärerna då belastas med en större del av värdeförlusterna när ett livsdugligt företag, dvs. ett företag som skulle ge borgenärerna som ett kollektiv mera, försätts i konkurs.

Rapporten är disponerad på följande vis. I kapitel 2 redogör vi för huvuddragen i det insolvensrättsliga systemet i Finland. Kapitel 3 redogör för förmånsrättens teori. Vi analyserar sambandet mellan creditsäkerheter och företagets totala lånekostnader, förmånsrättens inverkan på borgenärens beteende i konkurs samt förmånsrättens inverkan på olika intressekonflikter i samband med rekonstruktion av företag på obestånd. I kapitel 4 undersöker vi hur olika krediter till finska och svenska företag prissätts vid olika alternativa reformer i förmånsrätten. Kapitel 5 studerar empiriskt förmånsrättens fördelningsmässiga konsekvenser och dess inverkan på borgenärernas beteende i samband med konkurs. I Kapitel 6 slutligen undersöker vi empiriskt sambandet mellan intressekonflikter mellan borgenärer och utfallet av rekonstruktionsförhandlingar. Kapitel 7 sammanfattar de övergripande slutsatserna i rapporten.

2 Huvuddragen i det insolvensrättsliga systemet i Finland

De huvudsakliga insolvensrättsliga reglerna finns i Konkursstadgan och L om Företagssanering. Konkursstadgan härstammar från år 1868. Under senare år har emellertid relativt omfattande förändringar gjorts i stadgan. De viktigaste förändringarna är att reglerna för återvinning i konkurs reformerades år 1991², förändringen av förmånsrätten år 1992³ och år 1993 moderniserades delar av konkursförfarandet och administrationen.⁴ År 1993 trädde även lagen om företagssanering i kraft (nedan FöretSanL). Lagen ersatte L om Ackord 10.5.1932/148. Ackord var ytterst sällsynta i Finland.⁵ En orsak som nämns i lagpropositionen är att ett ackord endast kunde omfatta oprioriterade borgenärer.⁶ Fordringar som hade förmånsrätt enligt förmånsrättsordningen och säkerhetsborgenärer omfattades inte av rekonstruktionsförhandlingarna. Enligt nu gällande rätt kan betalningstider och räntor förändras enligt rekonstruktionsprogrammet även för säkerhetsskulder. Säkerhetsskulder belopp kan dock inte nedskrivas (FöretSanL § 44).

2.1 Konkursstadgan

Konkursreglerna finns i Konkursstadgan – 9.11.1868/31 (nedan KS). Vi ger en överblick av reglerna för konkursförutsättningarna, konkursens rättegångsskeden och förmånsrätten. På grund av uppdragets specifika innehåll ger vi en mera detaljerad överblick av de förmånsrättsliga reglerna.

² Lag om återvinning till konkursbo 26.4.1991 ersatte delar av konkursstadgan.

³ Lag om den ordning i vilken borgenärerna skall få betalning 30.12.1992/1578 ersatte F om Förmånsrätt 9.11.1868/32.

⁴ Se regeringens proposition till riksdagen med förslag till lag om ändring av konkursstadgan samt till vissa lagar i anslutning till detta 1993rd – RP216 för en översikt av förändringarna.

⁵ Se regeringens proposition till lag om sanering av företag 1992rd – RP 182 s. 9.

⁶ Se Ibid ss. 16-17.

2.1.1 Konkursförutsättningar

Gäldenären själv eller borgenärer kan ta initiativ till att försätta företaget i konkurs. KS § 1, som reglerar fall då gäldenären själv söker sig i konkurs, omnämner inga materiella förutsättningar. KS innehåller detaljerade normer om när insolvens uppstår och en borgenär således kan försätta en gäldenär i konkurs: för det första krävs att gäldenären har en *klar och ostridig fordran*. För det andra krävs att någon av *konkursförutsättningarna* i KS § 6, pt. a - f, är uppfylld. Konkursförutsättningarna är relaterade till gäldenärens förmåga att betala löpande skulder. I motsats till Sverige finns det inga krav på att betalningsförmågan bör vara bestående (se KL 1 kap 2 §, Welamson 1987 s. 20). Den i praktiken vanligaste konkursgrunden i Finland är att en borgenär gjort en betalningsuppmaning i vittens, eller notarius publicus, närvaro och att gäldenären inte betalat fordran inom 8 dagar efter uppmaningen (Havansi 1991, s. 92). Frågan om konkursförutsättningarna är uppfyllda eller inte behandlas vid ett gäldenärsförhör i domstolen. Om företaget försätts i konkurs väljs en interimistisk boförvaltare.

2.1.2 Konkursens rättegångsskeden

Senast en månad efter att företaget försatts i konkurs hålls ett borgenärsförhör. Den interimistiska boförvaltaren skall då tillsammans med gäldenären göra upp en fullständig förteckning över gäldenärens tillgångar och skulder. Gäldenären skall vid detta tillfälle under ed bestyrka den (KS § 15.1). Konkursen förfaller i detta skede om det konstateras att tillgångarna inte räcker för att täcka de direkta konkurskostnaderna, dvs. förvaltarens arvoden, kostnader för borgenärernas sammanträden, rättegångskostnader och andra liknande kostnader (KS § 15.3). Om någon av borgenärerna förbundit sig att stå för konkurskostnaderna skall dock förfarandet fortgå. Detta inträffar framför allt då en borgenär anser att en återvinningstalan kan ha framgång och ge mera tillgångar till konkursboet (Halila 1983, s. 32).

Endast en minoritet av konkursfallen i Finland genomgår konkursens alla rättegångsskeden. Cirka 40 % av alla konkursansökningar avskrivs på grund av att boets tillgångar är otillräckliga för att täcka kostnaderna⁷ och i cirka 20 % av fallen dras ansökan tillbaka (se tabell 5.1).^{8, 9} En konkursdom

⁷ En avskrivning av konkursen innebär att gäldenären får sina (små) tillgångar tillbaka. Men för aktiebolags del innehåller aktiebolagslagen (ABL) 13 kap 19 § stadganden om att bolaget bör upplösas ifall det inte finns överskott efter konkurs (se även Havansi 1991 s. 159).

⁸ Den förstnämnda siffran är beräknad som totala antalet förfallna konkurser under tiden 1990 till 1994 i relation till det totala antalet konkurser under tidspe-

avges således endast i cirka 40 % av alla konkursfall. Enligt KS § 21 kan även alla närvarande borgenärer vid borgenärsförhøret besluta att konkursen skall förfalla, vilket dock är ganska sällsynt i praktiken (Havansi 1991, s. 157).

Nästa skede i konkursprocessen är att borgenärerna skall anmäla sina fordringar till domstolen eller till boförvaltaren (KS § 19).¹⁰ Beloppet på bevakade fordringar kan ändras efter ifrågavarande dag, men nya fordringar kan inte bevakas (KS § 28). Domstolsbehandlingen av konkursen avslutas med en konkursdom då olika fordringars belopp och förmånsrätt fastställs (KS § 94). Konkursboets tillgångar behöver inte vara realiserade vid tidpunkten för konkursdomen, utan konkursen avslutas med förvaltarens slutredovisning som presenteras på ett borgenärssammanträde.

2.1.3 Administration av konkursboet

Såsom ovan nämnts utses en interimistisk boförvaltare så snart som det konstaterats att konkursförutsättningar finns. Den interimistiska förvaltarens uppdrag gäller fram till borgenärsförhøret. Om konkursförfarandet fortsätter efter borgenärsförhøret utses en (eller flera) konkursförvaltare, benämnd "god man" i KS. De gode männen föreslås av borgenärer och utses av domstolen (KS §§ 51-52). Om fler personer föreslagits kan domstolen ordna omröstning bland borgenärerna (KS § 69.1). De gode männens uppdrag gäller till konkursens slut.¹¹

Förvaltarens förehavanden övervakas av borgenärssammanträdet. Enligt KS § 66 bör ett borgenärssammanträde hållas så snart som möjligt efter borgenärsförhøret. På sammanträdet fattas beslut om realisation av tillgångarna i de fall bud redan inkommit. Man kan även ge förvaltaren fullmakt att realisera tillgångarna (se Havansi 1991 ss. 369-370, 375-378). Ett andra borgenärssammanträde bör hållas då tillgångarna är realiserade och förvaltaren har gjort upp en slutredovisning (KS § 105). På mötet fastställs

rioden och den senare som antalet återtagna eller obehandlade ansökningar i relation till det totala antalet. Se även tabell 5.1.

⁹ Konkursansökningar används i vissa fall som "påtryckningsmedel" av borgenärer för att erhålla betalning. Därav det stora antalet återtagna ansökningar.

¹⁰ Reglerna förändrades från och med 01.12.1993. Tidigare sköttes bevakningen på en särskild inställelседag i domstolen.

¹¹ Fram till 01.12.1993 sträckte sig de gode männens uppdrag endast till tiden för dagen för konkursbevakningen, varefter "sysslomän" skulle väljas. I praktiken omvaldes de gode männen så gott som alltid till sysslomän. Från och med 01.12.1993 fortgår de gode männens uppdrag utan särskilt förordnande. Se KS § 62 (26.11.1993/1027).

bland annat utdelningen till borgenärerna och förvaltarens arvode (Havansi 1991, ss. 385-386).

2.1.4 Förmånsrätten

Förmånsrätten regleras i Lag om den ordning i vilken borgenärer skall få betalning 30.12.1992/1578, (förkortas "L om Betalning" nedan). Lagen ersatte Förordning om förmånsrätt från 9.11.1868 (förkortas "Förm F" nedan). Den nya lagen gäller för konkurser som inletts efter 31.12.1992, men innehöll övergångsstadganden som bland annat reglerar löners och företagsinteckningens (företagshypotekets) ställning.

Förmånsrätter kan indelas i särskilda och allmänna. De allmänna förmånsrätterna gäller gäldenärens hela utmättningsbara egendom, medan de särskilda förmånsrätterna gäller viss del av egendomen. En central utgångspunkt för reformen av förmånsrätten var att borgenärer bör behandlas på en mera jämlik basis. Principen är uttryckt i 2:a § som stadgar att om de tillgångar som fördelas vid verkställigheten inte förslår till betalning av alla fordringar har borgenärerna lika rätt till betalning ur dessa tillgångar i proportion till sin fordran, om inte annat särskilt stadgas. Undantagen från principen utgörs dels av särskilda förmånsrätter, som inteckning i fast egendom, bilar, fartyg, luftfartyg och annan lös egendom (enligt §§ 1, 3 i L om Betalning). En starkt bidragande orsak till reformen var att man ville förbättra rekonstruktionsmöjligheterna.¹²

Enligt Förm F, som var i kraft fram till slutet av 1992, hade underhållsbidrag, arbetslönefordringar, förskottsinnehållsbetalningar, socialskyddsavgifter, arbetspensionsförsäkringspremier, premielånefordringar och skatter allmän förmånsrätt. Dessa slopades med undantag av förmånsrätten för underhållsbidrag (L om Betalning § 4). I Tabell 2.1 summeras skillnaderna mellan den nya och den gamla förmånsrätten.

Företagsinteckningens (jämförbart med företagshypoteket i Sverige) ställning förändrades såtillvida att inteckningen numera endast ger rätt till 50 % av värdet på den intecknade egendomen (L om Betalning § 5). Den andra hälften av den intecknade egendomens värde fördelas mellan de borgenärer som saknar förmånsrätt. Det innebär att också företagsinteckningsfordringar får en andel härav om de inte redan fått full betalning. Ett exempel illustrerar¹³:

¹² Se regeringens proposition till riksdagen med förslag till lagstiftning om sanering av företag 1992rd – RP 182 ss. 14-15.

¹³ Exemplet baserar sig på framställningen i regeringens proposition till riksdagen med förslag till lagstiftning om revidering av förmånsrättssystemet 1992rd – RP 181 s. 29.

Antag att de realiserade tillgångarna i ett företags konkursbo uppgår till 1 milj. efter att fordringar med inteckningar enligt L om Betalning §§ 1, 3 samt kostnadsersättningar till förvaltare och andra massaskulder har betalats. Vid konkursen har bevakats tre fordringar med företagsinteckning som säkerhet: A) med en fordran på 200000, B) med en fordran på 600000 och C) med en fordran på 400000. Huvudregeln för fordringarnas inbördes ordning är att inteckning som sökts tidigare har företräde framför inteckningar som sökts senare, medan inteckningar som sökts på samma dag medför lika rätt (Företagsinteckningslag 24.8.1984/638 § 8). Vi antar att A har den bästa förmånsrätten, medan B och C har lika rätt. Utdelningen till de tre borgenärerna med företagsinteckning skall uppgå till 50 % av 1 milj., dvs. 500000. Det innebär att A får full utdelning och att B och C får dela på återstoden om 300000. En utdelning i proportion till storleken på fordran innebär att B får $600000/1000000 * 300000 = 180000$ och att C får 120000 i utdelning baserat på företagsinteckningen.

Den del av en fordran med säkerhet i företagsinteckningar betraktas dock som fordran utan förmånsrätt till den del som företagsinteckningen inte täcker hela fordran. Antag att beloppet på andra fordringar utan förmånsrätt utgör sammanlagt 800000. Då blir beloppet på de fordringar som skall få utdelningen enligt 2 § $800000 + 420000 + 280000 = 1500000$. Det innebär att B får $500000/1500000 * 420000 = 140000$ utöver de 180000 som företagsinteckningen ger, och C får ytterligare 93333. I detta fall får således innehavarna av företagsinteckning sammanlagt 61 % ($733333 / 1200000$) i utdelning på sina fordringar.

Företagsinteckning omfattar inte fastigheter och annan egendom i vilken inteckning kan fastställas enligt annan lag.¹⁴ I princip täcks alla övriga tillgångar, inklusive materiella och immateriella anläggningstillgångar, lager, kassamedel, fordringar, värdepapper och andra finansieringstillgångar, av företagsinteckningen. Dessa finns även specificerade i Företagsinteckningslag 24.8.1984/638 § 2. Den egendom som omfattas av företagsinteckning får inte upplåtas som pant på annat sätt.

Fordringar, värdepapper och värdeandelar utgör dock undantag från denna regel (Företagsinteckningslag § 4 mom. 3). Dessa kan pantsättas separat även om man redan har en företagsinteckning. En separat pantsättning då företaget redan har en företagsinteckning innebär att företagsinteckningens ställning försvagas, eftersom en mindre del av företagets tillgångar kan användas för att tillgodose inteckningshavarnas fordringar.

I motsats till Finland omfattas företagshypoteket i Sverige inte av kassa- och banktillgodohavanden (Lag om företagshypotek 2 kap. 1 §). Skillnaden blir inte så stor eftersom banktillgodohavandet kan bli föremål för kvittning

¹⁴ Bilinteckning är undantag.

också i Sverige (vilket gör att banken med företagshypotek i praktiken har säkerhet också i banktillgodohavanden för sin skuld till näringsidkaren).

I lagens 6 § nämns ett antal fordringar som har rätt till betalning först efter övriga oprioriterade fordringar. Dessa inkluderar räntor på fordran utan förmånsrätt för tiden efter konkursens början, böter och andra jämförbara offentligträttsliga betalningspåföljder, fordran som grundar sig på att gäldenären emitterat masskuldebrevslån, fordringar på grund av gåvoutfästelser samt kapitallån (förlagslån enligt svensk terminologi).

Lagen innehöll dock ett antal övergångsstadganden som gav lönefordringar förmånsrätt om konkurs inletts före 01.01.1995 och vissa pensionsfordringar förmånsrätt om konkursen inleds före 01.01.2000. För att kompensera företagsinteckningshavarna för lägre utdelning på grund av bättre förmånsrätt för löner erhöll dessa 60 % av värdet på den intecknade egendomen fram till 01.01.1995 (se L om Betalning § 9).

Tabell 2.1 En jämförelse av förmånsrätten i Finland före och efter reformen.

Fordran redovisad lägre ner i tabellen har sämre förmånsrätt. Fordringar med särskild förmånsrätt har rätt till betalning endast ur de tillgångar som utgör säkerhet för ifrågavarande fordran. Om ej annat nämnts nedan, så har en fordran allmän förmånsrätt.

Förm F 9.11.1868/32	L om den ordning i vilken borgenärerna skall få betalning 30.12.1992/1578
Fastighetsinteckning eller fartygsinteckning (§ 1). <i>Särskild förmånsrätt.</i>	Fastighetsinteckning, fartygsinteckning, luftfartyg eller bil (§ 1). <i>Särskild förmånsrätt.</i>
Förmånsrätt på grund av pant- och retentionsrätt (§ 3). <i>Särskild förmånsrätt.</i>	Förmånsrätt på grund av pant- och retentionsrätt (§ 3). <i>Särskild förmånsrätt.</i>
Förmånsrätt för löner (för löpande året och året därförrinnan), underhållsbidrag och depositioner på arbetsgivares intressekonton (§ 4).	Förmånsrätt för underhållsbidrag. (§ 4). Löner och depositioner på arbetsgivares intressekonton dock förmånsrätt fram till 01.01.1995 (§ 9).
Förskottsskatt och socialskyddsavgift (för löpande året och året därförrinnan), samt pensionsbetalningar och företagsinteckning (§ 4a).	Förmånsrätt på grund av företagsinteckning. Rätt till 50 % av den in-tecknade egendomen (§ 5) (temporärt 60 % fram till 01.01.1995 – 9 §). <i>Särskild förmånsrätt.</i>
Hyresvärd's förmånsrätt i egendom som finns i lägenhet eller på området (§ 5, 6) <i>Särskild förmånsrätt.</i>	-
Inkomstskatt, gåvoskatt, moms och vissa andra skatter och acciser till stat eller kyrka (§ 7)	-
Förmånsrätt på grund av utmätning (§ 8) <i>Särskild förmånsrätt.</i>	-
[Vissa fordringar som numera saknar praktisk betydelse nämnda i §§ 9-13]	-
Oprioriterade fordringar (§ 18)	Oprioriterade fordringar (§ 2)
Efterställda fordringar: masskuldebrevslån (§ 18 mom 2)	Efterställda fordringar: (i) räntor, (ii) böter och andra jämförbara betalningspåföljder, (iii) masskuldebrevslån och (iv) kapitallån (förlagslån).

2.2 Lag om företagssanering

L om Företagssanering 25.1.1993/47 (FöretSanL) trädde i kraft i februari 1993. Lagen ersatte L om Ackord från 1932 som dock inte haft någon praktisk betydelse.¹⁵ FöretSanL har tillämpats betydligt mera. Uttrycken rekonstruktion och sanering används som synonyma begrepp i framställningen.

Rekonstruktionsansökningarnas antal utgjorde år 1993 cirka 8,5 % av alla ansökningar från insolventa företag, och år 1994 cirka 7,7 %¹⁶. Insolventa företag definieras som summan av antal konkurser (exklusive ansökningar som återtagits) och ansökningar om företagssanering. Om konkurser som förfallit på grund av att boet saknade tillgångar exkluderas från urvalet blir andelen 13 % respektive 14 %. Cirka 28 % av alla ansökningar om företagssanering leder till en fastställd plan (Sundgren 1997). Sålunda har knappa 4 % av de insolventa företagen under tidsperioden rekonstruerats.¹⁷ Siffran är beräknad som andelen av alla insolventa företag som sökt om sanering (13-14 %) multiplicerat med andelen fall för vilka en plan fastställts (28 %).

2.2.1 Ansökan om företagssanering

Ett rekonstruktionsförfarande kan initieras av såväl borgenärer som av gäldenären. I praktiken är det dock gäldenären som i de flesta fall gör ansökan, ofta för att undvika konkurs.¹⁸ Om en ansökan om försättande av gäldenären i konkurs är anhängig när ansökan om att inleda ett saneringsförfarande görs, skall behandlingen av konkursansökan skjutas upp tills beslut om saneringsförfarandet har fattats (FöretSanL § 24.1).

En ansökan leder inte automatiskt till att rekonstruktionsförfarandet påbörjas. Den första fasen i gallringen är att domstolen meddelar de borgenärer om ansökan, som på grundval av storleken på fordran kan anses vara

¹⁵ Se regeringens proposition till riksdagen med förslag till lagstiftning om sanering av företag 1992rd – RP182 ss. 9, 13-14.

¹⁶ Siffrorna är tagna från Statistikcentralen Rättsväsen 1994:4 och 1995:2.

¹⁷ Eventuella fall där gäldenären och borgenären omförhandlat skulderna privat är inte inkluderade i antalet insolventa företag.

¹⁸ Vid en undersökning av 362 fall ansökte borgenärer om rekonstruktion i endast 5 % av fallen. Borgenärer som lämnade in en konkursansökan före gäldenären, sökte om rekonstruktion i 17 % av de fall som sedermera ledde till en fastställd rekonstruktionsplan och i 35 % av de övriga fallen (Sundgren 1998, s. 4).

betydande¹⁹. Borgenärerna har möjlighet att komma in med ett skriftligt utlåtande om gäldenärens duglighet för en rekonstruktion (FöretSanL § 70). Med utgångspunkt från bland annat borgenärernas yttranden, gäldenärens eventuella bemötanden, ett revisorsutlåtande och eventuell övrig information, fattar domstolen beslut ifråga om hinder för en rekonstruktion föreligger.

Förutsättningar för och hinder mot en rekonstruktion finns i FöretSanL §§ 6 och 7. I detta skede sker det ingen omröstning utan parternas sakargument utgör grund för domstolens beslut.²⁰ En rekonstruktion kan i normalfallet påbörjas om ingen av de hörda borgenärerna motsätter sig en rekonstruktion (Koskelo 1994, s. 100). I stora drag överensstämmer således gällningen med den som svenska företag genomgår innan en rekonstruktion kan påbörjas.²¹

2.2.2 Betalnings- och indrivningsförbud

Ett betalnings- och indrivningsförbud, samt ett förbud att ställa säkerheter träder i kraft om ansökan godkänts av domstolen (FöretSanL §§ 17, 19).²² Betalnings- och indrivningsförbudet gäller även säkerhetsskulder. Men ränta på säkerhetsskulden får betalas på den del av skulden som täcks av säkerhetens värde då rekonstruktionen påbörjas (FöretSanL § 18.1; Koskelo 1994, ss. 180-181). Lagens 18 § undantar även vissa andra skulder från betalningsförbudet, varav arbetstagaers löner är det viktigaste undantaget. Domstolen kan även på yrkande av säkerhetsborgenär bevilja undantag från indrivningsförbudet, till exempel om det är uppenbart att den egendom som är föremål för säkerhetsrätt inte behöver kvarstå hos gäldenären med tanke på rekonstruktionen (FöretSanL § 20 pt. 1). Ifrågavarande stadgande torde

¹⁹ Även andra än de som kan anses vara betydande kan höras om ansökan, om domstolen finner det nödvändigt (FöretSanL § 70.2).

²⁰ Lagens § 7 innehåller detaljerade stadganden om förutsättningar och hinder. Ett hinder som ofta torde åberopas av borgenärer är att gäldenären är insolvent och att det är sannolikt att insolvensen inte kan undanröjas med hjälp av saneringsprogrammet, eller att ny insolvens kan hindras endast för en kort tid (FöretSanL § 7 pt. 6).

²¹ Beslut om företagsrekonstruktion får inte meddelas om det saknas skälig anledning att anta att syftet med rekonstruktionen kan uppnås (Lag om Företagsrekonstruktion 13.6.1996, nedan FörRekL, 2 kap. 6 §). Därtill har borgenärerna möjlighet att uttala sig i frågan om företagsrekonstruktionen bör fortsätta efter att rekonstruktören upprättat en plan som redovisar hur syftet med rekonstruktionen skall uppnås FörRekL 2 kap. 12 §).

²² Gäldenären kan även söka om ett temporärt indrivningsförbud direkt efter att ansökan gjorts (FöretSanL § 22).

kunna tillämpas ifråga om rörelsefrämmande tillgångar och andra tillgångar som inte direkt behövs för gäldenärens rekonstruktion (Koskelo 1994, s. 184).

2.2.3 Administration av rekonstruktionen

I likhet med Sverige utses en rekonstruktör som i den finska lagen kallas en utredare. Utredaren skall övervaka gäldenärens verksamhet och har ett övergripande ansvar för att en rekonstruktionsplan görs (FöretSanL § 8; FöretRekL kap. 1 § 2 samt kap. 2 § 12). I bägge länderna kan även borgenärskommittéer utses (FöretSanL § 84; FörRekL 2 kap. § 16).

2.2.4 Rekonstruktionsplanens innehåll och omfattning

Rekonstruktionsplanen skall innehålla förslag till arrangemang avseende gäldenärens verksamhet samt regleringar avseende skulder (FöretSanL § 42). Utredaren har det huvudsakliga ansvaret för att en rekonstruktionsplan uppgörs, men även gäldenären, den som är personligen ansvarig för gäldenärens skulder (dvs., bolagsmän i öppna bolag och handelsbolag), de som äger minst en femtedel av aktierna och de borgenärer som företräder minst en femtedel av antingen säkerhetsborgenärernas eller andra än säkerhetsborgenärernas fordringar, kan framlägga ett programförslag (FöretSanL § 40).

En viktig skillnad mellan den finska och den svenska lagen är att rekonstruktionsplanen även kan omfatta säkerhetsborgenärer i Finland, dock så att endast ett moratorium och räntejusteringar är möjliga. En nedskrivning av skuldens belopp är inte möjlig (FöretSanL § 45).²³ I motsats till Sverige betraktas en skuld som en säkerhetsskuld endast till den del som värdet på den egendom i vilken en borgenär har särskild förmånsrätt täcker fordran vid tidpunkten för rekonstruktionen (FöretSanL § 3 pt. 6; Koskelo 1994, ss. 141-149). I Sverige är en borgenär oberoende av ett ackord om han har säkerhet för fordran, oavsett vilket värde säkerheten har.

²³ I Sverige omfattas endast fordringar som inte är förenade med förmånsrätt i behandlingen (FörRekL kap. 3 § 3). Därtill bör ackordet ge alla borgenärer minst 25 % av fordringarnas belopp om det inte finns särskilda skäl till en lägre procent, och utdelningen bör betalas inom ett år efter det att ackordet fastställts (FörRekL kap. 3 § 2). Den finska lagen innehåller inga dylika begränsningar.

2.2.5 Fastställande av rekonstruktionsplan

Rekonstruktionsplanen kan fastställas på tre alternativa sätt: (a) med samtycke av alla kända borgenärer (FöretSanL § 50), (b) med samtycke av gruppmajoriteter (FöretSanL §§ 51-53), och (c) utan samtycke av alla gruppmajoriteter (FöretSanL § 54). Nedan redogör vi något närmare för de två sistnämnda alternativen.

Rekonstruktionsplanen kan fastställas enligt alternativ (b) under förutsättning att alla borgenärsgrepp godkänner planen. En borgenärsgrepp kan godkänna planen om *minst hälften* av borgenärerna inom ifrågavarande grepp, *både till belopp och antal*, som deltagit i omröstningen röstat för rekonstruktionsplanen.²⁴ Den som lägger fram förslaget till program skall dela in borgenärerna i grepp så att säkerhetsborgenärer med olika slag av säkerheter hänförs till skilda grepp, medan de övriga borgenärerna antingen kan hänföras till en grepp eller ytterligare delas in i särskilda grepp så att till varje grepp hör borgenärer med samma slag av fordringar (FöretSanL § 51). Därtill bör domstolen undersöka om vissa övriga kriterier för fastställande är uppfyllda (FöretSanL § 53). Programmet kan inte fastställas om till exempel en borgenär, som röstat emot godkännande, gör det sannolikt att en betalning som enligt programmet skall tillfalla honom, till sitt värde är mindre än vad han skulle få i gäldenärens konkurs, eller om det finns grundad anledning att anta att förutsättningar för att genomföra programmet saknas.

Slutligen innehåller den finska lagen stadganden som försämrar enskilda borgenärsgreppers möjligheter att blockera rekonstruktionen: om en majoritet inte kan uppnås i en eller flera borgenärskategorier, kan programmet ändå fastställas under förutsättning att *minst en borgenärsgrepp* röstat för planen och fordringarna för *alla som avgett bifallsröst företräder minst en femtedel av fordringarna för alla de kända borgenärer* som har rösträtt. Därtill bör domstolen undersöka om vissa övriga kriterier för fastställande, specificerade i FöretSanL §§ 53 och 54, är uppfyllda.

²⁴ En borgenär vars skuldvillkor förblir oförändrade har inte rösträtt (FöretSanL § 52).

3 Förmånsrättens teori

En fruktbar utgångspunkt för att analysera den roll creditsäkerheten har vid kreditgivning är att tänka sig en ekonomi med perfekt fungerande marknader. I 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. I en sådan värld kommer inte förekomsten av creditsäkerhet att påverka en gäldenärs totala lånekostnader. Creditsäkerhet är endast ett sätt att fördela ett företags återstående värde mellan olika borgenärer vars förväntade utdelning i konkurs har beaktats i samtliga ränte- och lånevillkor. Med denna utgångspunkt kommer inte creditsäkerhet att erbjuda någon fördel. Lägre kostnader för kredit från kreditgivare med säkerhet uppvägs av den högre ränta som kreditgivare utan säkerhet tar ut för att kompensera sig för den ökade risken.

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. Om företagets värde kan ändras genom att förändra dess finansiering skulle detta innebära att rena arbitragevinster existerade. Härigenom blir kapitalstrukturen irrelevant för företagets kapitalkostnad. Resultatet är således en tillämpning av arbitrageorisens fundamentala teorem.

Den grundläggande logiken i Modigliani och Millers uppsats är att oavsett hur man delar upp en *given* inkomstström, antingen över tiden eller mellan olika naturtillstånd, så är värdet det samma. Ansträngningar att introducera en roll för finansiellt beslutsfattande har koncentrerat sig på att utmana Modigliani och Miller teorins grundläggande premisser: företagets betalningsströmmar (eller marknadens bedömning av dessa betalningsströmmar) är opåverkade av kapitalstrukturen.

Det existerar i dag ett antal moderna teorier för kapitalstruktur som tar sin utgångspunkt i att ifrågasätta den grundläggande premissen för Modigliani och Millers ²⁵: En del av dessa bidrag har relevans för en analys av creditsäkerhetens ställning och därmed för en diskussion om vilka drivkrafter som ligger bakom användandet av creditsäkerheter.

²⁵ Harris och Raviv (1991) och Holmström och Tirole (1989) ger översikter av kapitalstrukturteorier efter Modigliani och Miller (1958).

Avsnitt 3.1 analyserar sambandet mellan creditsäkerheter och företagets totala lånekostnader. I avsnitt 3.2 diskuterar vi förmånsrättens inverkan på borgenärens beteende i konkurs medan avsnitt 3.3 analyserar förmånsrättens inverkan på olika intressekonflikter i samband med rekonstruktion av företag på obestånd.

3.1 Förmånsrätten och företagets kapitalkostnader

I avsnitt 3.1.1 presenterar vi en enkel modell som illustrerar sambandet mellan riskpremier och kreditrisker. I avsnitt 3.1.2 diskuteras en enkel benchmark modell vars huvudsakliga resultat är att företagets totala lånekostnader är oberoende av huruvida kredit ges mot säkerhet eller utan säkerhet. I avsnitt 3.1.3 om informationsproblem och creditsäkerheter diskuteras en övergripande avvikelser från benchmarkmodellen. Avsnitt 3.1.4 diskuterar övervakningskostnader och creditsäkerheter. Avsnitt 3.1.5 diskuterar sambandet mellan företagshypotek och tillgången på kredit medan förmånsrätten för nya lån och tillgången på kapital analyseras i avsnitt 3.1.6.

3.1.1 Kreditrisker och räntebestämning

Antag för enkelhetens skull att en kreditgivare kräver en förväntad avkastning som motsvarar den riskfria räntan, r . Antag vidare att sannolikheten att låntagaren inte kan fullgöra sina förpliktelser uppgår till p .²⁶ Vi antar inledningsvis att en betalningsinställelse innebär att gäldenärens återbetalningsförmåga är obefintlig. Det ovan antagna avkastningskravet innebär att kreditgivaren är indifferent mellan en riskfri kredit och en riskfylld kredit som ger avkastningen R om

$$(1 - p)(I + R) = I + r$$

Riskpremien kan då skrivas som

$$R - r = \frac{I + r}{(1 - p)} - (I + r).$$

Modellen kan utvecklas och även beakta det mer realistiska fallet att förlusterna för en kreditgivare begränsas genom att låntagaren fullgör en del av

²⁶ För enkelhetens skull antar vi att tidshorisonten är ett år.

låneförbindelsen genom säkerheter. Antag att en långgivare vid en eventuell konkurs återfår en andel γ av det nominella beloppet vid lånets slutdag. Ett högt γ kan naturligtvis vara ett resultat av att långgivaren har tillförsäkrat sig säkerhet i fast eller lös egendom. I sådant fall uppgår riskpremien till

$$R - r = \frac{I + r}{I - p(I - \gamma)} - (I + r)$$

För att illustrera formeln numeriskt antar vi att den riskfria räntan är 10% och att värdena på p varierar mellan 0,05 och 0,20 medan värdena på återvinningsgraden γ varierar mellan 0,80 och 0,95. Nedanstående tabell visar riskpremien vid alternativa kombinationer av p och γ :

p/γ	0,80	0,90	0,95
0,20	4,58	2,24	1,11
0,10	2,24	1,10	0,60
0,05	1,11	0,60	0,28

Trots sin enkelhet fångar modellen upp två centrala faktorer som påverkar räntan för en kredit, sannolikheten att låntagaren inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser, p , och i vilken utsträckning gäldenären har förmåga att göra en återbetalning i samband med en betalningsinställelse, γ . Ju högre konkurs sannolikheten är, desto högre blir räntan och ju mer omfattande kreditsäkerheten är, desto lägre blir lånekostnaden för kredittagaren. En annan egenskap med modellen är att $1-p$ och γ är perfekta substitut. Detta innebär att en kredit mot säkerhet 0,95 och konkurs sannolikheten 0,10 ger samma lånekostnad som en kredit med kreditsäkerheten 0,9 och konkurs sannolikheten = 0,05²⁷

3.1.2 Kreditsäkerheten och företagets lånekostnad

Den ovanstående modellen illustrerade således att den ränta som en långgivare kräver är en funktion av konkursrisken och den eventuella kreditsäkerheten. För en given konkurs sannolikhet minskar risken med säkerheten. I den mån någon kreditgivare har en säkerhet i gäldenärens tillgångar tar andra kreditgivare utan säkerhet en ökad risk. Men då ligger det nära till hands att dra slutsatsen att den lägre ränta som en kreditgivare med säkerhet kräver kompenseras av en högre kostnad för krediter givna av kreditgivare utan

²⁷ I kapitel 4 där vi empiriskt studerar konsekvenserna för riskpremier av förändringar i förmånsrätten för svenska och finska företag måste vi tillgripa mer avancerade optionsteoretiskt baserade modeller.

säkerhet. Schwartz (1981) modell illustrerar resonemanget med två kreditgivare. Premien räknat i kronor som långgivaren kräver för att bära konkursrisk betecknar vi med X och kan uttryckas som

$$X = p(-P + bA)$$

där p är sannolikheten att låntagaren ställer in betalningarna, P är den del av ett lån som går förlorat vid konkurs och bA representerar värdet på de tillgångar som är tillgängliga för kreditgivarens fordringar (jmf γ ovan), där b betecknar långgivarens fordran i förhållande till gäldenärens totala utestående skuld och A är värdet på gäldenärens totala tillgångar som är tillgängliga vid betalningsinställelse.

Ekvationen illustrerar således att kreditrisken är en funktion av konkurs-sannolikhet p gånger förlusten givet att konkurs inträffar. Givet att konkurs inträffar är förlusten en funktion av det nominella skuldbeloppet, P som reduceras med de säkrade tillgångarna, bA .

Ett enkelt numeriskt exempel illustrerar. Antag att ett företag behöver låna 200 från två långgivare. Företaget har 100 i tillgångar och båda långivarna antar att detta värde är stabilt över tiden. Antag att konkurssannolikheten $p = 0,01$. Långgivaren 1 lånar ut 110 och långgivaren 2 lånar ut 90. Företaget kan antingen låna utan säkerheter eller utnyttja tillgångarna som kreditunderlag i samband med krediten från långgivare 2. Hur stor blir den premie som långivarna sammanlagt kräver för att bära risken att företaget inte fullgör sina låneförbindelser i respektive fall?

	Fall 1	Fall 2:
X_1	$0,01(-110 + \frac{110}{200}100) = -0,55$	$0,01(-110 + 100) = -0,10$
X_2	$0,01(-90 + \frac{90}{200}100) = -0,45$	$0,01(-90 + 0) = -0,90$

Om företaget lånar utan att ställa ut säkerhet till någon av långivarna (fall 1) kommer långgivare 1 att kräva en kompensation för konkursrisken uppgående till 0,55 medan långgivare 2 kräver en motsvarande kompensation om 0,45. Sannolikheten för konkurs innebär således att företaget ökar sina lånekostnader med 1,00.

Företaget kan också erbjuda långgivare 1 en säkerhet (fall 2) sådan att denna erhåller gäldenärens alla tillgångar i händelse av en betalningsinställelse. Långgivare 1 kan nu sänka sin riskpremie till 0,10. Låntagare 2 som inte kommer att få någon utdelning vid en eventuell konkurs kräver i stället

0,90 som kompensation för konkursrisken. Precis som i fall 1 kräver de två långgivarna tillsammans 1,00 i kompensation för att de bär konkursrisken.

Vi kan således konstatera att kredit som ges mot säkerhet inte erbjuder någon fördel för kredittagaren. De lägre kostnaderna för kredit från långgivare 1 med säkerhet balanseras av den högre kreditkostnaden som tas ut av långgivare 2 som inte har någon säkerhet för lånet.

Analysen pekar således på att lån med förmånsrätt ökar kostnaden för långgivare lika mycket som de minskar kostnaden för långgivare med högre förmånsrätt. Eftersom det är kostnader förknippade med att inrätta säkerheter i låneavtal är det rationellt för företag att inte utnyttja tillgångarna som kreditunderlag. Problemet är därför att förklara varför creditsäkerheter existerar.

En möjlig förklaring till att realsäkerheter förekommer i samband med företagsfinansiering är att olika borgenärer kan vara olika risktoleranta. Förmågan att bära risk påverkas i första hand av borgenärens förmögenhet. En förlust av en viss storlek upplevs som mera betungande för en borgenär som har en lägre förmögenhet.²⁸ Förmågan att bära risk är även beroende av borgenärernas möjligheter att diversifiera riskerna. Konsekvenserna av en kreditförlust för en borgenär som saknar möjligheter att diversifiera kan ha betydligt längre gående konsekvenser än för en borgenär som har fordringar på många olika gäldenärer så att förlusten i en konkurs är liten i relation till borgenärens totala kreditportfölj. Givet att säkerheter skiftar risken från mer riskaverta kreditgivare till mer risktoleranta, kan förekomsten av dessa potentiellt öka effektiviteten i kreditgivningen.

3.1.3 Informationsproblem och creditsäkerheter

Analysen ovan illustrerar det förhållandet att om den totala utdelningen i konkurs är oberoende av förmånsrätten kommer effekterna att ta ut varandra. Förmånsrätten påverkade i den analysen endast fördelningen av företagets återstående värde mellan olika borgenärer. Den fråga som vi nu kommer att analysera är om utdelningen faktiskt är lika stor, oberoende av vilket regelsystem för förmånsrätten som gäller, eller om det finns skäl att anta att en ändrad förmånsrätt kan ha realekonomiska effekter. Implicita antaganden bakom benchmarkmodellen är att företaget och olika långgivare har samma

²⁸ Pratt (1964) och Arrow (1971) innehåller två viktiga bidrag om individers riskpreferenser. I deras modell är personers relativa riskaversion konstant för olika förmögenhetsnivåer. Det innebär att en förlust på 10 för en person med 100 i förmögenhet uppfattas som lika betungande som en förlust på 20 för en person med 200 i förmögenhet. Friend & Blume's (1975) presenterar empiriska resultat som stöder tesen att den relativa riskaversionen är konstant.

kännedom om företagets verksamhet och framtidsutsikter. De slutsatser som kan dras från den modellen kan mycket väl komma att ändras om vi släpper på antagandet att olika aktörer har samma information.

Betydande informationsproblem kan föreligga i samband med kreditgivning. Informationsproblemen är av två slag och de brukar klassificeras med stöd av följande termer: "adverse selection" och "moral hazard". Begreppet adverse selection betecknar den typ av informationsproblem som avser oklarheter om vilka förhållanden som gäller innan lånekontraktet har ingåtts. Termen härrör från försäkringslitteraturen och fångar problem som har att göra med att personer som vet med sig att sannolikheten är hög för att de skall behöva utnyttja försäkringen är mer benägna att ta försäkringar än de för vilka denna sannolikhet är liten. Försäkringspremien anpassas till den genomsnittliga skaderisken och premien blir därmed för hög för dem med låg sannolikhet för försäkringsskada. Typiskt sett har försäkringstagaren exklusiv tillgång till information som påverkar utfallet av kontraktet.

Ett tydligt adverse selection problem föreligger när utomstående kreditgivare vill låna ut kapital till bolaget. De har i allmänhet mindre information om verksamhetens framtida vinstutveckling och om risknivån jämfört med vad gäldenären har. Kreditgivaren vet detta och osäkerheten gäller hur detta övertag kommer att utnyttjas.

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. Begreppet moral hazard betecknar den typ av informationsproblem som gäller bristande övervakningsmöjligheter under kontraktets löptid. Denna term härstammar också från försäkringslitteraturen och avser de problem som uppstår om en försäkringstagare kan påverka utfallet av kontraktet utan att motparten kan göra något åt det. I själva verket är försäkringsavtalet i sig handlingsdirigerande och förändrar därmed de sannolikheter för skadefall som försäkringsgivaren utgått ifrån vid premiesättningen.

För att minska den förlustrisk som långivaren löper kan denne försöka att detaljreglera lånevillkoren i ett kontrakt. Kostnaden för att utforma ett kreditavtal som i alla avseenden reglerar partsförhållandet i varje framtida situation är emellertid betydande. I verkligheten kan ett sådant avtal aldrig ges en fullständig utformning. I en komplex värld är det omöjligt att förutse alla tänkbara framtida situationer. Även om föreställningsförmågan vore obegränsad, blev det svårt att förhandla om vad som skall gälla, inte minst för att det måste finnas ett gemensamt språk som beskriver dessa framtida situationer där tidigare erfarenhet sällan tillhandahåller någon vägledning. Även om parterna kan förhandla och detaljplanera för varje konkret framtida situation, kan det vara svårt att formulera överenskommelsen så att t ex

en domstol kan utläsa partsavsikten och framtvunga efterlevnad av kreditavtalet.

3.1.4 Övervakningskostnader

En ansats som försöker förklara existensen av creditsäkerheter har sin utgångspunkt i moral hazard problemet vid kreditgivning. För att minska den förlustrisk långivarna löper måste de lägga ned resurser på övervakning. Om man kan visa att en säkerhet minskar övervakningskostnaden för säkerhetsborgenärer mer än vad övervakningskostnaden ökar för oprioriterade borgenärer är slutsatsen möjligen att gäldenären bör utnyttja sina tillgångar som kreditunderlag.

För att illustrera moral hazard problemet i samband med kreditgivning antar vi att företaget lånar till en ränta som avspeglar risken med företagets nuvarande verksamhet. Begränsat ansvar kan emellertid leda till att aktieägarna på kreditgivarnas bekostnad drar fördel av att företaget väljer mer riskfyllda projekt än vad man från början talat om. Frestelsen att öka risktagandet tilltar i direkt proportion till den andel som finansieras med lån. En vanlig beteckning på denna intressekonflikt mellan aktieägare och kreditgivare är överinvesteringsproblemet. Med överinvesteringsproblemet avses således den intressekonflikt som uppkommer då aktieägarna på långivarnas bekostnad drar fördel av att företaget ändrar investeringsinriktning och väljer mer riskfyllda projekt än vad de skulle gjort om de saknat krediter.

Låt oss betrakta ett företag med två av varandra oberoende projekt, A och B. Lönsamheten hos de två projekten beror på konjunktursituationen om ett år som antingen kan karaktäriseras som en högkonjunktur eller en lågkonjunktur. Vi antar att de olika konjunktursituationerna är lika sannolika. Dessutom antar vi att investerare varken kräver kompensation för pengars tidsvärde eller för risk, dvs värderingen är riskneutral. Värdet på investeringen är därför lika med dess förväntade värde. Vi kan då värdera tillgångarna, skulderna respektive eget kapital i termer av deras förväntade värde om ett år.

Det kassaflöde som genereras av respektive projekt vid slutet av året redovisas i nedanstående tabell.

Konjunkturläget	Projekt A	Projekt B
Högkonjunktur	600.000	800.000
Lågkonjunktur	500.000	0
Värdet på företaget	550.000	400.000

Det förväntade värdet av de kassaflöden som projekt A genererar är högre än motsvarande värde för projekt B. Risken, det vill säga spridningen i utfallen, med projektet B är också större. Om investeringskostnaden uppgår till 500.000 kommer ett icke lånefinansierat företag att välja projekt A eftersom det egna kapitalet uppgår till 550.000 jämfört med de 400.000 som aktierna skulle vara värda om man i stället genomför projekt B.

Antag att projektet nu finansieras med ett lån på 500.000. Under denna förutsättning redovisas värdering av tillgångar (V), skulder (D) och eget kapital (E) för de två olika projekten i tabellerna nedan.

Projekt A

Konjunktur	V	D	E
Högkonjunktur	600.000	500.000	100.000
Lågkonjunktur	500.00	500.000	0
Värde	550.00	500.000	50.000

Projekt B

Konjunktur	V	D	E
Högkonjunktur	800.000	500.000	300.000
Lågkonjunktur	0	0	0
Värde	400.000	250.000	150.000

Tabellerna visar således att Projekt B föredras framför A av aktieägarna medan Projekt A föredras framför B av borgenärerna. Aktieägarna kan på kreditgivarnas bekostnad dra fördel av att företaget väljer en mer riskfylld verksamhetsinriktning med en högre skuldsättningsgrad. Intuitionen är den att begränsat ansvar medför att aktieägarna bekymrar sig mindre för dåliga utfall eftersom långgivarna bär den större delen av förlusten vid en lågkonjunktur. Aktieägarna väljer därför det projekt som har högst spridning eller risk eftersom möjligheterna till ett riktigt bra utfall då blir större.

Långgivarna vet att företaget har incitament att reducera lånets värde genom att öka risken retroaktivt. För att hindra eller begränsa detta söker långgivaren att på olika sätt bemöta problemet avtalsvis. Att avtalsvis försöka förutsäga och reglera alla de kombinationer av händelser och beslut som förändrar riskförhållandena låter sig inte enkelt göras. Man kan emellertid begränsa omfattningen av problemet genom att i avtalet fastställa att låntagaren skall hålla en viss relation mellan eget kapital och balansomslutning, man kan i avtalet ta in en sk negativklausul som innebär att företaget förbinder sig att inte ställa säkerhet till förmån för någon annan kreditgivare och man kan införa en klausul som gör det möjligt att ändra låneräntan efter en prövning av hur verksamhetsinriktning, omvärldsfaktorer etc inverkar på

företagets riskförhållanden. Den här typen av klausuler kräver en fortlöpande övervakning av gäldenärens förehavanden. Övervakning är emellertid kostsamt. Användandet 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 kommer övervakningskostnaderna att öka för borgenärer utan säkerhet. 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 som i princip kan komma gäldenären och borgenärerna tillgodo. Fördelningen av kostnadsbesparingen beror naturligtvis på konkurrensförhållandena på kreditmarknaden.

De totala övervakningskostnaderna kan således ibland reduceras genom att ge vissa borgenärer bättre förmånsrätt än andra. En situation då det troligtvis stämmer är när olika borgenärer har olika höga övervakningskostnader, dvs. när vissa borgenärer har komparativa fördelar ifråga om att övervaka kostnadseffektivt. En lägre totalkostnad för krediter uppnås i en situation där kreditgivare med höga övervakningskostnader erhåller realsäkerhet, medan de långivare som på ett effektivt sätt kan övervaka gäldenären är oprioriterade. På denna punkt kan det vara skäl att säga några ord om olika borgenärerskategoriers incitament att övervaka och om förväntade övervakningskostnader. Framförallt tre faktorer inverkar på intresset att övervaka.

För det första kan man förvänta sig att omfattningen av övervakningen är direkt relaterad till storleken på borgenärernas fordran. Kostnader för övervakning är till stora delar fasta till sin natur, vilket innebär att det ofta är oekonomiskt för små borgenärer att överhuvudtaget övervaka företag.

För det andra torde lånets löptid inverka på omfattningen av övervakningen. En långivare som bidrar med kortsiktiga lån uppfattar antagligen inte risken för opportunistiskt beteende från företagets sida som särskilt stor eftersom fundamentala förändringar i verksamhetsinriktningen tar tid att genomföra. Således har kreditgivare med kortsiktiga lån knappast något större intresse av att följa upp företaget efter att krediten beviljats.

För det tredje torde storleken på övervakningskostnaderna vara olika för olika borgenärer. Jackson & Kronman (1979 s. 1160) argumenterar att leverantörer har låga övervakningskostnader eftersom de ofta har noggrann kännedom om branschen. Men en nackdel med att allokera övervakningsuppgiften åt leverantörer är att deras fordringar ofta är små och kortsiktiga. Andra har argumenterat att bankerna bör ha en övervakningsroll (t.ex. Berlin, John & Saunders 1996).

En aspekt på kreditsäkerheter är således 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.

Sammanfattningsvis kan vi på den här punkten konstatera att ansatsen att förklara existensen av kreditsäkerheter endast 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. Eftersom en kreditgivare med företagshypotek inte kan begränsa gäldenärens frihet att disponera över egendom som omfattas av hypoteket kan inte detta slag av kreditsäkerhet förhindra att gäldenären ändrar verksamhetsinriktningen så att den blir mer riskfylld.

3.1.5 Företagshypoteket och tillgången på kapital

Ett argument som framförts i många sammanhang mot att försvaga säkerhetshavarens ställning är att lägre säkerhetsvärden skulle minska tillgången på kapital.²⁹

I en idealiserad ekonomi 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 t ex 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 företag är inte lönsamma att finansiera till

²⁹ I 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 och Mooney, 1997).

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.³⁰

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 att försvåra problemen med asymmetrisk information 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 in-teckningar 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 kommer att beröras av 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 bättre realsäkerhet för krediter (fastigheter och andra panträtter i fast egendom). Eftersom andra kreditgivares position förbättras i motsvarande grad kan följderna av ett svagare, eller avskaffat, företagshypotek också bli att leverantörer oftare, och till något förmånligare villkor, säljer på kredit åt riskfyllda företag.

3.1.6 Förmånsrätten för nya lån och tillgången på kapital

I exemplet i avsnitt 3.1.2 antar vi att företaget lånar samtidigt från bägge långivarna. Vi skall fortsätta med en situation då företaget redan lånat från en långivare och därefter förhandlar om ytterligare lån från en annan långivare. Vi antar att den första långivaren saknar möjligheter att anpassa räntan och andra lånevillkor till de nya förhållanden som uppkommer då ytterligare lån upptas. Som vi konstaterade ovan är det svårt att detaljreglera lånevillkoren i ett kontrakt för varje specifik situation.

Avsnittet illustrerar två potentiella effekter som förmånsrätt har på ett företags kapitalförsörjning. Vi visar att förmånsrätt för nya lån kan vara en förutsättning för att erhålla ny finansiering till lönsamma projekt men att det också finns situationer där förmånsrätt för nya lån kan innebära att företag erhåller finansiering till projekt som inte är lönsamma.

³⁰ Se Stiglitz och Weiss (1981) för en formell modell.

Vi inleder med att illustrera en situation där förmånsrätt för nya lån är en förutsättning för att lönsamma projekt skall genomföras.³¹ Vi betraktar ett skuldsatt företag med ett nominellt lån på 80 som förfaller inom ett år. Om en lågkonjunktur inträffar avkastar företaget 20 och om en högkonjunktur i stället skulle inträffa blir avkastningen 180. Vi antar att de olika konjunktursituationerna är lika sannolika. Värdet på tillgångarna, skulderna respektive eget kapital i termer av förväntade värden om ett år framgår av nedanstående tabell:

Konjunkturläge	Värdet på företaget (going concern)		
	Lån	Eget kapital	
Hög	80	100	
Låg	20	0	
Värde	50	50	

Företaget kan investera i ett projekt som kostar 40 att genomföra och ger en säker avkastning på 60 oavsett vilket konjunkturläge som inträffar. Det är ett lönsamt projekt som naturligtvis borde genomföras.

Antag först att den gamla långgivaren har förmånsrätt och att företaget lånar de 40 som krävs för att genomföra projektet av en ny långgivare. Den nya långgivaren kräver att räntan på lånet skall sättas till en nivå sådan att den förväntade utdelningen är minst lika stor som lånebeloppet. Den nya långgivaren får ingen som helst utdelning om värdet på företaget uppgår till 80 efter en period eftersom hela företagets värde då tillfaller den tidigare långgivaren. För att vara villig att låna ut kräver han således att erhålla 80 i händelse en högkonjunktur inträffar.³² Värdet av företaget fördelat på aktieägarna och de två långgivarna framgår av nedanstående tabell.

Konjunkturläge	Värdet av företaget (going concern + nytt projekt)	Gammal långgivare	Ny lån- givare	Eget kapital
Hög	$180 + 60 = 240$	80	80	80
Låg	$20 + 60 = 80$	80	0	0
Värde	160	80	40	40

Hela företagets värde tillfaller långgivarna om det sämre utfallet inträffar och om det bättre utfallet inträffar får aktieägarna 80 ($180 + 60 - 80 - 80$) under

³¹ Framställningen bygger på Berkovitch & Kim (1990).

³² Den förväntade återbetalningen uppgår därmed till lånets nominella belopp ($0,5 \times 0 + 0,5 \times 80 = 40$).

förutsättning att företaget investerat i projektet. Det egna kapitalet värderas därför till 40 om det nya projektet genomförs.

Värdet på aktien om projektet inte genomföres är 50 medan värdet på aktierna om det nya lönsamma projektet genomföres uppgår till 40. Projektet missgynnar således aktieägarna och de är därför inte intresserade av att genomföra det lönsamma projektet. Anledningen är att vinsten med att genomföra projektet tillfaller den tidigare låntagaren. 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 bättre förmånsrätt än det gamla får vi följande resultat:

Konjunk- turläge	Värdet av företaget (going concern + nytt projekt)	Gammal långivare	Ny lån- givare	Eget kapital
Hög	180 + 60 = 240	80	40	120
Låg	20 + 60 = 80	40	40	0
Värde	160	60	40	60

Notera att den gamla långivaren inte förlorar. Då det nya lånet ges förmånsrätt är det således lönsamt för aktieägarna att genomföra projektet. Slutsatsen är därför att förmånsrätt till nya lån kan vara en förutsättning för att finansiera lönsamma nysatsningar.

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 denna problematik antar vi att företaget har 100 i tillgångar och att detta värde är stabilt över tiden. Företaget har liksom tidigare 80 i utestående skulder. Aktiernas värde är 20 och lånet värderas till 80.

Även detta företag har tillgång till ett nytt projekt. Företaget kan investera i ett projekt som kräver en investering på 110 och ger ett kassaflöde på 160 eller 0 med samma sannolikhet. Vi noterar att detta projektet är betydligt mera riskfyllt än i exemplet ovan. Projektets förväntade kassaflöde uppgår till 80 medan investeringskostnaden är 110. Projektet har således ett negativt värde på 30 och borde därför inte genomföras av aktieägarna.

Värdet på företaget inklusive det nya projektet vid de olika konjunkturutfallen framgår av nedanstående tabell. Om en ny långivare får bättre förmånsrätt än den tidigare långivaren innebär detta att han erhåller 100 i hän-

delse av det blir en lågkonjunktur. För att det förväntade värdet av lånet skall uppgå till lånets nominella belopp kräver den nya långgivaren en utbetalning av 120 om en högkonjunktur inträffar. Vi ser att det ligger i aktieägarnas intresse att investera i det olönsamma projektet eftersom det egna kapitalet ökar från 20 till 30. Långgivare kommer att erbjuda finansiering till det nya projektet om lånet får förmånsrätt i förhållande till det tidigare lånet.

Konjunk- turläge	Värdet av före- taget (going concern + nytt projekt)	Gammal långgivare	Ny lån- givare	Eget kapital
Hög	$100+160 = 260$	80	120	60
Låg	$100 + 0 = 100$	0	100	0
Värde	180	40	110	30

Vi ser således att förmånsrätt för det nya lånet kan leda till att aktieägarna investerar i det nya samhällsekonomiskt icke lönsamma projektet. Det här exemplet är en illustration av överinvesteringsproblemet som vi redogjorde för under avsnitt 3.14. 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 långgivaren 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 långgivaren 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.

3.2 Konkurer och förmånsrätt

Vi fortsätter med att tillämpa teorin i specifika situationer i konkurs och i rekonstruktioner. I avsnitt 3.2.1 visar vi att 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. Det är en variant av överinvesteringsproblemet presenterat ovan. I avsnitt 3.2.2 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.

3.2.1 Förmånsrätten och fördröjda konkurser

Ovan beskrev vi överinvesteringsproblemet som den intressekonflikt som uppkommer då aktieägarna drar fördel av att företaget ändrar investeringsinriktning och väljer mer riskfyllda projekt. En jämförbar situation inträffar då aktieägarna i ett företag som inte är livsdugligt fortsätter med verksamheten. Fortsatt verksamhet innebär att volatiliteten i värdet på företaget, och därmed risken, är större än 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.³³ 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. Antag att sannolikheten för att tillgångarnas värde stiger till 120 är 50 % och sannolikheten att värdet sjunker till 60 är 50 %.³⁴ Lönsamheten hos projektet kan till exempel vara beroende av branschutvecklingen. Vi ser att företaget borde avvecklas eftersom det förväntade värdet på tillgångarna är högre om företaget skulle likvideras jämfört med om verksamheten skulle fortsätta: $100 > 120 * 0,5 + 60 * 0,5 (= 90)$.

På grund av begränsat personligt ansvar för aktieägarna har gäldenären incitament att fortsätta att driva verksamheten.³⁵ Även kreditgivaren som har givit kredit mot säkerhet har intresse av att företaget fortsätter eftersom skulderna är riskfria; säkerhetens värde överstiger krediten även då det "dåliga" utfallet inträffar. 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.

För att illustrera effekterna av en inskränkning i förmånsrätten för säkerheter antar vi att de två kreditgivarna istället har samma förmånsrätt. I detta fall saknar den kreditgivaren som tidigare gav kredit mot säkerhet incitament att fortsätta att finansiera företaget eftersom det högsta värdet på den

³³ Vi använder ett exempel som bygger på framställningen i Hudson, "The Case Against Secured Lending" (1995 s. 49).

³⁴ Vi antar riskneutralitet och att den riskfria räntan är 0.

³⁵ Aktieägarna får ingenting vid en direkt konkurs, medan det förväntade värdet på det egna kapitalet är $0,5*(120-110) = 5$ vid fortsatt verksamhet.

skuld som teoretiskt sett kan utlovas om verksamheten skulle fortsätta är $[0,5 * (120-50)] + [0,5 * 60 * 60/110] = 51,36$. Detta är mindre än vad som erhålls i en konkurs ($60/110 * 100 = 54,5$) och företaget kommer inte att få finansiering för att fortsätta med verksamheten.

En inskränkning i förmånsrätten för säkerheter påverkar även incitamentet att bevaka en gäldenär med hotande betalningssvårigheter. Kreditgivaren med säkerhet vet att han erhåller full utdelning oberoende av om företaget försätts i konkurs eller tillåts fortsätta sin verksamhet och saknar därför intresse att skaffa information och bilda sig en uppfattning om företaget bör avvecklas.

3.2.2 Förmånsrätten och försäljning av tillgångar i konkurs

Baird (1985 s. 137) noterar att intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan få konsekvenser för konkursrealisationen. Det finns även ett visst anekdotiskt belägg för att säkerhetsborgenärernas ställning kan inverka på realisationsresultatet.³⁶ 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), 8.000 i skulder till oprioriterade borgenärer och 5.000 i masskuldebrevslån, vilka vi antar är efterställda fordringar.

Om innehavarna av masskuldebrevslån skulle kontrollera konkursrealisationen har de incitament att använda tid och resurser för att försöka få ett pris för tillgångarna som ger dem själva en utdelning. Men ett sådant pris är ingen köpare beredd att betala, eftersom innehavarna av masskuldebrevslån endast får en utdelning då realisationsresultatet överstiger 15.200.

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

³⁶ 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).

förväntade utdelningen till borgenären med säkerhet om man skulle vänta på en ytterligare köpare är 6.873 mk.³⁷ Exemplet illustrerar således att borgenärer som har givit kredit mot säkerhet kan ha ett intresse att verka för en relativt snabb konkursrealisation.

En försämring av kreditsäkerheten ger incitament att använda mera tid och resurser för att söka efter en köpare med högre värdering av tillgångarna. Antag att borgenären ovan har företagshypotek som kreditsäkerhet och att lagen endast ger rätt till 60 % av tillgångarna i likhet med de finska övergångsreglerna. Ett pris på 7.000 kommer nu att ge en utdelning på 4.964.³⁸ Om man väntar på framtida bud blir den förväntade utdelningen 6.075 mk.³⁹

Konkursrealisationen sköts av förvaltaren, men resonemanget har relevans om borgenärerna har ett inflytande över konkursrealisationen. Borgenärerna kan styra konkursrealisationen på borgenärssammanträden. Därtill kan borgenärernas indirekta inflytande vara omfattande. Konkursförvaltaren utses av domstolen på förslag av borgenärerna (KS §§ 51-52). Förvaltaren kan försämra sina möjligheter att få framtida uppdrag ifall han inte agerar i borgenärernas intresse. Framförallt kan det ligga i förvaltarens intresse att agera i bankers och andra institutionella långivares intresse eftersom en viss banker oftare förekommer som fordringsägare i konkurser än en viss leverantörer.

³⁷ Den förväntade utdelningen åt säkerhetsborgenären är $1/11 * 5000 + 1/11 * 6000 + 1/11 * 7000 + 8/11 * 7200 = 6.873$ ifall man inväntar ett ytterligare bud.

³⁸ Vid ett realisationsresultat på 7.000 blir utdelningen 4.200 (60 % av 7.000) på företagsinteckningen och $2800 / (8000 + 3000) * 3000 = 764$ som oprioriterad borgenär, d.v.s. sammanlagt 4.964. Se avsnitt 2.1.4 för principerna för att beräkna utdelningen åt företagsinteckningsfordringar.

³⁹ Vi antog att sannolikheten är samma för vart och ett av utfallen 5.000 till 15.000. Eftersom utfallens antal är 11, blir sannolikheten för vart och ett av utfallen 9,09 %. Ifrågavarande sannolikhet har multiplicerats med utdelningen åt fordringarna med företagsinteckning som säkerhet. Till exempel, ifall konkursrealisationen ger 5.000, blir den förväntade utdelningen på basis av företagsinteckningen 60 % av 5.000 = 3.000 och utdelningen som borgenär utan förmånsrätt $2.000 / (8.000 + 4.200) * 4.200 = 689$, dvs. inalles 3.689 (totala skulden var 7.200 och 3.000 erhöles via företagsinteckningen, vilket innebär att 4.200 betraktades som en fordan utan förmånsrätt. Den förväntade utdelningen beräknas som utdelningen vid vart och ett av de möjliga realisationsresultaten multiplicerat med sannolikheten för utfallet, dvs. $0,0909 * (3.689 + 4.354 + 4.964 + 5.538 + 6.061 + 6.522 + 6.907 + 7.200 + 7.200 + 7.200 + 7.200) = 6.075$.

3.3 Förmånsrätten och rekonstruktioner

Vi övergår nu till ett antal frågor om hur förmånsrättsordningen påverkar rekonstruktionsmöjligheterna. Avsnitt 3.3.1 ger en introduktion till den rättsekonomiska litteraturen som behandlar frågor om den relativa effektiviteten hos rekonstruktionsförfarande inom konkurs samt utom konkurs. Vi refererar till ett antal studier som behandlar effektivitetsaspekter av respektive lösning på företags finansiella problem. I avsnittet konstaterar vi att en rekonstruktion ofta ger mer till borgenärerna än en rekonstruktion inom ramen för konkurs. Konsekvensen för förmånsrätten är att det inte finns någon anledning att ha ett regelsystem som gynnar rekonstruktioner inom konkurs på bekostnad av rekonstruktioner utom konkurs.

Avsnitt 3.3.2 analyserar frågor relaterade till intressekonflikter mellan borgenärer och utfallet av rekonstruktionsförhandlingar. Vi visar att olikheter mellan olika borgenärskategorier kan skapa intressekonflikter. I avsnittet argumenterar vi att 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. Problemet minskar om säkerheternas värde i större utsträckning understiger skulderna, eftersom säkerhetsborgenärerna då belastas med en större del av värdeförlusterna om ett livsdugligt företag, dvs. ett företag som skulle ge borgenärerna som ett kollektiv mera, försätts i konkurs.

3.3.1 Behövs rekonstruktioner utom konkurs? - en resumé av studier på området⁴⁰

Internationellt sett har strävandena under de två senaste decennierna varit att vid sidan av den traditionella konkurslagstiftningen utveckla lagstiftning som avvärjer konkurser och främjar rekonstruktioner av företag som råkat i ekonomiska svårigheter. Under de två senaste decennierna har förutom Sverige, bland annat USA, Frankrike, Storbritannien, Kanada, Finland och Tyskland förändrat sin lagstiftning för att förbättra rekonstruktionsmöjligheterna.

Samtidigt har man kritiserat rekonstruktioner. Baird (1986), Jackson (1986), Bradley & Rosenzweig (1992), med flera, har påpekat att rekonstruktioner inom konkurs, dvs. att ett företag säljs som en helhet till en part

⁴⁰ Se Jackson (1986 kap. 9), Sundgren (1995) samt Eisenberg (1995) för en utförligare litteraturgenomgång. Bhandari & Weiss (1996) innehåller flera av de viktiga bidragen på området.

som fortsätter med verksamheten inom ramen för konkurs, utgör ett alternativ. Det är ett faktum som konstaterats även i den svenska litteraturen.⁴¹

Ett ofta framfört argument för en rekonstruktionslag är att man vill undvika onödiga konkurser som leder till avveckling av företag.⁴² Men livsdugliga företag bereds möjlighet att fortsätta även då de rekonstrueras inom konkurs, dvs. säljs som en helhet till en part som fortsätter med verksamheten inom ramen för ett konkursförfarande. Baird (1986) med flera argumenterar att om företagets tillgångar faktiskt är värda mera om de hålls samman än säljs var för sig, kommer budgivare som ämnar fortsätta med verksamheten att betala mera för företaget. Om det finns många budgivare kommer priset för tillgångarna även att pressas upp till en nivå som maximerar utdelningen till borgenärerna.

Kan man lita på marknaden? Såväl teoretiska som empiriska resultat pekar på behovet av en viss skepticism. Schleifer & Vishny's (1992) teoretiska modell visar till exempel att för låga realisationspriser är ett problem speciellt då en bransch eller hela ekonomin befinner sig i finansiellt trångmål.

Det finns även ett fåtal empiriska undersökningar på området som alla pekar på att borgenärerna får en bättre utdelning i en rekonstruktion utom konkurs även om det är svårt att dra definitiva slutsatser, eftersom jämförelsen i viss mån är problematisk: en faktisk utdelning i konkurs bör jämföras med värdet på en förväntad utdelning i en rekonstruktion utom konkurs. Betalningarna till borgenärerna i en rekonstruktion erläggs i framtiden av företag vars framtida utveckling är osäker. Utdelningen är således osäker och riskfylld. Olika angreppssätt har använts för ta risken i beaktande vid jämförelser av utdelningen.

Eisenberg & Tagashira (1994) undersökte ett material bestående av 352 små och medelstora japanska företag. Risken beaktades såtillvida att man undersökte hur stor del av rekonstruktionerna som borde lyckas för att borgenärerna i medeltal skall få en bättre utdelning i en rekonstruktion än i konkurs. Resultat presenterades för olika antaganden om utdelningen i en framtida konkurs i jämförelse med att företaget skulle försättas direkt i konkurs. Då man antog att de oprioriterade borgenärerna skulle erhålla hälften så mycket i en framtida konkurs⁴³ (men naturligtvis mer om rekonstruktionen lyckas), fann man att den kritiska andelen rekonstruktioner som bör lyckas var 25 %.⁴⁴ I praktiken betalade gäldenären borgenärerna i enlighet

⁴¹ Till exempel i slutbetänkandet av insolvensutredningen (SOU 1992:113).

⁴² Se till exempel regeringens proposition till riksdagen med förslag till lagstiftning om sanering av företag 1992rd – RP182 s. 1.

⁴³ Utdelningen i konkurs baserade sig på rekonstruktörens uppskattningar.

⁴⁴ Studien innehåller inte uppgifter avseende om den estimerade konkursrealisationen är vad man hade förväntat i försäljningspris ifall företaget hade rekonstru-

med villkoren i planen i cirka 34 % av fallen, vilket pekar på att borgenärerna i medeltal får en bättre utdelning i en rekonstruktion än i konkurs.⁴⁵ Eisenberg (1995 s. 106) beräknade att nettovinsten i medeltal var cirka 13 % för de oprioriterade borgenärerna.

Tabell 3. 1 Utdelningen till borgenärerna i rekonstruktioner utom konkurs och inom konkurs

	Medelvärde	Medianvärde	Antal observationer
Rekonstruktioner			
Värdet på betalningarna i relation till skulderna ^a	42,8 %	39,4 %	63
Uppskattad utdelning i konkurs i relation till tillgångarna ^b	27,8 %	22,3 %	63
Konkurser			
Utdelningen åt borgenärerna sammanlagt i relation till skulderna (företagen sålda som en verksam enhet)	32,1 %	30,9 %	22
Utdelningen åt borgenärerna sammanlagt i relation till skulderna (företagen avvecklades)	34,6 %	33,0 %	61

a Värdet på utdelningen i en rekonstruktion beräknades så att utdelningen åt borgenärer utan förmånsrätt diskonterades med 21 % ränta och utdelningen åt säkerhetshavarna diskonterades med 8 % ifall den utlovade räntan enligt rekonstruktionsplanen var lägre än 8 %. Ifall den utlovade räntan var högre än 8 % upptogs lånet till nominellt belopp.

b Utdelningen i konkurs baserar sig på utredarens uppskattningar.

c Utdelningen baserar sig på den faktiska utdelningen i konkurser före nu gällande rekonstruktionslag trädde i kraft.

Källa: Sundgren S. (1997): Does a Reorganization Law Improve the Efficiency of the Insolvency Law: The Finnish Experience

Sundgren (1997) rapporterar liknande resultat för finska rekonstruktioner. En jämförelse av nuvärdet av betalningarna till de oprioriterade borgenärer-

erats inom ramen för konkursen, eller om man utgått ifrån beräknade realisationsvärden i samband med en avveckling av företaget.

⁴⁵ De betalningar som skulle erläggas till borgenärerna enligt rekonstruktionsplanen diskonterades med 7 % ränta.

na med den av utredaren (rekonstruktören) estimerade utdelningen i konkurs visar ett överskott på 12,7 %. Nuvärdet beräknades så att utlovade betalningar diskonterades med 21 % ränta⁴⁶, därtill antogs att de oprioriterade borgenärerna inte skulle få någon utdelning överhuvudtaget om företaget försattes i konkurs efter ett misslyckat rekonstruktionsförsök. Det är ett konservativt antagande. Diskonteringen tar dels i beaktande pengarnas tidsvärde, och korrigerar dels för att risken för att ett företag inte skall förmå betala i enlighet med villkoren i rekonstruktionsplanen är hög.

Utredarens estimat av utdelningen i konkurs kan potentiellt vara underskattad. Vi jämför därför även i tabell 3.2 värdet på utdelningen i en rekonstruktion med den faktiska utdelningen till borgenärerna i konkurs. Eftersom en rekonstruktion närmast är jämförbar med att ett företag säljs åt en part som fortsätter med verksamheten efter konkursen, avgränsades urvalet till sådana fall. Tabell 3.1 visar att skillnaden mellan värdet på betalningarna i en rekonstruktion och utdelningen i konkurs i fall då företaget sålts som en helhet till en part som fortsatt med verksamheten är 10,7 % (42,8 % minskat med 32,1 %). Skillnaden i medelvärde är statistiskt signifikant på 5 % nivå. I undersökningen visas därtill att skillnaden i utdelning inte är beroende av skillnader i företagsstorlek eller av skillnader i relationen mellan tillgångarna och skulderna före företaget försattes i konkurs eller rekonstruerades.

En sista studie som bör nämnas i detta sammanhang är Fisher & Martel (1994), som undersökte ett urval bestående av 338 kanadensiska rekonstruktioner. Enligt deras studie var utdelningen i en rekonstruktion i medeltal 43,6 % medan den beräknade utdelningen i konkurs i medeltal var 28,7 %.

Genomgång av litteraturen visar att en rekonstruktion ofta är att föredra framför konkurs. Förmånsrättslagstiftning och annan lagstiftningen bör sålunda inte uppställa onödiga hinder för rekonstruktioner.

3.3.2 Förmånsrätten och intressekonflikter mellan olika borgenärskategorier

I den finska propositionen till riksdagen med förslag till lagstiftning om revidering av förmånsrättssystemet argumenteras att de borgenärer som har förmånsrätt, och därmed en starkare ställning än andra vid konkurs, är mindre benägna att gå med på frivilliga eftergifter för att undvika konkurs

⁴⁶ Räntan på 21 % är framräknad utgående från att 10,8 % av alla företag som fått en rekonstruktionsplan fastställd varje år försätts i konkurs (baserat på erfarenheten under i medeltal ca. 1,5 år för företagen i urvalet) och att borgenärerna antas få 8 % i avkastning på en riskfri placering.

vilket i sin tur försvårar rekonstruktionsmöjligheterna.⁴⁷ Argumentationen finner stöd i den rättsekonomiska litteraturen, som visar att intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan påverka rekonstruktionsmöjligheterna.

Följande exempel visar att de intressen en kreditgivare med säkerhet har, inte alltid överensstämmer med de övriga borgenärernas intressen. Antag en situation då ett företag 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 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 $[70+130]/2 = 100$. Realisationsresultatet i konkurs antas vara 90.

Företaget har skulder till två borgenärer: 95 i skulder till en bank och 100 i skulder till leverantörer. Bankens lån har förfallit till betalning och man överväger att förnya lånet (och erhålla 5 i ränta). Banken har ett företagshypotek som ger rätt till hela utdelningen i konkurs, ett antagande vi justerar nedan. Notera att leverantörerna har inga incitament att försätta företaget i konkurs eftersom deras utdelning skulle bli noll.

Gäldenären och borgenärskollektivet i sin helhet har ett intresse att rekonstruera – sammanlagt förstörs värden om 10 i konkurs. Banken är dock restriktiv eftersom dess utdelning i konkurs (90) är högre än den förväntade utdelningen man erhåller vid en förnyelse av lånet: om det ”dåliga” utfallet inträffar får banken hela värdet på företaget efter en period (70) medan man erhåller det nominella värdet på lånet samt ränta (inalles 100) om det ”goda” utfallet 130 inträffar. Den förväntade utdelningen blir således $0,5 * 70 + 0,5 * 100 = 85$. Ett exempel med flera perioder, riskaverta agenter och positiva riskfria räntor blir mera komplicerat, men slutsatserna skulle bli de samma: intressekonflikter mellan olika borgenärer med olika förmånsrätt kan påverka rekonstruktionsmöjligheterna.

Observera att bankens intresse att försätta företaget i konkurs är störst då skulderna ligger nära säkerheternas värde. Om bankens fordran utgör en lägre andel av realisationsresultatet i konkurs (i exemplet under 85) ligger det i bankens intresse att förnya lånet enligt villkoren ovan. Antag till exempel att det förväntade realisationsresultatet i konkurs är 80. Då kan banken förvänta 5 mer i utdelning vid en rekonstruktion utom konkurs ($70 * 0,5 + 100 * 0,5 - 80 = 5$). Banken har även ett större intresse av att rekonstruera då bankens fordran är liten i förhållande till det sämsta utfallet av verksamheten om den drivs vidare. Om bankens skulder är 70 eller lägre i exemplet är utdelningen tryggad även om det sämsta utfallet av fortsatt drift inträffar. Här är bankens säkerhet så betryggande att man tål vissa värdeminskningar

⁴⁷ Se regeringens proposition 1992rd – rp 181 s. 17.

hos säkerheterna. Banken är också mindre restriktiv då osäkerheten i företagets framtida värde är lägre. Antag t.ex. att de potentiella utfallen vid fortsatt drift uppgår till 95 respektive 105 i exemplet ovan. Då skulle banken erhålla full utdelning även vid det "dåliga" utfallet, och har således inget intresse av att försätta företaget i konkurs. Omvänt gäller förstås att banken intar en njuiggare attityd till rekonstruktion då osäkerheten i företagets framtidsutsikter är större.

Hur kan bankens preferenser påverkas så att en rekonstruktion som antas gagna borgenärskollektivet som en helhet blir möjlig? Villkoren för rekonstruktionen kan i vissa fall utformas på ett sätt som löser intressekonflikterna. Förhandlingar mellan borgenärerna och gäldenären kan leda till att ett optimalt resultat uppnås, och att den värdeförlust som undgås genom att företaget rekonstrueras istället för att det försätts i konkurs delas mellan parterna. Förhandlingarna kan dock störas av att borgenärer har olika förmånsrätt. Vi illustrerar med ett par exempel.

Ett alternativ är att banken begär en ränta hög nog för att likställa den förväntade utdelningen i rekonstruktion med utdelningen i konkurs. I exemplet implicerar det en ränta på 20 vilket dock är orealistiskt⁴⁸.

Ett annat alternativ är att banken erhåller eget kapital i utbyte mot en del av sina skulder. Antag att leverantörerna accepterar ett ackord på 95 % vilket leder till att de får en fordran med en förväntad utdelning på 2,5, vilket i och för sig är lågt, men bättre än i konkurs. Antag därtill att ackordet med banken innebär att 5 av skulderna konverteras till eget kapital via en riktad emission som ger banken två tredjedelar av aktiekapitalet. Av lånet är således 90 kvar, dessutom erhåller man 5 i ränta enligt tidigare. Värdet på lånet inklusive räntan är 82,5 (beräknat som $0,5 \cdot 70 + 0,5 \cdot 95$). Värdet på aktierna är 0 om det "dåliga" utfallet skulle inträffa och $[130 - 95 - 5] = 30$ om det "goda" utfallet inträffar. Det förväntade värdet är således $0,5 \cdot 0 + 0,5 \cdot 30 = 15$, vilket innebär att värdet på bankens innehav är 10. Sålunda överstiger summan av bankens fordringar och egna kapital, inalles 92,5, den förväntade utdelningen i konkurs om 90. Banken har ett intresse för att rekonstruera företaget. Men en potentiell nackdel med att konvertera skulder till eget kapital, speciellt i små företag som ägs och drivs av samma person, är att förändring av företagets kapitalstruktur kan inverka på ägarnas intresse för att driva företaget effektivt (jämför Rajan 1992). Företagsledarens och den tidigare huvudägarens insats ifråga om såväl arbetstid som kvalitet på arbetet kan påverkas om banken äger delar av företaget och därmed erhåller merparten av vinsterna.

⁴⁸ Den förväntade utdelningen bör vara 90. Den ränta X som leder till att minst samma utdelning som i konkurs garanteras beräknas som $0,5 \cdot 70 + 0,5 \cdot [90 + X] = 90$, där $X = 20$.

Bankens intresse för att rekonstruera kan potentiellt ökas genom en försvagning av företagshypotekets ställning. Företagshypotekets ställning kan i princip försvagas antingen genom att ge andra skulder förmånsrätt framför företagshypoteket, eller genom en s.k. partiell prioritetsregel. Litteraturen identifierar åtminstone två sätt på vilka säkerhetsborgenärer kan få rätt till en kvotdel av den intecknade egendomen. Bebchuk & Fried (1996) behandlar den så kallade "fixed fraction priority rule", vilken innebär att en viss del av en säkerhetsskuld alltid skall betraktas som en oprioriterad fordran. Det andra metoden som har tillämpats av den finska lagstiftaren innebär att säkerhetsborgenären får rätt till en kvotdel av konkursboets egendom. Om denna del inte räcker för att förnöja borgenären betraktas den överstigande delen som en oprioriterad fordran. Effekten av de två reglerna är i princip densamma eftersom förmånsrätten för krediter mot säkerhet försämras i båda fallen.

Vi använder den finska kvotregeln för att illustrera hur en partiell prioritetsregel löser problemet i exemplet ovan. Nu gällande finska regler ger rätt till 50 % av egendomen i konkurs. I exemplet skulle banken erhålla $50\% * 90 = 45$ på basen av sitt företagshypotek och 15 som borgenär utan förmånsrätt,⁴⁹ det vill säga sammanlagt 60. I detta fall är det ett bättre alternativ för banken att förnya lånet och acceptera en rekonstruktion än att försätta företaget i konkurs. Värdet på bankens fordran enligt de ursprungliga antagandena i exemplet är 85 (beräknat som $0,5*70 + 0,5*100$). I exemplet tillåts således det livskraftiga företaget fortsätta om en partiell prioritetsregel skulle vara i kraft. Men observera att utfallet i enskilda fall beror på de antagna parametrarna. Om framtidsutsikterna för företaget är mycket volatila, kan konkurs föredras även om en rekonstruktion utom konkurs totalt sett skulle ge mera till borgenärerna. En partiell prioritetsre-

⁴⁹ Av bankens skuld kvarstår 50 efter att utdelning på basen av företagshypoteket erhållits. Eftersom leverantörernas skuld var 100, blir de totala skulderna utan förmånsrätt 150. Bankens andel av 45 som fördelas bland borgenärerna utan förmånsrätt är $50/(50+100)*45=15$.

gel är dock alltid minst lika effektiv som en regel som ger full förmånsrätt åt företagshypoteket i detta avseende.⁵⁰

⁵⁰ I följande exempel visar vi att banken har incitament att försätta företaget i konkurs såväl med en regel som ger företagshypoteksfordran rätt till hela utdelningen i konkurs som med en partiell prioritetsregel, speciellt då framtiden är ytterst osäker: antag att fortsatt verksamhet antingen leder till att vinsten blir 200 eller 0 med samma sannolikhet. Banken har skulder om 95 (+ ränta 5) enligt ovan och leverantören har skulder på 100. Realisationen i en potentiell konkurs är 90 som ovan. Antag först att en regel som ger banken rätt till hela konkursrealisationen är i kraft. Konkurs ger 90, medan ett förnyat lån ger 100 ifall det "goda" utfallet inträffar och 0 i övrigt. Värdet på lånet blir $0,5 * 0 + 0,5 * 100 = 50$, vilket är mindre än utdelningen i konkurs. Antag istället att en partiell prioritetsregel är i kraft. Banken jämför nu utdelningen i konkurs om 60 med värdet på ett förnyat lån, vilket är 50 enligt ovan. Vi ser att banken, oberoende av förmånsrättsregeln, inte förnyar lånet och att företaget försätts i konkurs.

4 Förmånsrätten och priset på kredit: Empiri⁵¹

Detta kapitel utvecklar och tillämpar en modell för att kvantifiera effekterna av olika förändringar i förmånsrättsordningen. I avsnitt 3.1.1 presenterade vi en enkel modell som illustrerar sambandet mellan riskpremier och kreditrisker. Trots sin enkelhet fångar den modellen upp två centrala räntebestämningfaktorer; sannolikheten att låntagaren inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser, p , och kreditsäkerheten, γ . Den modellen har dock inte tillräcklig struktur för att studera hur räntebestämningen påverkas av olika förmånsrättsordningar. Ett annat problem med den enkla modellen är att ingen hänsyn tas till när konkurs kan förväntas inträffa - konkurssannolikheten sammanfattas i ett enda p . En konkurs om tio år är ju betydligt mindre kostsam (i nuvärdestermer) än en konkurs i morgon. Dessutom är det svårt att finna rimliga värden för konkurssannolikheter och kreditsäkerheter g .

I avsnitt 4.1 utvecklas därför en mer sofistikerad modell för att kvantifiera effekter av en förändring av förmånsrättsordningen. Avsnitt 4.2 redogör för utgångspunkterna för de numeriska beräkningarna och avsnitt 4.3 rapporterar beräkningsresultaten.

4.1 Modellbeskrivning

På senare tid har en omfattande och delvis mycket sofistikerad ekonomisk litteratur vuxit fram som behandlar värdering av företagets skulder och det egna kapitalet. En utgångspunkt för analysen av finansiella instrument är att dessa i de flesta avseenden kan likställas med finansiella optioner. Modeller baserade på detta synsätt har främst utvecklats inom teorin för *subordinated claims* inom finansiell ekonomi och har tillämpats med stor framgång inom försäkringsområdet, vid prissättning av optioner och vid beräkning av värdet på olika säkerheter på optionsmarknaden.

⁵¹ Joel Reneby har medverkat i denna del av projektet och varit oss mycket behjälplig med såväl modellformuleringar som programmering. Modellbeskrivningen i texten utgår från Ericsson och Reneby (1997)

Det existerar ett antal olika sätt att konstruera en optionsmodell för att värdera aktier och skulder. Olikheterna består främst i hur detaljerat man modellerar kapitalstrukturen i företaget. Här gäller att detaljgraden ökar komplexiteten hos modellen. Gemensamt för de flesta är att de som grundläggande osäkerhetsfaktor använder värdet på företagens tillgångar betecknat v . Värdet på aktier och lån med olika förmånsrätt blir därefter en funktion av värdet på v . Ökar värdet på företagens tillgångar i framtiden kommer företaget att kunna återbetala sina skulder. Om däremot v faller under en viss nivå riskerar företaget att hamna på obestånd.

Det går sedan att explicit härleda en formel för vad aktierna är värda vid ett visst tillgångsvärde vid en viss tidpunkt. Likaså finns det en formel för skuldsidan (lånen). Formlerna utformas med hänsyn till lånens löptid, förmånsrätt, räntebetalningar, vad som driver konkurs osv. I nästa stycke kommer vi att allmänt presentera hur man kan använda optionsteori för att värdera aktier och lån. Avsnittet därefter kommer att behandla den modell vi kommer att använda samt de antaganden som krävs.

4.1.1 Värdering av lån som säljoptioner

För att illustrera principerna bakom denna ansats antar vi inledningsvis att företaget endast finansieras med aktier och nollkupongobligationer samt att konkurs inte kan inträffa före lånens förfallodag. Företaget kontrolleras av aktieägarna, men även kreditgivarna har en del i värdet (de kräver att få tillbaka vad de lånar ut). Företagens värde är alltså uppdelat på aktieägare och kreditgivare och detta skriver vi formellt som $v = A + S$ där A betecknar sammanlagda marknadsvärdet på utestående aktier och S är marknadsvärdet på lånen.

Om värdet på företaget vid lånets förfall är tillräckligt för att betala av de nominella lånen N (dvs $v_{\text{Förfall}} \geq N$) sker full återbetalning. Om å andra sidan $v_{\text{Förfall}} < N$ så går företaget i konkurs och långivarna tar över företaget. Utbetalningen till långivarna U blir således

$$U = \begin{cases} N & \text{om } v_{\text{Förfall}} \geq N \\ v_{\text{Förfall}} & \text{om } v_{\text{Förfall}} < N \end{cases}$$

Den som är bekant med optionsteori inser därmed att ett riskfyllt lån kan ses som ett riskfritt lån med nominellt belopp N minus en europeisk säljoption med lösenpris N på företagens värde. Det ligger sedan nära till hands att tillgripa Black-Scholes välkända värderingsformel för att hitta rätt värde på optionen. För att göra detta krävs ett antal teoretiska antaganden vilka vi kommer att ange nedan.

För att den renodlade Black-Scholes modellen skall vara användbar krävs att man bortser ifrån betalningsströmmar till lånen i bolagets kapitalstruktur före förfall samt att man antar att insolvens endast kan inträffa vid denna tidpunkt. Detta kan te sig restriktivt varför vi nedan föreslår en modell som kan hantera både kupongbetalningar, intermediär konkurs och konkurskostnader.

4.1.2 Beskrivning av modellen

Den modell som används är relativt enkel. Ett antagande är att företagets kapitalstruktur är konstant över tiden i den meningen att räntebetalningarna förblir desamma. Värdet på lånen bestäms endast av dess kupong samt utbetalningar vid en eventuell konkurs.

Modelltekniskt "likvideras" företaget vid en konkurs. Det krävs ingen formell likvidation utan vad som krävs är att man får fram ett entydigt värde på företagets tillgångar vilket kan distribueras till fordringsägarna. Således kan man tänka sig en situation där företaget omorganiseras och långivarna får nya skuldebrev (vilka då motsvarar utbetalningen vid en formell likvidation) eller en situation där företagets tillgångar säljs som en enhet, för vidare drift, och inkomsterna från försäljningen distribueras.

När det inte längre lönar sig för aktieägarna att finansiera kupongbetalningarna till lånen lämnar de in en konkursansökan. Med andra ord inträder konkurs då värdet på aktierna är noll. Det visar sig dessutom att aktierna alltid blir värdelösa vid ett och samma värde på företagets tillgångar. Vi betecknar hädanefter detta tillgångsvärde med L . Konkurs inträffar således då värdet på företagets tillgångar sjunkit till $v = L$, dvs då $A = 0$. Då utverkas också konkurskostnaden K .

Värdet av ett riskfyllt lån bestäms på följande sätt. Först beräknas, med hjälp av förmånsrättsordningen hos företagets skulder och eventuella konkurskostnader, hur mycket som betalas ut till ett lån i vid konkurs, U_i . U_i definieras på följande sätt:

$$U_i = \begin{cases} 0 & \text{då } L - N_{HF} - K \geq 0 \\ \text{Max} \left[(L - N_{HF}) \frac{N_i}{N_{SF}}, 0 \right] & \text{då } L - N_{HF} - K < 0 \end{cases}$$

där N_{HF} och N_{SF} betecknar nominellt belopp för högre förmånsklass än lånet N_i respektive nominellt belopp för samma förmånsklass som lån N_i .

Följande antaganden måste göras i Black-Scholes-analysen:

- investerare kan låna och låna ut till riskfria räntan, vilken är konstant över tiden (Det räcker dock att några stora investerare har möjlighet till detta)
- investerare kan kontinuerligt handla i samtliga tillgångar
- inga skatter
- värdet på företaget följer en geometrisk Brownsk rörelse, dvs $dv = \mu v dt + \sigma v dW$.

Matematiskt beskrivs variabeln v som en lognormal process. Utvecklingen för v över tiden består av två komponenter: en förväntad avkastning och en stokastisk term med varians σ^2 (se vidare nedan under övriga antaganden). Skrivsättet dv betecknar förändringen i variabeln v . Förändringen består dels av en säker komponent, μv och dels en stokastisk term, $\sigma v dW$. Den säkra komponenten uttrycker att den förväntade (procentuella) avkastningen över det korta tidsintervallet dt är μ . Den stokastiska termen tolkas på följande sätt: σ är (den procentuella) standardavvikelsen och dW är förändringen i slumpvariabeln W över dt . Eftersom dW har väntevärde noll blir den förväntade förändringen i v under intervallet dt just μv .

4.1.3 Formler

Värdet på företagets totala skuldstock är

$$S = (1 - Q) \frac{C}{r} + Q(L - K)$$

där

$$Q = \left(\frac{L}{v} \right)^{\frac{2r}{\sigma^2}}$$

är lika med

$$\int_0^{\infty} f_{\text{konkurs}}(t) e^{-\rho t} dt$$

som motsvarar den "diskonteringsviktade" sannolikheten för konkurs någon gång. ρ är diskonteringsfaktorn för risken i fråga. (Den kommer inte att behövas explicit i beräkningen.) $f_{\text{konkurs}}(t)$ är sannolikheten att gå i konkurs vid tidpunkten t . Vidare är C/r värdet på ett riskfritt lån och $L-K$ vär-

det av lånet i konkurs - som ju alltid sker vid L . Man kan tolka Q som värdet i dag av en krona som utbetalas i det fall konkurs inträffar. Med samma argument kan $1-Q$ tolkas som värdet av en krona givet att konkurs inte inträffar. Således kan uttrycket ses som summan av C/r kronor betingade på att konkurs inte inträffar och $L - K$ kronor betingade av konkurs.

Värdet på ett enskilt lån ges av

$$S_i = (1 - Q) \frac{C_i}{r} + QU_i$$

där U_i utbetalningen i konkurs till lånet är definierad enligt ovan.

Konkursbarriären bestäms av

$$L = \frac{C}{r + 0,5s^2}$$

C , den totala kupongströmmen, är lika med summan av de enskilda kupongbetalningarna. Denna sätts så att värdet på konkursbarriären uppgår till skuldernas nominella belopp.⁵²

4.1.4 Några centrala modellbyggstenar

Modellen använder den nominella kapitalstrukturen i företaget. Med det menas i föreliggande fall en specifikation av skuldsidan på företagets balansräkning: ett visst antal kronor i företagshypotekslån, ett visst antal kronor i skatteskulder, ett visst antal kronor i oprioriterade skulder och så vidare. Konkret antas den nominella skuldsidan se ut på följande sätt:

Balansräkningens skuldsida

Lån med fastighetsinteckning

Lån med sakpant

3 månaders hyra

Företagshypotek

Skatteskulder

Löner

Oprioriterade fordringar

⁵² För en formell genomgång av härledningen, se Leland (1994) "Risky Debt, Bond Covenants and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance* 49. En alternativ barriärnivå är att sätta denna med utgångspunkt från kravet att aktiernas värde skall vara noll i konkurs och skall då tolkas som den nivå på företagets värde vid vilken det inte längre lönar sig för aktieägarna att finansiera betalningar till långivarna.

Här har vi skrivit in lånen i fallande förmånsordning enligt gällande lagstiftning. (Notera att det är underförstått att då pant eller inteckning inte räcker till för att tillgodose respektive långgivares krav blir den resterande fordran oprioriterad.)

Vid en konkurs uppträder nya "fordringsägare". Först uppkommer ofta kostnader i form av driftstörningar till följd av konkursen; till exempel kan det hända att många slutar boka resor hos en resebyrå på obestånd. Därtill kan tillgångar potentiellt säljas under deras gängse värde om det finns få köpare och marknaderna är illikvida. Innan några egentliga fordringsägare kan få betalt skall sedan de jurister och revisorer vilka handhar konkursen få sin del. Dessa kostnader brukar gemensamt buntas ihop under benämningen "konkurskostnader". Vidare finns viss förmånsrätt för revisorer vilka utfört arbeten för företaget strax *före* konkursen (till exempel upprättat kontrollbalansräkning). Då inkomsterna från likvideringen av företaget skall distribueras till fordringsägarna sker det alltså i följande prioritetsordning:

Utbetalning i konkurs till fordringsägare

Konkurskostnader

Lån med fastighetsinteckning - del täckt av inteckningen

Lån med sakpant - del täckt av panten

3 månaders hyra

Företagshypotek

Revisorer

Skatteskulder

Löner

Oprioriterade skulder (inklusive den del av lån med fastighetsinteckning och sakpant vilken inte täcks av inteckningen respektive panten).

4.2 Utgångspunkter för numeriska beräkningar

Hittills har vi diskuterat hur det ser ut idag. Modellen låter oss sedan enkelt studera resultatet av en förändring i förmånsrätten. Beräkningarna kommer att utföras för tre olika möjliga förändringar. Den första kallar vi *Avskaffad statlig förmånsrätt* och innebär att all förmånsrätt avskaffas förutom för panträtt, inteckningsrätt och företagshypotek (de stora poster vilka förlorar förmånsrätten är skatte- och lönefordringar). Den andra kallar vi "*Den finländska reformen*" och innebär att all förmånsrätt avskaffas förutom för panträtt, inteckningsrätt och *halva* företagshypoteket. Den tredje och sista kallar vi "*Avskaffat företagshypotek*" och innebär att all förmånsrätt avskaffas förutom för pant- och inteckningsrätt.

4.2.1 Scenarier för svenska företag

4.2.1.1 Basscenario

En rad faktorer kommer att påverka hur stor inverkan en given förändring av förmånsrätten får på ett visst företag. Dessa faktorer är bland annat risk, konkurskostnader och utseendet på företagets skuldsida. Till exempel kommer lån till mycket solida företag (företag med låg *finansiell risk*) inte att påverkas nämnvärt, eftersom risken för konkurs ändå är försvinnande liten. Lån till företag med hög finansiell risk kommer däremot vara känsligare för en förändring i förmånsrätten. Vi kvantifierar den finansiella risken med skuldsättningsgraden. En annan viktig faktor är den *affärsmässiga risken*. Den kvantifierar vi med volatiliteten hos värdet på företagets tillgångar - företag med volatila tillgångar, som till exempel läkemedelsföretag, har högre affärsmässig risk än företag med stabila tillgångar, som till exempel skogsföretag. Ett företags *totala risk* bestäms av en sammanvägning av den finansiella och den affärsmässiga risken. Vi kvantifierar den med volatiliteten på företagets aktier⁵³.

Konkurskostnaden är naturligtvis också viktig eftersom den bestämmer hur mycket som finns kvar att dela ut efter en eventuell konkurs. Hur stor andel de olika lånen utgör av skuldsidan påverkar också - i ett företag med små skatte- och löneskulder påverkas till exempel inte de redan oprioriterade fordringarna (t.ex. leverantörsskulder) av att skatter och löner också blir oprioriterade. Naturligtvis är det även av avgörande betydelse hur stor andel av lånestocken som är säkrad genom olika former av creditsäkerheter.

För att undersöka hur en förmånsrättsförändring slår kommer vi att konstruera ett antal scenarion där faktorerna ovan varieras. Dessa beskrivs nedan. Först behöver vi dock ett basscenario att utgå ifrån. Detta beskriver vi nedan.

Basscenario (A)

Vi behöver en, i någon mening, typisk svensk balansräkning för att utföra analysen. Det är balansräkningen i nominella termer vi är ute efter - den används av optionsvärderingsmodellen för att prissätta de olika lånen.

⁵³ Det exakta sambandet mellan den finansiella risken, den affärsmässiga risken och den totala risken bestäms entydigt av optionsprissättningsmodellen.

Vi valde att använda den genomsnittliga balansräkningen för företag i konkurs⁵⁴ (data är inhämtade från ”An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy” av Per Strömberg och Karin Thorburn). Denna ser ut på följande sätt⁵⁵:

Balansräkningens skuldsida	(tusen kronor)
Lån med fastighetsinteckning	1110 (varav 810 mot säkerhet)
Lån med sakpant	465 (varav 377 mot säkerhet)
3 månaders hyra	211
Företagshypotek	4976
Skulder till revisorer	20
Skatteskulder	1393
Löner	1827
Oprioriterade fordringar	4736
	14 738

Detta är alltså den nominella balansräkningen då konkursen inträffar och motsvarar de krav varje låneklass har mot konkursboet. Om företagets tillgångar, efter konkurskostnader, är värda minst 14 738 tkr kommer samtliga fordringsägare återfå sin fordran - om företagets värde understiger 14 738 tkr fördelas tillgångarna enligt förmånsrättslagstiftningen.

Förutom balansräkningsdata enligt ovan behöver optionsvärderingsmodellen uppgifter om skuldsättningsgraden (finansiella risken), volatiliteten på värdet av företagets tillgångar (affärsmässiga risken) samt den förväntade konkurskostnaden. Skuldsättningsgraden antar vi vara 61%. Den valdes

⁵⁴ Mer specifikt utgår vi från genomsnittet för större företag i konkurs i Sverige mellan 1987 och 1991. Man måste här ha i åminnelse att effekten på det genomsnittliga svenska företaget *inte* är detsamma som den genomsnittliga effekten på svenska företag (en följd av Jensens olikhet). Vidare bör man tänka på att man riskerar att drabbas av ett urvalsfel då balansräkningarna för företag i konkurs kan vara annorlunda än ”friska” företags. Det vore ur det perspektivet bättre att utgå från balansräkningarna för samtliga företag i Sverige. Anledningen att vi ändå valde att arbeta med konkursbalansräkningar var dels att dessa data var omedelbart tillgängliga, dels att vi härigenom kunde få en uppskattning av pantens värde.

⁵⁵ Det fanns ingen uppgift om hur stor del av ett lån mot fastighetsinteckning och pant som faktiskt täcktes av pantens marknadsvärde vid konkurstillfället. Vi valde att sätta denna del lika med den andel av fordran vilken återficks i konkursen. Då oprioriterade fordringar i princip inte fick ut något av sin fordran, fann vi det rimligt att anta att den del av fordran ett lån med inteckning och pant återfick, motsvarades av just den underliggande säkerheten.

så att den genomsnittliga riskpremien för lånestocken uppgår till 2% (genomsnitt för BAA-obligationer i USA).

Eftersom värdet på företagets tillgångar inte är direkt observerbart, är det svårt att ange ett exakt värde på dess volatilitet. Volatiliteten skiftar naturligtvis kraftigt mellan branscher - jämför till exempel läkemedelsindustri med skogsföretag. Vi satte volatiliteten lika med 25%.

Även konkurskostnaden är det svårt att sätta ett direkt värde på. Försök har gjorts i bland annat USA och man har då kommit fram till allt från 7% till 50% av tillgångarnas värde. Konkurskostnaderna är, liksom volatiliteten, kraftigt branschberoende; man kan till exempel jämföra en konsultfirma (höga) med en mattförsäljare (låga). Vid val av konkurskostnad resonerar vi därför på följande sätt. Vi vill ha överensstämmelse mellan modellens och verklighetens utdelningsgrad - den andel varje låneklass återfår av sin fordran i konkurs. Den genomsnittliga faktiska utdelningsprocenten är 35% för den totala konkursfordran. Med en så låg återvinningsgrad får inte de relativt lågprioriterade skatte- och löneposterna något alls om förmånsrättsordningen upprätthålls. Utdelningsprocenten är dock 22% för dessa (Detta illustrerar att skillnaden mellan återvinningsgraden för det genomsnittliga företaget - 0% - inte är densamma som den genomsnittliga återvinningsgraden för svenska företag - 22%).⁵⁶ Detta vill vi fånga i modellen. Vi accepterar därför att modellen ger en genomsnittligt för hög (45%) återvinningsgrad. Genom detta resonemang kommer vi fram till en förväntad konkurskostnad på 6000 tkr. Denna konkurskostnad innebär således att endast 8 738 tkr återstår att fördela till fordringsägarna då företaget är värt 14 738 tkr i konkurs. Återvinningsgraden för de oprioriterade fordringarna blir då 0% (den verkliga siffran är 0,2% i genomsnitt).⁵⁷

⁵⁶ Detta kan vi illustrera på följande sätt: Låt j indexera över svenska företag (M stycken) och låt $u_{ij}(F_{ij})$ beteckna utdelningen till låneklass i i företag j som en funktion av dess fordran F_{ij} . Återvinningsgraden för det genomsnittliga företaget

är då $u_i \left(\frac{\sum F_{ij}}{M} \right) / \left(\frac{\sum F_{ij}}{M} \right)$ medan den genomsnittliga återvinningsgraden för

klass i är $\frac{u_i \sum F_{ij}}{M}$. Den senare är naturligtvis vad man egentligen är intresserad av.

⁵⁷ Konkurskostnaden innefattar såväl direkta som indirekta konkurskostnader, samt även en korrigering för att konkurs nödvändigtvis inte inträffar vid den tidpunkt då skulderna överstiger tillgångarna. Speciellt de indirekta konkurskostnaderna är svåra att mäta, men ett estimat är skillnaden i värde mellan boförteckningen och vad som borgenärerna faktiskt erhåller i utdelning i konkurs.

Den totala risken (aktievolatiliteten) är 50%. Detta kan tyckas högt om man jämför med aktievolatiliteten på börsen men mindre icke börsnoterade företag har en högre risk än börsnoterade.

Sammanfattningsvis valde vi alltså skuldsättningsgraden 50%, tillgångsvolatiliteten 25% och återvinningsgraden 45% för vårt basscenario (A). Tillsammans med balansräkningen ovan är det samtliga indata modellen kräver. Genom att variera dessa indata kommer vi att konstruera nio alternativa scenarion. Dessa beskrivs nedan.

4.2.1.2 Variationer på basscenariot (A)

Scenario B: Hög konkurskostnad

Detta scenario är detsamma som ovanstående förutom att den genomsnittliga återvinningsgraden nu är 35%.

Scenario C: Låg konkurskostnad

Återigen utgår vi från scenario A men ansätter återvinningsgraden 70%.

Scenario D: Hög finansiell risk (hög skuldsättning)

Scenario A men med en skuldsättningsgrad på 80%.

Scenario E: Låg finansiell risk (låg skuldsättning)

Scenario A men med en skuldsättningsgrad på 40%.

Scenario F: Hög affärsrisk (hög tillgångsvolatilitet)

Scenario A men med en tillgångsvolatilitet på 35%.

Resultat från vår undersökning baserad på finska data rapporterade i avsnitt 5.5 nedan visar att tillgångarna i relation till skulderna utgående från boförteckningen i medeltal var 41,54 % medan utdelningen i relation till skulderna var 15,03 %. Detta indikerar att summan av de direkta och indirekta konkurskostnaderna skulle röra sig kring 26,51 % av skulderna. Utgående från denna procent skulle konkurskostnaderna för exemplarföretaget röra sig kring 3.907 tkr.

Scenario G: Låg affärsrisk (låg tillgångsvolatilitet)

Scenario A men med en tillgångsvolatilitet på 15%.

Scenario H: Mycket lån mot säkerhet

Här studerar vi ett företag med relativt stor del av upplåningen mot säkerheter. Konkret antar vi att företaget istället för företagshypotek har ett motsvarande fastighetslån.

Balansräkningens skuldsida	(tusen kronor)
Lån med fastighetsinteckning	6086 (varav 4443 mot säkerh.)
Lån med sakpant	465 (varav 377 mot säkerhet)
3 månaders hyra	211
Företagshypotek	-
Skulder till revisorer	20
Skatteskulder	1393
Löner	1827
Oprioriterade fordringar	4736
	14 738

Övriga indata är enligt scenario A.

Scenario I: Inget lån mot säkerhet

Som ett sista exempel väljer vi ett företag vilket istället saknar fastighetslån och lån med sakpant och istället har ett större hypotekslån.

Balansräkningens skuldsida	(tusen kronor)
Lån med fastighetsinteckning	-
Lån med sakpant	-
3 månaders hyra	211
Företagshypotek	6551
Skulder till revisorer	20
Skatteskulder	1393
Löner	1827
Oprioriterade fordringar	4736
	14 738

Övriga indata är enligt scenario A.

4.2.2 Scenarier för finska företag

4.2.2.1 Basscenario

Basscenariot för finska företag utgår från medelvärden på skulderna i urvalet med finska företag i konkurs. Återvinningsgraden var i medeltal 15,3 %.

Balansräkningens skuldsida	(tusen kronor)
Lån med fastighetsinteckning ¹	673 (491)
Lån med sakpant ¹	282 (229)
3 månaders hyra ²	109
Företagshypotek ¹	3020
Skulder till revisorer ²	10
Skatteskulder ³	359
Löner ³	260
Oprioriterade fordringar ⁴	2932
Skulder sammanlagt ⁵	7645

Kurs: 1 FIM = 1,50 SEK

Antaganden:

Lån mot fastighetsinteckning, mot sakpant, och mot företagshypotek är inte kända för de finska företagen. De totala bankskulderna är beräknade som andelen bankkulder i medeltal av totala skulderna (52 %). Vi antar att bankerna är säkerhetshavare och att de totala bankskulderna är fördelade enligt proportionerna i Strömbergs och Thorburns (1996) undersökning mellan lån mot fastighetsinteckning (16,9 %), lön mot sakpant (7,1 %) och lån mot företagshypotek (76,0 %).

Hyror och skulder till revisorer framgår inte separat för de finska företagen. Vi har antagit att de utgör samma procent av totala skulderna som i Strömbergs och Thorburns undersökning.

Skatteskulderna och löneskulderna är beräknade som medelvärdet på skatteskulderna (löneskulderna) i relation till totala skulderna multiplicerat med medelvärdet på skulderna sammanlagt.

De oprioriterade fordringarna är beräknade som skillnaden mellan skulderna sammanlagt och de övriga skulderna.

Sammanfattningsvis valde vi alltså skuldsättningsgraden 48%, tillgångsvolatiliteten 25% och återvinningsgraden 15% för vårt basscenario (A). Tillsammans med balansräkningen ovan är det samtliga indata model-

len kräver. Genom att variera dessa indata kommer vi att konstruera nio alternativa scenarion. Dessa beskrivs nedan.

4.2.2.2 Variationer på basscenariot (A)

Scenario B: Hög konkurskostnad

Detta scenario är detsamma som ovanstående förutom att den genomsnittliga återvinningsgraden nu är 9%.

Scenario C: Låg konkurskostnad

Återigen utgår vi från scenario A men ansätter återvinningsgraden 35%.

Scenario D: Hög finansiell risk (hög skuldsättning)

Scenario A men med en skuldsättningsgrad på 70%.

Scenario E: Låg finansiell risk (låg skuldsättning)

Scenario A men med en skuldsättningsgrad på 30%.

Scenario F: Hög affärsrisk (hög tillgångsvolatilitet)

Scenario A men med en tillgångsvolatilitet på 35%.

Scenario G: Låg affärsrisk (låg tillgångsvolatilitet)

Scenario A men med en tillgångsvolatilitet på 15%.

Scenario H: Mycket lån mot säkerhet

Här studerar vi ett företag med relativt stor del av upplåningen mot säkerheter. Konkret antar vi att företaget istället för företagshypotek har ett motsvarande fastighetslån.

Övriga indata är enligt scenario A.

Scenario I: Inget lån mot säkerhet

Som ett sista exempel väljer vi ett företag vilket istället saknar fastighetslån och lån med sakpant och istället har ett större hypotekslån.

4.3 Beräkningsresultat: svenska företag

I detta avsnitt skall vi tillämpa optionsvärderingsansats för att kvantifiera effekter av en förändring av den svenska förmånsrättsordningen. Den använda modellen beräknar hur värdet av, det vill säga räntan på, givna lån påverkas. Det är värt att påminna om att modellen är statisk i den meningen att den ej tar hänsyn till huruvida en förändring av förmånsrätten skulle påverka företagets upplåning, utan analysen utförs under antagandet om konstant kapitalstruktur.

Med hjälp av balansräkningen och utbetalningsordningen ovan samt risk- och konkurskostnadsått kan modellen beräkna värdet av de olika lånen. Värdet räknas sedan om till en motsvarande *riskpremie* - det vill säga den ränta utöver den riskfria en långivare kräver för att kompensera sig för risken att man inte får tillbaka allt man lånat ut. Riskpremien är alltså ett uttryck för risken i termer av en ränta. Ju lägre förmånsrätt ett lån har, desto högre riskpremie kräver följaktligen långivarna.

Förändringen av riskpremien kommer att vara den variabel med vilken vi mäter effekten av en förändring av förmånsrätten. En höjning av riskpremien, till exempel, betyder att lånet har blivit mer riskfyllt och att långivarna i framtiden kommer kräva en högre ränta.

Då man skall analysera lån vilka i praktiken inte löper med någon ränta, som till exempel leverantörsskulder, skall man tolka en höjning av riskpremien som att leverantören förkortar betalningsperioden eller höjer priserna. En höjd riskpremie för skatteskulden (ett räntefritt lån) kan tolkas som att staten helt enkelt får lägre skatteintäkter då risken ökar.

4.3.1 Avskaffad statlig förmånsrätt

Förändring i riskpremien då förmånsrätten ändras

	Bas (A)	Hög KK (B)	Låg KK (C)	Hög fin. risk (D)	Låg fin. risk (E)	Hög aff. risk (F)	Låg aff. risk (G)	Hög säk (H)	Ingen säk (I)
Fstgh.	-0,1%	0,0	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,1	0,0%	-0,2%	n.a.
Sakp.	0,0%	0,0	-0,2%	-0,1%	0,0%	-0,1	0,0%	-0,1%	n.a.
Hyra	+4,4 %	+4,8 %	+1,9 %	+15,3%	+1,1%	+10,4	+0,6 %	+3,5%	+4,7 %
Hypo.	0,0	-0,1%	0,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	-0,1
Rev.	+4,4 %	0,0	+1,9 %	+15,3%	+1,1%	+10,4	+0,6 %	+3,5%	-0,1%
Skatt.	+0,8 %	0,0	+1,9 %	+4,7%	+0,2%	+2,7%	+0,1 %	+3,5%	-0,1%
Löner	-0,4%	0,0	+1,9 %	-3,2%	-0,1%	-1,6%	0,0%	-0,5%	-0,1%
Oprio.	-0,4%	0,0	-1,9%	-3,2%	-0,1%	-1,6%	0,0%	-1,5%	-0,1%

4.3.2 ”Den finländska reformen”

Förändring i riskpremien då förmånsrätten ändras

	Bas (A)	Hög KK (B)	Låg KK (C)	Hög fin. risk (D)	Låg fin. risk (E)	Hög aff. risk (F)	Låg aff. risk (G)	Hög säk (H)	Ingen säk (I)
Fstgh.	-0,3%	-0,1%	-0,4%	-0,5%	0,0%	-0,4%	0,0%	-0,2%	n.a.
Sakp.	-0,2%	-0,1%	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,3%	0,0%	-0,1%	n.a.
Hyra	+3,0 %	+3,8 %	+1,4 %	+8,0%	+0,7 %	+6,0 %	+0,5 %	+3,5 %	+2,8 %
Hypo.	+1,2 %	+0,7 %	+0,7 %	+2,5%	+0,7 %	+2,1 %	+0,2 %	n.a.	+1,1 %
Rev.	+3,0 %	-1,0%	+1,4 %	+8,0%	+0,7 %	+6,0 %	+0,5 %	+3,5 %	-2,0%
Skatt.	-0,6%	-1,0%	+1,4 %	-2,6%	-0,3%	-1,7%	-0,1%	+3,5 %	-2,0%
Löner	-1,8%	-1,0%	+1,4 %	-10,6%	-0,5%	-6,0%	-0,2%	-0,5%	-2,0%
Oprio.	-1,8%	-1,0%	-2,4%	-10,6%	-0,5%	-6,0%	-0,2%	-1,3%	-2,0%

4.3.3 Avskaffat företagshypotek

Förändring i riskpremien då förmånsrätten ändras

	Bas (A)	Hög KK (B)	Låg KK (C)	Hög fin. risk (D)	Låg fin. risk (E)	Hög aff. risk (F)	Låg aff. risk (G)	Hög säk (H)	Ingen säk (I)
Fstgh.	-0,4%	-0,3%	-0,5%	-0,8%	-0,1%	-0,6%	-0,1%	-0,2%	n.a.
Sakp.	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	0,0%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	n.a.
Hyra	+2,3 %	+2,8 %	+1,1 %	+5,4 %	+0,4 %	+4,3 %	+0,7 %	+3,5 %	+2,0 %
Hypo.	+2,3 %	+2,1 %	+1,1 %	+5,4 %	+0,4 %	+4,3 %	+0,7 %	n.a.	+2,0 %
Rev.	+2,3 %	-2,0%	+1,1 %	+5,4 %	+0,4 %	+4,3 %	+0,7 %	+3,5 %	-2,8%
Skatt.	-1,3%	-2,0%	+1,1 %	-5,2%	-0,2%	-3,5%	-0,3%	+3,5 %	-2,8%
Löner	-2,6%	-2,0%	+1,1 %	- 13,2%	-0,3%	-7,8%	-0,5%	-0,5%	-2,8%
Oprio.	-2,6%	-2,0%	-2,7%	- 13,2%	-0,3%	-7,8%	-0,5%	-1,3%	-2,8%

4.3.4 Exempel på (grov) tolkning

En första observation då man studerar tabellerna är att resultaten är väldigt skiftande för olika scenarion. Detta är vad man kunde förvänta sig. För att visa hur man kan tolka ett givet scenario gör vi här en förenklad analys av resultaten för basscenariot. (Vi vill ytterligare en gång påpeka att resultaten för detta genomsnittliga företag inte får tolkas som genomsnittliga resultat för svenska företag. För att få fram ett korrekt sådant mått bör man beräkna hur många företag med låg konkurskostnad det finns, hur många företag med hög affärsrisk det finns och så vidare - och sedan ta genomsnittet över dessa grupper.)

För att få en mer överskådlig bild gör vi följande förenklingar. Som tidigare påpekats är i praktiken både skatte- och löneskulder (genom lönegarantin) en skuld till staten. Vi låter därför skatter och löner tillsammans benämnas *staten*. Hyresfordran och revisorskostnaderna påverkas ofta mest av en förändring i förmånsrätten. Dessa poster är dock nominellt små och vi bortser från dem här. Vi slår dessutom ihop lån med sakpant och fastighetsinteckning till en klass - *pant*. Vi får då följande resultat för basscenariot.

	Avskaffad statlig förmånsrätt	”Den finländska reformen”	Avskaffat företagshypotek
Pant	-0,1%	-0,3%	-0,3%
Hypo.	-	+1,2%	+2,3%
Staten	+0,2%	-1,2%	-1,9%
Oprio.	-0,4%	-1,8%	-2,6%

Om vi slutligen antar att innehavare av företagshypotek främst är banker och de oprioriterade fordringarna utgörs av leverantörsskulder, blir tolkningen av ovanstående tabell ungefär följande.

En avskaffad statlig förmånsrätt skulle inte vara så dyr för staten (den får ändå ut så lite). Dock skulle leverantörernas priser sjunka till följd av räntesänkningen med drygt 0,4%. Genomför man ”den finländska reformen” höjer bankerna räntan med 1,2% medan leverantörerna kan sänka priset motsvarande räntesänkningen med nästan 2%. Staten tjänar 1,2% på sina skattefordringar (förlorar 1,2% mindre på sitt räntefria lån). Avskaffar man hela företagshypoteket kan man förvänta sig att bankerna höjer räntan med drygt 2,0% medan leverantörerna kan sänka priserna motsvarande en räntesänkning på 2,6%.

Detta är alltså den nominella balansräkningen, då konkursen inträffar och motsvarar de krav varje låneklass har mot konkursboet. Om företagets till-

gångar, efter konkurskostnader, är värda minst 14 738 tkr kommer samtliga fordringsägare återfå sin fordran - om företagets värde understiger 14 738 tkr fördelas tillgångarna enligt förmånsrättslagstiftningen.⁵⁸

⁵⁸ I modellen är en förändring av förmånsrätten ett nollsummespel ur företagets perspektiv. Detta beror på att totala återvinningsgraden samt konkurssannolikheten inte påverkas. Man kan till exempel se det genom att summan av förändringar i marknadsvärde för de olika lånen ("Förändring MV" i Excel-arket) summerar till noll.

4.4.3 Avskaffat företagshypotek

Förändring i riskpremien då förmånsrätten ändras

	Bas (A)	Hög KK (B)	Låg KK (C)	Hög fin. risk (D)	Låg fin. risk (E)	Hög aff. risk (F)	Låg aff. risk (G)	Hög säk (H)	Ingen säk (I)
Fstgh.	0,0%	0,0%	-02%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	n.a.
Sakp.	0,0%	0,0%	-01%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.
Hyra	+2,2 %	0,0%	+1,6 %	+13,1%	+0,5 %	+6,2 %	0,2%	0,0%	+2,0 %
Hypo.	+0,1 %	0,0%	+0,8 %	+1,6%	0,0%	+0,5 %	0,0%	n.a	+0,3 %
Rev.	-0,2%	0,0%	-0,8%	-2,8%	0,0%	-0,8%	0,0%	0,0%	-0,5%
Skatt.	-0,2%	0,0%	-0,8%	-2,8%	0,0%	-0,8%	0,0%	0,0%	-0,5%
Löner	-0,2%	0,0%	-0,8%	-2,8%	0,0%	-0,8%	0,0%	0,0%	-0,5%
Oprio.	-0,2%	0,0%	-0,8%	-2,8%	0,0%	-0,8%	0,0%	0,0%	-0,5%

5 Förmånsrätt och konkurs

Kapitlet innehåller en analys av frågor relaterade till förmånsrättens fördelningsmässiga konsekvenser och dess inverkan på borgenärernas beteende i samband med konkurs. Vi redovisar resultat från en empirisk undersökning av 402 företag som försatts i konkurs före det att förmånsrätten förändrades och 359 företag som försattes i konkurs efter förändringen. Företagens tillgångar, enligt konkursförvaltarens boförteckning, är 2,83 miljoner FIM i medeltal. Medianvärdet är 0,74 miljoner FIM.^{59, 60} Medelvärde på skulderna är 5,1 miljoner FIM och medianvärdet på skulderna 2,25 miljoner FIM. Växelkursen per 20.03.1997 är 1 FIM = 1,53 SEK.

De huvudsakliga resultaten är summerade nedan:

En grundläggande tanke bakom den nya finska förmånsrättsordningen var att avskaffa allmänna förmånsrätter och att alla borgenärer skall behandlas lika (se kapitel 2 för en översikt). Den finska reformen har haft vissa fördelningsmässiga konsekvenser. De oprioriterade borgenärerna erhöll tidigare 0,90 % i medeltal i utdelning på sina fordringar. *Medeltalet är 3,87 %* efter förmånsrättsreformen. Men även efter reformen blir de oprioriterade utan utdelning helt och hållet i mer än hälften av fallen. Och i de fall de oprioriterade fick en utdelning efter reformen var den låg, i *medeltal endast 8,36 %*. Detta pekar på att en förändring av förmånsrätten i Sverige i riktning mot den finska endast marginellt skulle förbättra de oprioriterade borgenärernas ställning. Skatternas och företagsinteckningens ställning försvagades något i motsvarande mån.

Fordringar med företagsinteckning som säkerhet fick i medeltal 16,85 % i utdelning före reformen och 9,55 % i utdelning efter reformen.

Den något försvagade företagsinteckningen kan ha haft konsekvenser för säkerhetsborgenärernas beteende. I kapitel 3 argumenterade vi för att en svagare position för säkerhetsborgenärerna försämrar tillgången till finansiering för företag med ekonomiska problem. Dessutom kan en försvagad

⁵⁹ Medianen definieras som det värde som faller i mitten av fördelningen då objekten ordnas i storleksordning (se, t.ex., Mendenhall & Reinmuth 1982 för en noggrannare beskrivning). Ett medianvärde om 0,74 miljoner FIM innebär att hälften av fallen hade skulder under 0,74 miljoner och andra hälften skulder över 0,74 miljoner FIM.

⁶⁰ Eftersom boförteckningen med tillgångarna och skulderna inte var tillgängliga för ett antal företag, är dessa siffror baserade på 552 observationer.

position för kreditgivare med säkerhet öka deras incitament att bevaka företaget. Resultatet av en sådan förändring kan därför bli att icke livskraftiga företag försätts i konkurs i ett tidigare skede av de finansiella problemen och att utdelningen till borgenärerna därigenom blir högre. I vår empiriska undersökning fann vi dock inga statistiskt signifikanta skillnader i totala utdelningen till borgenärerna före och efter förmånsrättsreformen. Den totala utdelningen var i medeltal 16,2 % före reformen i jämförelse med 13,7 % efter.⁶¹ Resultaten från den empiriska undersökningen innebär inte nödvändigtvis att hypoteser om samband mellan förmånsrätt och incitament att bevaka företag och förmånsrätt och möjligheterna att få finansiering saknar relevans. Förändringen av förmånsrätten i Finland var eventuellt för liten för att ge mätbara realekonomiska effekter. Dessutom är det inte säkert att förändringen haft full genomslagskraft på borgenärernas beteende under den tidsperiod som studerats, dvs. tiden strax efter förändringen.

Det har framförts att staten skulle få starkare skäl att ingripa i ett tidigt skede mot att skatteskulder byggs upp om förmånsrätten skulle försämrades (se Kommittédirektiv 1995:163 s. 8). Skatternas förmånsrätt försämrades något i Finland, men vi kan konstatera att skatteverket inte börjat söka fler företag i konkurs, eller att företag, som en konsekvens av reformen, har mindre skatteskulder då de söks i konkurs.

Borgenärer med säkerhet kan i många fall ha ett relativt stort inflytande över konkursrealisationen. Som vi redogjorde för i kapitel 3 kan en stark position för säkerhetsborgenärer leda till att de saknar intresse att verka för att konkursförvaltningen använder tillräckligt med tid och resurser för att söka köpare som är beredda att betala det högsta priset för tillgångarna. Säkerhetsborgenärer har till exempel inga incitament att verka för att bättre bud på tillgångar införskaffas då redan tillgängliga bud innebär att de får full utdelning. De empiriska data som presenteras pekar dock på att detta inte är ett problem med den finska förmånsrätten som ger en relativt svag position åt företagsinteckningen.

Kapitlet inleds med avsnitt 5.1 som beskriver det använda datamaterialet. Avsnitt 5.2 summerar de fördelningsmässiga effekterna av förändringen i förmånsrätten. I avsnitt 5.3 undersöker vi om förändrad förmånsrätt inverkat på olika borgenärers benägenhet att söka företag i konkurs. I avsnitt 5.4 jämförs konkurskostnaderna före och efter den finska förmånsrättsreformen. Avsnitt 5.5 behandlar frågeställningar kring förmånsrättens potentiella inverkan på konkursrealisationen och avsnitt 5.6 diskuterar vilken inverkan förmånsrätten har på tillgången på kapital.

⁶¹ Den något lägre utdelningen efter förändringen av förmånsrätten beror på att de företag i urvalet som härstammar från tiden efter förändringen var något mindre.

5.1 Urvalet av konkursföretag

Urvalet består av 402 företag som försatts i konkurs under åren 1990, 1991 och 1992 samt 359 företag som försatts i konkurs år 1993 eller 1994. Den sistnämnda gruppen av företag har således försatts i konkurs efter att förmånsrättsordningen förändrats.

Materialet har insamlats från 7 av 10 länsskatteverk i Finland, nämligen från Åbo, Tavastehus, Vasa, Uleåborgs, Kuopio, Lapplands och Norra Karelen Länsskatteverk. Materialet har en relativt bra regional spridning. Åbo och Tavastehus representerar "tätorts" Finland, Uleåborgs och Lapplands länsskatteverk de norra delarna av landet, Norra Karelen och Kuopio de östra delarna samt Vasa den västra delen av landet.⁶²

Data för studien är insamlade från i huvudsak boförvaltarens förteckning över boets tillgångar och skulder, borgenärsstämmoprotokoll, förvaltarens slutrapport och förvaltarens slutredovisning. Vissa uppgifter var inte tillgängliga för alla företag. Boförteckningen med tillgångar och skulder saknades i relativt många fall speciellt vid Åbo Länsskatteverk. För dessa beställdes boförteckningens sammandragsdel direkt från tingsrätterna. I tabellerna nedan rapporteras alltid antalet observationer som resultat baserar sig på.

Materialet har sammanställts enligt följande: forskningsassistenter har gått igenom alla tillgängliga fall vid länsskatteverken som försatts i konkurs under perioden 01.01.1990 - 31.12.1994 och som avslutats antingen under år 1994 eller år 1996. Endast fall i vilka konkursdom getts ingår i materialet. Dessa utgör dryga 30 % av alla konkursansökningar under analysperioden. De resterande konkursansökningarna har antingen förfallit på grund av att boet haft otillräckliga tillgångar för att täcka konkurskostnaderna (KS § 15.3), eller på grund av att konkursansökan återtagits eller förfallit. Cirka 7 % av alla konkurser under analysperioden ingår i undersökningens urval (se tabell 5.1).⁶³ Tiden mellan konkurs och boförvaltarens slutredovisning är i medeltal 30,3 månader.⁶⁴

⁶² Nylands länsskatteverk, som bland annat handhar fall i huvudstadsregionen, exkluderades från undersökningen på grund av att man, enligt egna uppgifter, hade inkompleta handlingar om fallen för den undersökta tidsperioden. Detta på grund av det stora antalet konkurser under perioden.

⁶³ Bortfallet från det totala antalet konkurser beror dels på att fall från tre länsskatteverk inte ingår (varav Nylands Länsskatteverk var ett, och Nylands Länsskatteverk verkar inom det län där antalet konkurser är störst), och dels på grund av att många konkurser från tidsperioden ännu är oavslutade eller har avslutats under andra år än 1994 och 1996 som täcks i denna undersökning.

⁶⁴ Tiden mellan konkurs och boförvaltarens slutredovisning är i medeltal 36,5 månader för företagen som försatts i konkurs före förändringen av förmånsrätten

Tabell 5.1 Antalet konkurser i hela landet samt antal fall i urvalet från respektive år

År	Totala antalet konkursansökningar	Återtagna eller obehandlade ansökningar	Förfallna på grund av otillräckliga tillgångar	Antalet konkursdomar	Fall i urvalet
1990	3588	929	1545	909	69
1991	6254	1564	2052	1917	129
1992	7355	1205	3112	2803	204
1993	6765	1040	2720	3136	213
1994	5499	1118	1985	2306	146
Sammanlagt	29461	5856	11414	11071	761

Källa: Statistikcentralen, Rättsväsen 1995:3 (kolumn 2-5)

Tabell 5.2 ger en bild av de rådande ekonomiska förhållandena under analysperioden. Förhållandena försämrades markant under år 1990, för att därefter förbättras något under år 1993 och framförallt år 1994. Detta avspeglas i såväl bruttonationalprodukten som i industriproduktionen, vilka var oförändrade eller sjönk kraftigt under hela analysperioden förutom år 1994, då bruttonationalprodukten steg med 4,4 % från föregående år och industriproduktionen med 11,4 %. Det totala antalet konkurser, vilka rapporterats i tabell 5.1 ger samma bild av utvecklingen i makroekonomin. De rådande ekonomiska förhållandena kan ha haft konsekvenser för resultaten såtillvida att de realisationsresultat som erhållits för tillgångar varit speciellt låga under analysperioden.⁶⁵

och 23,2 månader för de övriga fallen. Den troliga orsaken är inte att konkursförvaltarna snabbat upp behandlingen av fall, utan att större och mer komplicerade fall som försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen ännu inte avslutats.

⁶⁵ Till exempel Schleifer & Vishny (1992) argumenterar att realisationsresultatet i konkurs kan förväntas vara speciellt lågt under tider då hela ekonomin lider av en depression. Andra företag som kunde tänka sig att köpa konkursbonas tillgångar under bättre ekonomiska förhållanden kan sakna de finansiella resurserna under en lågkonjunktur eftersom de själva har ekonomiska problem.

Tabell 5.2 Förändringen i bruttonationalprodukten, industriproduktionen samt arbetslöshetsgraden under analysperioden

År	Volymindex för industri- produktionen (1990=100)	Index för brutto- nationalprodukten – till marknads- pris (1990=100)	Arbetslöshets- graden
1990	100	100	3,4 %
1991	91,2	92,9	7,6 %
1992	92,4	89,6	13,1 %
1993	97,4	88,6	17,9 %
1994	108,5	92,5	18,4 %

Tabell 5.3 summerar företagens associationsform. De flesta företag i materialet, 60,3 %, är aktiebolag, medan 36,5 % är handelsbolag eller kommanditbolag, och 3,2 % är enskilda näringsidkare. Den låga andelen enskilda näringsidkare pekar på att deras finansiella problem vanligen sköts på andra sätt än medelst konkurs, bland annat via utmätningar.

Tabell 5.3 Företagen uppdelade på olika associationsformer

Bolagsform	Antal	Andel av alla företag
Aktiebolag	458	60,26 %
Handelsbolag och kommandit- bolag	277	36,45 %
Enskilda näringsidkare	24	3,16 %
Ideella föreningar	1	0,13 %

Företagens tillgångar, tillgångsstruktur, skulder och skuldstruktur är summerade i tabell 5.4. Beloppen är tagna från boförteckningar uppgjorda av den interimistiska boförvaltaren.⁶⁶ Beloppen är i finska mark.⁶⁷ Såväl tillgångarna som skulderna är statistiskt signifikant högre för företagen som försatts i konkurs före förändringen.⁶⁸ Medelvärdet på skulderna är

⁶⁶ Tillgångarnas värdering i boförteckningen borde motsvara de belopp som kan förväntas vid en konkursrealisation, och inte basera sig på endast, till exempel, bokförings- eller beskattningsvärden (Havansi 1991 ss. 153-154). I praktiken är dock den tillbudsstående tiden för att göra upp boförteckningen relativt kort, endast en månad, vilket kan innebära att värderingen i viss mån blir schematisk.

⁶⁷ Växelkursen per 20.03.1997 är 1 FIM = 1,53 SEK

⁶⁸ T-värdet = 3,48 och prob-värdet 0,0005. Prob-värdet ger sannolikheten för att man slumpmässigt skulle observera en skillnad i tillgångarna som är lika stor

6.958.770 mk för fallen som härstammar från tiden före förändringen i förmånsrätten och 3.205.491 mk för fallen efter förändringen. Eftersom materialet innehåller ett antal fall med relativt stora skulder är medianvärdet lägre än medelvärdet. Skuldernas medianvärde är 2.735.687 mk för fallen som försatts i konkurs före förmånsrättsförändringen och 1.857.269 mk för fallen som försatts i konkurs efter förändringen.

Medelvärdet (medianen) på tillgångarna enligt boförteckningen är 4.351.079 mk (1.001.718 mk) för fallen före förändringen och 1.207.326 mk (576.489 mk) för fallen efter. Det finns två potentiella orsaker till att företagen som försatts i konkurs efter förändringen i förmånsrätten är mindre. För det första trädde rekonstruktionslagen (FöretSanL) ikraft nästan samtidigt som förmånsrätten förändrades, vilket kan ha lett till att större företag numera ofta rekonstrueras istället för att försättas i konkurs. En annan potentiell orsak är att konkurserna för större företag som försatts i konkurs åren 1993 och 1994 ännu var oavslutade år 1996 och således inte ingår i urvalet.

Tillgångarna enligt boförteckningen är naturligtvis så gott som alltid mindre än skulderna. Tillgångarna i relation till skulderna, är i medeltal 46,3 % för fallen före förmånsrättsförändringen och 36,5 % för fallen efter. De lägre tillgångarna i relation till skulderna kan dock bero på att företagen som försattes i konkurs efter förändringen av förmånsrättsordningen är mindre. Borgenärerna torde övervaka större företag noggrannare och försätta dem i konkurs i ett tidigare skede av de finansiella problemen. För att undersöka om skillnader i företagsstorlek förklarar skillnaden i relationen mellan tillgångarna och skulderna för företagen som försatts i konkurs före och efter förmånsrättsförändringen använder vi oss av *regressionsanalys*.⁶⁹ Resultaten, rapporterade i en fotnot nedan, visar att det inte finns

eller större än skillnaden som observerats. Den hypotes som testas brukar kallas för nollhypotes. I detta fall är nollhypotesen att företagen i urvalet som härstammar från tiden före förmånsrättsförändringen har lika stora tillgångar som företagen efter förändringen i förmånsrätten. Felrisken är endast 0,05 % i detta fall om vi förkastar nollhypotesen att företagen i urvalet från tiden före och efter förmånsrättsförändringen har lika stora tillgångar. Konventionen är att betrakta en skillnad som signifikant ifall felrisken är mindre än 5 %. Se t.ex. Mendenhall & Reimuth (1982 ss. 299-301) för mera information om prob-värden.

⁶⁹ I en regressionsanalys försöker man förklara en beroende variabel (här företagets tillgångar i relation till skulderna) med olika oberoende variabler (här företagets storlek och ifall företaget försatts i konkurs efter att förmånsrättsordningen förändrats). Se ex. Mendenhall & Reimuth (1982 ss. 469-540) för en introduktion till multipel regressionsanalys.

några signifikanta skillnader i relationen mellan tillgångarna och skulderna efter att vi statistiskt kontrollerat för företagsstorleken inverkan.⁷⁰

⁷⁰ Regressionen är:

Tillgångar / skulder =	- 1,1989	- 0,0104	+ 0,1205
		* nyfall	* Intillg
	(0,00)	(0,61)	(0,00)

där "Nyfall" tar värdet 1 ifall företaget försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen och noll annars och "Intillg" är den naturliga logaritmen av tillgångarna (från boförteckningen). En positiv koefficient på en variabel innebär att variabeln ifråga är positivt korrelerad med beroende variabeln. Prob-värden rapporteras under respektive variabels koefficient. Prob-värdet anger felrisken ifall man drar slutsatsen att koefficienten på en viss variabel är lika med noll. Felrisken är således 61 % ifall man drar slutsatsen att företagets tillgångar i relation till skulderna är olika före och efter förmånsrättsförändringen, men (nära) noll procent ifall man drar slutsatsen att företagsstorleken (Intillg) inverkar på tillgångarna i relation till skulderna.

Tabell 5.4 Deskriptiv statistik rörande tillgångar, skulder och skuldstrukturen. Beloppen är tagna från konkursboets boförteckning

	Gamla förmånsrätten			Nya förmånsrätten			Prob-värde ^a
	Medeltal	Median	N	Medeltal	Median	N	
Skulder	6.958.770	2735.687	326	3.205.491	1.857.269	304	<0,001
Tillgångar	4.351.079	1.001.718	327	1.207.326	576.489	305	<0,001
Tillgångar / skulder	46,28 %	40,13 %	324	36,49 %	32,59 %	303	<0,001
Löneskulder (%)	3,11 %	1,62 %	317	3,81 %	1,26 %	296	0,132
Förs.premie skulder (%)	4,11 %	1,74 %	311	4,47 %	1,53 %	289	0,500
Skatteskulder (%)	3,59 %	0 %	315	6,79 %	0 %	296	<0,001
Bankskulder (%)	52,66 %	52,67 %	312	51,57 %	52,65 %	296	0,668
Aktier + fastigheter / tillgångar	32,67 %	8,96 %	319	26,47 %	1,68 %	301	0,031

a Prob-värdet är för ett t-test.

Tabell 5.4 summerar även tillgångs- och skuldstrukturen. En relativt stor del av de kvarvarande tillgångarna vid konkurstillfället utgörs av fastigheter och aktier. Medelvärdet på summan av aktier och fastigheter i relation till tillgångarna totalt är 32,7 % för fallen före förändringen av förmånsrätten och 26,5 % för fallen efter förändringen. Av skulderna är dryga hälften (52,7 % före förändringen och 51,6 % efter förändringen av förmånsrätten) bankskulder, och bankskulder domineras av skulderna till en bank. Medelvärdet för skulderna till den bank som lånat mest till företaget i relation till totala bankskulder är 81,9 % respektive 85,0 %. Medianvärdet är över 90 %. Löneskulder utgör i medeltal 3,11 % och de obetalda försäkringspremierna i medeltal 4,11 % av de totala skulderna.

Skatteskulder utgör 3,6 % av totala skulderna för fall före förändringen av förmånsrätten och 6,8 % för fall efter.⁷¹ De större skatteskulder efter förmånsrättsförändringen kan antingen bero på att företagen från perioden efter förmånsrättsförändringen i genomsnitt är mindre, eller på att mindre företag i medeltal har större skatteskulder. Regressionsresultat där vi statistiskt kontrollerar för den effekt som företagsstorleken och relationen mellan tillgångarna och skulderna har på skatteskuldernas storlek visar dock att skatteskulder i relation till totala skulderna är högre efter förmånsrättsförändringen.⁷²

⁷¹ Tillgångarna och skulderna baserar sig på den av boförvaltaren uppgjorda boförteckningen. De faktiska skulderna kan avvika från dessa. Uppgifter om de faktiska skulderna är dock inte tillgängliga, eftersom även de bevakade skulderna kan avvika från de faktiska skulderna. För det första torde borgenärer som vet att de inte erhåller någon utdelning överhuvudtaget ofta låta bli att bevaka sina skulder. För det andra bevakar borgenärer som skatteverket oftast sina fordringar till så kallade maximibelopp som kan vara betydligt högre än de verkliga skulderna.

⁷² Regressionen är:

$$\begin{array}{l} \text{Skatteskulder / skulderna} \\ \text{totalt =} \end{array} \quad + 0,166 \quad + 0,026 * \text{nyfall} \quad + 0,001 * \text{tillgångar / skul-} \quad - 0,009 * \text{Intillg} \\ \quad \quad \quad (0,000) \quad (0,003) \quad \text{der} \quad \quad \quad (0,006) \\ \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad (0,918)$$

där: "Nyfall" tar värdet 1 ifall företaget försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen och noll annars, och "Intillg" är den naturliga logaritmen av tillgångarna. Prob-värden rapporteras under respektive variabls koefficient. Prob-värdet anger felrisken ifall man drar slutsatsen att koefficienten på en viss variabel är lika med noll. Felrisken är således endast 0,3 % ifall man drar slutsatsen att skatteskulder är högre efter förmånsrättsförändringen.

5.2 Förmånsrättens fördelningsmässiga effekter

Den direkta effekten av en förändring av förmånsrätten är att utdelningen till vissa borgenärskategorier förbättras på andra kategoriers bekostnad. Utgångspunkten för den finska reformen av förmånsrätten var att minska antalet förmånsrätter och därmed göra borgenärerna mera jämställda (RP 181 – 1992rd). Tabell 5.5 illustrerar förändringarna.⁷³

5.2.1 Lönefordringar

Vi skall börja genomgången av utdelningen till de huvudsakliga borgenärskategorierna före och efter förmånsrättsförändringen med att kort referera utdelningen till lönefordringar. Tidigare förmånsrätt gav lönefordringar, för det år företaget försatts i konkurs och det föregående året, den bästa förmånsrätten av alla borgenärskategorier med allmän förmånsrätt. Enligt nu gällande lag är löner en oprioriterad fordran. Men ett övergångsstadgande som var ikraft fram till 01.01.1995, dvs. under hela undersökningsperioden, gav löner samma förmånsrätt som tidigare (se L om betalning § 9 pt. 1). Utdelningen borde således inte ha påverkats av reformen, vilket även resultaten visar. Tabell 5.5 visar att utdelningen på löner i medeltal var 55,7 % före reformen och 52,1 % efter reformen.⁷⁴ Skillnaden är inte signifikant skild från noll, vilket pekar på att den är av slumpmässig karaktär.⁷⁵

5.2.2 Utdelningen för fordringar med säkerhet i företagsinteckning

Före förmånsrättsreformen fick fordringar med säkerhet i företagsinteckning (företagshypotek) utdelning på basis av § 4a i FörmF efter löneskuldena. Vissa skatter och avgifter, samt pensionsavgifter hade samma förmånsrätt

⁷³ Utdelningen till sällan förekommande borgenärskategorier, som hyresvärd förmånsrätt till gods i lokal och förmånsrätt p.g.a. utmätning, är inte medtagna i tabellen.

⁷⁴ Lönerna under arbetstagens uppsägningstid betraktas som masskulder. Dessa ingår således inte i utdelningen på löneskuldena. Uppsägningstiden är 2 veckor i konkurs (se L om arbetsavtal § 41.1 och Havansi 1991 ss. 142-144).

⁷⁵ T-värdet är 1,09 och prob-värdet 0,226, vilket innebär att felrisken är hela 22,6 % ifall man drar slutsatsen att utdelningen påverkades av förändringen av förmånsrätten.

som företagsinteckningen.⁷⁶ Tabell 5.5 visar att utdelningen till de borgenärer som erhåller utdelning enligt § 4a i medeltal var 16,8 % och att medianutdelningen var 0 %. I mer än hälften av fallen erhöles sålunda ingen utdelning överhuvudtaget.

Enligt gällande rätt får företagsinteckningsfordringar 50 % av tillgångarna efter att borgenärer med panträtt eller inteckning erhållit utdelning, samt arvoden och masskulder har utbetalts. Men för tiden då materialet insamlades var ett undantagsstadgande ikraft som gav företagsinteckningsfordringar 60 % av de kvarstående medlen efter att även löneskulderna betalats.

För att rapportera jämförbara utdelningprocental, har den utdelning som rapporteras under § 5 (nya förmånsrätten) i tabell 5.5 beräknats som den *sammanlagda* utdelningen till företagsinteckningsskulder på basis av företagsinteckning (§ 5) och som oprioriterad borgenär (§ 2) (se kapitel 2 för exempel på hur inteckningsvärdet beräknas). Tabellen visar att företagsinteckningsfordringarna i medeltal fått 9,5 %, medan medianutdelningen var lika med noll. Ett t-test visar att utdelningen åt företagsinteckningsfordringarna enligt § 2 i L om Betalning är signifikant lägre än vad borgenärer tidigare erhöles på basis av § 4a.⁷⁷

Skillnaden i utdelningen åt företagsinteckningsfordringarna kan dock delvis förklaras med att de fall som härstammar från tiden före förmånsrättsförändringen är större. Regressionsresultat presenterade i en fotnot nedan indikerar att företagsinteckningen får i medeltal 7 % lägre utdelning efter reformen, men felrisken är hela 14,3 % ifall man drar slutsatsen att utdelningen före förmånsrättsreformen avviker från utdelningen efter förmånsrättsreformen.⁷⁸

⁷⁶ Principen för beräkningen av utdelningen åt företagsinteckningen enligt § 4a i FörmF är att den tillgängliga utdelningen divideras med alla skulder med förmånsrätt enligt paragrafen. Därefter beaktas företagsinteckningars inbördes förmånsrätt så att den företagsinteckning som har de bästa förmånsrätterna får full utdelning före övriga. Till exempel, anta att förskottsskatter och övriga fordringar med förmånsrätt enligt § 4a utgör 900 t och att företagsinteckningsfordringar till B1 är 500 t, till B2 250 t och till B3 150 t, d.v.s. de totala skulderna är 1.800 t. Boets tillgångar är 1.200 t, vilket innebär att utdelningen blir 66,7 %. Ifall B1 företagsinteckning har bättre förmånsrätt än B2, och B2 företagsinteckning bättre förmånsrätt än B3, så innebär det att B1 får full utdelning på 500 t, B2 100 t i utdelning och B3 ingen utdelning. Se Havansi (1991) ss. 222-225. I ett fall som detta är det 66,7 % som utgör den observation som är utgångspunkt för resultaten i Tabell 5.5 (inte utdelningen åt de enskilda borgenärerna med företagsinteckning).

⁷⁷ T-värde 3,43 (prob-värde = 0,0006).

⁷⁸ Eftersom fördelningen är "trunkerad" till noll som minsta utdelning kan inte en vanlig OLS regression användas. Vi använder oss istället av en Tobit modell (se Maddala 1989 ss. 283-289 för en presentation av Tobit modellen).

I jämförelsen ovan är fall då inga borgenärer hade en företagsinteckning inkluderad i utdelningen till § 4a i FörmF. För att få jämförbara utdelningsprocenttal är fall då utdelningen är noll till § 5 i L om Betalning, men inga borgenärer hade företagsinteckningsfordringar, inkluderade i urvalet.

Tabell 5.5 jämför även utdelningen för fall då vi fann belägg för att en eller flera borgenärer hade företagsinteckningsfordringar samtidigt som utdelningen till företagsinteckningsfordringarna var större än noll. Även dessa resultat visar att företagsinteckningens ställning försvagats något. Utdelningen i medeltal var 29,8 % före mot 25,3 % efter reformen. Skillnaden i utdelning till innehavarna av företagsinteckningar är inte signifikant då vi kontrollerar för den effekt som företagsstorleken och tillgångarna i relation till skulderna har på utdelningen. Variabeln som avspeglar förmånsrättslagen är negativ i regressionen, och prob-värdet är 0,216. Felrisken är således 21,6 % om man drar slutsatsen att utdelningen till företagsinteckningen är olika stor före och efter förmånsrättsreformen.⁷⁹ En bidragande orsak till att utdelningen är något lägre efter reformen är att andelen fall då företagsin-

Regressionen är:

Föret.int	-102.747	-7.081	+ 11.737 *tillgångar	+ 6.762
(%) =		*nyfall	/ skulder	* Intillg
	(0,001)	(0,143)	(0,208)	(0,000)

där: "Föret.int." är utdelningen (%) åt innehavare av företagsinteckning (företagshypotek), "nyfall" tar värdet 1 ifall företaget försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen och noll annars och "Intillg" är den naturliga logaritmen av tillgångarna. Prob-värden rapporteras under respektive variabels koefficient. Prob-värdet anger felrisken ifall man drar slutsatsen att koefficienten på en viss variabel är lika med noll. Felrisken är 10,1 % ifall man drar slutsatsen att utdelningen åt företagsinteckningsskulden är lägre för fall som försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen. Antalet observationer är 512.

⁷⁹ Regressionen är:

Föret.int	72.308	-5.364	+ 45.666 * tillgång-	- 4.444
(%) =		* nyfall	ar / skulder	*Intillg
	(0,007)	(0,216)	(0,000)	(0,029)

där "Föret.int." är utdelningen (%) åt innehavare av företagsinteckning (företagshypotek), "nyfall" tar värdet 1 ifall företaget försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen och noll annars, och "Intillg" är den naturliga logaritmen av tillgångarna. Prob-värden rapporteras under respektive variabels koefficient. Prob-värdet anger felrisken ifall man drar slutsatsen att koefficienten på en viss variabel är lika med noll. Antalet observationer är 170.

teckningsfordringarna fått full utdelning minskat från 10 % (9/92) till 4 % (4/101).

Utdelningen till innehavare av företagsinteckning i Finland verkar vara lägre än i Sverige. Insolvensutredningen rapporterar att totala utdelningen till borgenärer med säkerhet i företagshypotek i relation till deras totala fordringar var 46 % (SOU 1992:113 s. 489). Notera dock att relationen mellan den totala utdelningen och skulderna leder till ett högre värde än vad de genomsnittliga utdelningsprocenttalen uppgår till, eftersom stora företag som ger en hög utdelning till borgenärerna har stor vikt i beräkningarna.⁸⁰

5.2.3 Utdelningen till oprioriterade borgenärer

En utgångspunkt för den finska reformen var att göra borgenärerna mera jämlika. Reformens syfte uppfylldes såtillvida att utdelningen till de oprioriterade borgenärerna ökade, dock endast från i medeltal 0,9 % till 3,9 %.⁸¹ I 53 % av fallen var utdelningen noll även med nu gällande lagstiftning, och i de fall de oprioriterade borgenärerna fick en utdelning så var den i medeltal 8,4 %. Medianutdelningen var 4,0 %. Före förmånsrättsreformen blev de oprioriterade borgenärerna utan utdelning helt och hållet i hela 97 % av fallen. En regression där vi kontrollerar företagsstorlekens inverkan på utdelningen bekräftar att de oprioriterade borgenärerna får mera efter förmånsrättsreformen.⁸²

⁸⁰ Eftersom vi inte vet storleken på fordringarna med säkerhet i företagsinteckning kan vi inte beräkna utdelningen åt företagsinteckningshavarna på samma sätt som Insolvensutredningen. Men ett principiellt exempel illustrerar skillnaden i beräkningssättet. Antag tre konkursfall: i A får företagsinteckningen 10 % (utdelningen är 10 och skulderna 100) i fall B får företagsinteckningen 30 % (utdelningen är 60 och skulderna 200) och i fall C 70 % (utdelningen 700 och skulderna 1000). Här blir utdelningen i medeltal $(10 \% + 30 \% + 70 \%) / 3 = 36,7 \%$, medianutdelningen 30 %, och procenten utgående från totala utdelningen i relation till totala skulderna (d.v.s. insolvensutredningens beräkningssätt) $(10 + 60 + 700) / (100 + 200 + 1000) = 59,2 \%$.

⁸¹ Ett t-test visar att utdelningen åt de oprioriterade borgenärerna är signifikant högre efter förändringen av förmånsrätten. T-värdet är 4,73 och prob-värdet < 0,0001, vilket innebär att felrisken är mindre än 0.01 % ifall man drar slutsatsen att utdelningen åt de oprioriterade borgenärerna är olika före och efter förändringen av förmånsrätten.

⁸² Regressionen (tobit) är:

$$\text{Utdelningen åt oprioriterade (\%)} = + 29.696 * \text{nyfall} \quad + 2.341 * \text{Intillg} \\ (0.000) \quad (0.007)$$

För att undersöka konsekvenserna för de oprioriterade fordringsägarna om förmånsrätten för såväl skatter som allmänna avgifter avskaffades i Sverige, bearbetade Insolvensutredningen ett datamaterial insamlat om konkurser år 1990 så att förmånsrätten för såväl skatter som allmänna avgifter antogs vara avskaffad. Antagandet påminner således om de finska förhållandena med undantaget att företagsinteckningen har en svagare ställning och att löner har förmånsrätt i Finland.

Utredningen rapporterade att utdelningen till de oprioriterade fordringsägarna skulle uppgå till 9,5 %, vilket är betydligt mer än såväl medel- som medianvärdet för de finska företagen. En viktig bidragande orsaken till skillnaderna i utdelningsprocenten är att beräkningssättet var annorlunda i Insolvensutredningens studie. Utdelningsprocenten beräknades som summan av utdelningen till oprioriterade borgenärer i olika konkurser i relation till summan av fordringarna. Ifrågavarande beräkningssätt leder till att stora konkursfall, vilka oftare ger hög utdelning till borgenärerna, får stor vikt för utdelningsprocenten. De genomsnittliga utdelningsprocenttalen kan vara betydligt lägre.

5.2.4 Utdelningen till skattefordringar

Skatternas ställning har försvagats som en konsekvens av förmånsrättsreformen i Finland. Tidigare fick förskottsskatter på löner och socialskyddsavgifter utdelning enligt § 4a FörmF till den del som skatterna härstammade från innevarande eller föregående räkenskapsår, medan företagets inkomstskatter, omsättningsskatter och vissa övriga skatter fick utdelning enligt § 7 i FörmF.⁸³ Utdelningen till § 4a var, såsom ovan konstaterats, i medeltal 16,8 %, medan utdelningen till § 7 i medeltal var 4,9 %. Efter förmånsrättsreformen utgör skatter en oprioriterad fordran.

Vi samlade in uppgifter om de totala skatteskulderna, samt fördelningen på respektive slag från konkursbonas boförteckningar.⁸⁴ Då utdelningsprocenttalen vägs med storleken på skatteskulderna av respektive slag, blir de genomsnittliga utdelningsprocenttalen 11,1 %⁸⁵ med gamla förmånsrätten

där "Nyfall" tar värdet 1 ifall företaget försatts i konkurs efter att förmånsrättsordningen ändrats och "Intillg" är den naturliga logaritmen av tillgångarna (tagna från boförteckningen). Prob-värden inom parentes. Antalet observationer är 566.

⁸³ Förmånsrätten gällde skatter för det löpande året och de tre närmast föregående åren (FörmF § 7).

⁸⁴ Notera att dessa belopp kan avvika från belopp som sedermera uppgetts av borgenärerna själva vid konkursbevakningen.

⁸⁵ Här antar vi att förskottsskatter och andra skatter med förmånsrätt uppkommit under konkursåret eller året därförrinnan dvs. hade förmånsrätt enligt FörmF § 4a

vilket är signifikant högre än utdelningen med den nya förmånsrätten då utdelningen i medeltal var 3,8 %.⁸⁶

Tabell 5.5 Utdelningen till olika borgenärskategorier före och efter förmånsrättsreformen

	Medeltal	Median	Andel fall med noll i utdelning	Antal observationer
<i>Förmånsrätt till och med 31.12.1992</i>				
Löner (§ 4)	55,69 %	74,5 %	32,13 %	313
Företagsinteckning, samt vissa förskotts-skatter (§ 4a)	16,85 %	0 %	51,4 %	359
Företagsinteckning (endast fall då utdelningen > 0)	29,83 %	16,85 %	-	92
Inkomst och övriga skatter (§ 7)	4,90 %	0 %	92,18 %	378
Oprioriterade borgenärer	0,90 %	0 %	96,76 %	378
<i>Förmånsrätt fr.o.m. 01.01.1993</i>				
Löner (§ 4)	52,06 %	52,98 %	35,94 %	267
Företagsinteckning	9,55 %	0 %	61,30 %	271
Företagsinteckning (endast fall då utdelningen > 0)	25,12 %	16,24 %	-	101
Oprioriterade borgenärer	3,87 %	0 %	52,68 %	328
Oprioriterade borgenärer (endast fall då utdelningen > 0 %)	8,36 %	4,00 %	-	152

och att övriga skatter hade förmånsrätt enligt FörmF § 7. Skillnaden i utdelningen på skattefordringar kan således i praktiken vara något mindre, eftersom skatteskulder som saknar förmånsrätt kan ingå i beloppet.

⁸⁶ T-värdet är 4,70 och prob-värdet < 0,0001, vilket innebär att felrisken är mindre än 0,01 % ifall man drar slutsatsen att skatternas utdelning påverkades av förändringen av förmånsrätten.

5.2.5 Förmånsrätten och olika borgenärers benägenhet att söka företag i konkurs

Förmånsrätten kan potentiellt inverka på olika borgenärers intresse att noggrant bevaka företag som redan har eller hotas av finansiella problem (jmf. kapitel 3). Det har till exempel argumenterats att staten vid en utebliven förmånsrätt för skatter skulle få starkare skäl att ingripa i ett tidigt skede mot att stora skatteskulder byggs upp hos företag med ekonomiska problem, och att en försämrad förmånsrätt för företagshypoteket skulle ge banker incitament att bevaka företag med betalningssvårigheter noggrannare och därmed påskynda rekonstruktioner av livsdugliga företag och konkurs för icke livsdugliga företag. Incitamentet att bevaka företag kan avspeglas såväl i benägenheten att söka konkurs, som i utdelningen.

Tabell 5.6 summerar andelen konkursansökningar per borgenärskategori. Det använda statistiska testet visar att förändringen i förmånsrätten inte signifikant inverkat på olika borgenärers benägenhet att söka företag i konkurs.⁸⁷ Vi ser att merparten (70,6 % före förändringen av förmånsrätten och 72,2 % efter) av företagen försatts i konkurs på basis av gäldenärens ansökan.⁸⁸

Av borgenärerna är skatteverket den part som är mest aktiv med att söka företag i konkurs. Men den försvagade ställningen har snarare minskat än ökat konkursansökningarna. Före reformen söktes 17,6 % av företagen i konkurs på basis av skatteverkets ansökan, medan andelen är 15,3 % efter förändringen i förmånsrätten. Även försäkringsbolag har varit relativt aktiva med att söka företag i konkurs (4,7 % före förändringen av förmånsrätten och 6,9 % efter). Ca. 3 % av ansökningarna som lett till konkurs har gjorts av banker, vilket är litet. Men bankerna kan i praktiken ligga bakom en betydligt högre andel av konkurserna genom att gäldenären själv sökt företag i konkurs, då banken inte har förnyat lånen.

⁸⁷ En potentiell orsak är att borgenärerna behöver en viss tid för att anpassa sitt beteende till ny lagstiftning. I så fall borde man finna större skillnader då år 1993 exkluderas från materialet, och åren 1990-1992 jämförs med år 1994. Men inte heller dessa resultat visade några signifikanta skillnader i tendensen att söka företag i konkurs.

⁸⁸ En orsak till att gäldenären själv ofta söker företag i konkurs torde vara att förhandlingar med långivare brutit samman så att alternativ saknas. Gäldenären kan även ha ett intresse av att söka sig själv i konkurs för att undvika personligt ansvar för styrelsemedlemmar och den verkställande direktören om det egna kapitalet i aktiebolag har förbrukats (se ABL 13 kap. 2 §, samt 15 kap. 1 §). En fördel med en egen konkursansökan är att gäldenären då själv får föreslå interimistisk boförvaltare. Borgenär föreslår förvaltare ifall företaget försatts i konkurs på borgenärs ansökan (se Havansi 1991 ss. 109, 113).

Tabell 5.6 Påverkade förändringen av förmånsrätten olika borgenärers benägenhet att söka företag i konkurs?

Part som sökte företaget i konkurs	Före förmånsrättsförändringen	Efter förmånsrättsförändringen
Gäldenären själv	257 (70,60 %)	231 (72,19 %)
Skatteverket	64 (17,58 %)	49 (15,31 %)
Försäkringsbolag	18 (4,95 %)	23 (7,19 %)
Leverantör	6 (1,65 %)	4 (1,25 %)
Bank	12 (3,30 %)	10 (3,12 %)
Övriga	7 (1,92 %)	3 (0,94 %)

Chi²-test(6) = 3,753, prob värde = 0,710

Skatteverkets benägenhet att söka företag i konkurs kan vara beroende på företagsstorleken och skatteskuldernas storlek. Tabell 5.7 innehåller resultat då vi statistiskt kontrollerar för den effekt som dessa faktorer kan ha på benägenheten att söka företag i konkurs.⁸⁹ Beroendevariabeln i regressionen tar värdet ett om skattemyndigheterna sökt ett företag i konkurs och noll annars. En negativ koefficient på en variabel innebär således att sannolikheten att skattemyndigheterna skall söka företaget i konkurs är lägre för företag för vilka variabeln antar ett högre värde.

Resultaten i tabellen visar att variabeln ”nyfall”, som antar värdet ett om företaget söks i konkurs efter förmånsrättsreformen och noll annars, har en negativ koefficient vilket pekar på att sannolikheten att skatteverket skall söka ett företag i konkurs är lägre efter än före förmånsrättsreformen.

⁸⁹ Vi använder oss av en logistisk regression för att analysera vilka faktorer som inverkar på sannolikheten för att skatteverket skall söka ett företag i konkurs. Se Maddala (1989 ss. 272-279) eller Hosmer & Lemeshow (1989) för en beskrivning av logitmodellen.

Tabell 5.7 Analys av faktorer som inverkar på sannolikheten att skatteverket skall söka företag i konkurs (logitresultat)

	Koefficient (prob-värde)
Nyfall	-0,377 (0,097)
Tillgångar (naturliga logaritmen)	-0,181 (0,009)
Skatteskulder / totala skulder	2,701 (0,002)
Konstant	0,850 (0,373)

(Antal observationer = 608)

Ett annat resultat som visar att skatteverkets benägenhet att söka företag i konkurs snarare minskat än ökat är att skatteskulderna i relation till totala skulderna i medeltal varit högre efter förmånsrättsreformen – 3,2 % i jämförelse med 6,4 % (se tabell 5.4). För de fall som skatteverket sökte i konkurs var skatteskulderna i medeltal 6,2 % för fallen före reformen och 10,1 % för fallen efter reformen.

Vi kan således konstatera att den uteblivna förmånsrätten inte lett till att staten börjat ingripa i ett tidigare skede mot att stora skatteskulder byggs upp. Resultatet kan förklaras på flera olika sätt: möjligen kan staten i större utsträckning än tidigare ha medverkat till uppgörelser med krisdrabbade företag utom konkurs (jfr. SOU 1992:113 s. 329). Skatteverket var dock negativt till en rekonstruktion i hela 76,3 % av de fall då de gett ett utlåtande om rekonstruktionsmöjligheterna (se tabell 6.3).

En annan orsak är att skatteverket varit mera restriktivt med att söka företag i konkurs under lågkonjunkturen, som var speciellt djup under åren 1991 till 1992, då antalet konkurser även i övrigt ökade. De företag som försattes i konkurs år 1993 och 1994 kan ha haft problem med att betala skatter under en längre tidsperiod. Slutligen har skatteverken kanske inte getts tillräckligt med resurser för att effektivisera övervakningen, trots att det kan ha legat i statens intresse. En försämrad förmånsrätt för skatter borde kanske åtföljas av en resursförstärkning som kunde möjliggöra den effektivare övervakning som reformen skulle påkalla.

5.3 Förmånsrätten och totala utdelningen till borgenärerna

Förmånsrätten kan inverka på den totala utdelningen till borgenärerna på potentiellt flera olika sätt: en försämrade förmånsrätt för företagsinteckningen kan ha lett till att bankerna och andra som har en företagsinteckning som säkerhet börjat bevaka företag noggrannare och har sökt företag som saknar framtidsutsikter i ett tidigare skede i konkurs (jfr. Jackson & Kronman 1979, ss. 1158-1159, Bebchuk & Fried 1996, ss. 898-899).

Dessutom kan säkerhetsborgenärernas något försämrade ställning ha inverkat på tillgången till finansiering. Man har i flera teoretiska studier konstaterat att tillgången till främmande kapital är positivt relaterad till förmånsrätten för nya (eller förnyade) lån (ex. Berkovitch & Kim 1990, Gertner & Scharfstein 1991, Hudson 1995, samt generellt även Bulow & Shoven 1978 och White 1989). Liknande synpunkter framförs även av Insolvensutredningen, som poängterar att en mera restriktiv kreditgivning kan vara till fördel, och att man därigenom skulle kunna förebygga sådana insolvenssituationer där frikostiga krediter snarare fördjupat ett företags insolvens än bidragit till att avvärja den (se SOU 1992:113 s. 327).

Som vi konstaterade i kapitel 3 leder en relativt stark position för säkerhetsborgenärer till att tillgången till kapital för finansiellt pressade, men livsdugliga företag⁹⁰ förbättras, men den kan även leda till att konkurs för icke livsdugliga företag fördröjs.⁹¹ Slutligen har sloandet av de allmänna förmånsrätterna inneburit att utdelningen fördelas på fler borgenärer än tidigare och att borgenärerna i genomsnitt får en mindre utdelning i pengar. Det kan ha minskat borgenärskollektivets intresse att övervaka konkursbona, vilket potentiellt kan ha haft konsekvenser för realisationsresultatet och utdelningen (se Regeringens Proposition 1992rd – RP181 s. 12).

⁹⁰ Notera att en sämre kapitaltillgång åt finansiellt pressade, men livsdugliga företag, inte är ett argument för att ge säkerhetsborgenärer en stark position. En svagare position kan, åtminstone i teorin, leda till att kapitaltillgången bryts i ett tidigare skede (Hudson 1995, med flera). Men företaget kan fortsätta att verka om det istället genomgår en rekonstruktion, och rekonstruktionsmöjligheterna kan till och med vara bättre om kapitaltillgången stryps i ett tidigare skede, eftersom rekonstruktionsmöjligheterna kan försvåras om rekonstruktionen fördröjs.

⁹¹ Handlingar tillgängliga då materialet insamlades visade att endast 8,3 % (38/457) av företagen fortsatte i någon form efter konkursen (vi fann inga uppgifter för 299 fall), vilket indikerar att de flesta företag som försätts i konkurs är livsdugliga och att tillgångarna tas i andra bruk efter konkursen.

Avsnittet analyserar de potentiella realekonomiska effekterna empiriskt, dels genom att jämföra totala utdelningen före och efter reformen, dels genom att studera om totala utdelningen påverkats.

Vi har konstaterat att företagsinteckningens ställning försvagats något i och med förändringen av förmånsrättsordningen. Utgående från resonemanget i kapitel 3 kan det leda till att säkerhetsborgenärer blir mer restriktiva med långivningen och verkar för att icke livsdugliga företag försätts i konkurs i ett tidigare skede. Detta kan potentiellt avspeglas i utdelningen till borgenärerna. Vi rapporterar resultat separat för aktiebolag, eftersom den ovan presenterade teorin baserar sig på att ägarna inte kan förlora mera än det satsade kapitalet.

Tabell 5.8 summerar totala utdelningen i relation till skulderna för olika företagsstorlekskategorier. Utdelningsprocenttalet är beräknat som totala utdelningen till såväl pantinnehavare som övriga borgenärer i relation till skulderna (benämnd "utdelning alla borgenärer" i tabellen), samt som utdelningen definierad enligt ovan minskad med utdelning på basis av fastighetsinteckning och panträtt på aktier i relation till skulderna (benämnd "utdelning exklusive pantinnehavare" i tabellen).⁹² Det senare måttet ger en indikation om den totala utdelningen som kan fördelas mellan borgenärerna enligt förmånsrättsordningen. I det förstnämnda måttet är nämnaren skulderna enligt boförteckningen och i de andra måttet skulderna enligt boförteckningen minskad med utdelning på basis av fastighetsinteckning och panträtt på aktier.

I vissa fall saknades uppgifter om utdelning till innehavare av fastighetsinteckning eller panträtt, antingen på grund av att tillgångarna inte realiserats, trots att konkursboet avslutats, eller på grund av att borgenären själv skött försäljningen. Dessa fall exkluderades från undersökningen.

Resultaten som presenteras i tabell 5.8 visar inga statistiskt signifikanta skillnader vare sig i medel- eller medianutdelningen.⁹³ Medelvärdet (medianvärdet) på utdelningen till alla borgenärer var 16,2 % (8,0 %) före förmånsrättsförändringen och 13,7 % (7,01 %) efter förmånsrättsförändringen. Utdelningen blir naturligtvis något lägre då vi borträknar den utdelning som borgenärer fått på basis av fastighetsinteckning och panträtt i

⁹² I praktiken är aktier främst realisation av aktier i fastighetsbolag och aktielokaler (jämförbara med bostadsrätter). Aktier och fastigheter utgör de huvudsakliga tillgångar (förutom företagsinteckningen) i vilka borgenärerna har särskild förmånsrätt, men beräkningssättet torde exkludera vissa separatister. I den mån det är fallet torde det leda till att de procenttal som är angivna för "utdelningen exklusive pantinnehavare" är något överskattade.

⁹³ Tabellen rapporterar endast test av skillnaden i medelvärden, men test av skillnader i medianerna gav nästan identiska resultat.

aktier. Medelvärdet (medianvärdet) är då 8,3 % (2,3 %) för fallen som härstammar från tiden före förändringen i förmånsrätten och 8,1 % (3,1 %) för fallen som härstammar från tiden efter förändringen i förmånsrätten.

Tabell 5.8 Totala utdelningen till borgenärerna före och efter förmånsrättsförändringen

	Gamla förmånsrätten (-- 31.12.1992)			Nya förmånsrätten (1.1.1993 --)			Prob- värde ^a
	Medeltal	Median	N	Medeltal	Median	N	
<i>Alla företag:</i>							
Utdelning alla borgenärer (%)	16,23 %	7,96 %	288	13,72 %	7,06 %	264	0,178
Utdelning exklusive pantinnehavare (%)	8,28 %	2,30 %	287	8,05 %	3,08 %	263	0,886
<i>Aktiebolag:</i>							
Utdelning alla borgenärer (%)	17,85 %	7,96 %	172	15,18 %	8,63 %	141	0,339
Utdelning exklusive pantinnehavare (%)	9,31 %	1,81 %	172	7,69 %	3,04 %	140	0,507
<i>Alla företag med skulder < 1 milj FIM</i>							
Utdelning alla borgenärer (%)	8,37 %	3,72 %	60	12,21 %	4,21 %	73	0,246
Utdelning exklusive pantinnehavare (%)	6,39 %	2,14 %	60	9,48 %	3,39 %	73	0,307
<i>Alla företag med skulder 1 - 2 milj FIM</i>							
Utdelning alla borgenärer ^b (%)	14,03 %	2,91 %	60	14,69 %	6,78 %	66	0,861
Utdelning exklusive pantinnehavare (%)	5,83 %	1,18 %	54	9,04 %	3,19 %	66	0,187
<i>Alla företag med skulder 2 milj - 5 milj FIM</i>							
Utdelning alla borgenärer (%)	17,39 %	8,65 %	78	13,19 %	9,02 %	83	0,288
Utdelning exklusive pantinnehavare (%)	10,44 %	2,32 %	78	7,05 %	3,08 %	83	0,412
<i>Alla företag med skulder > 5 milj FIM</i>							
Utdelning alla borgenärer (%)	21,95 %	14,07 %	90	15,87 %	9,91 %	42	0,117
Utdelning exklusive pantinnehavare (%)	9,33 %	4,85 %	89	5,95 %	2,47 %	41	0,139

a Rapporterade prob-värdet är för ett t-test.

b Beräknat som totala utdelningen till borgenärerna i relation till skulderna i boförteckningen.

c Beräknat som totala utdelningen till borgenärerna, exklusive pantinnehavare, i relation till skulderna. Skulderna har minskats med utdelningen till pantinnehavarna.

Tabellen illustrerar även att utdelningen, generellt sett, växer något med storleken på de totala skulderna: till exempel, medelvärdet på utdelningen till alla borgenärerna efter förmånsrättsförändringen är 12,21 % då skulderna är mindre än 1 milj. FIM, 14,69 % då skulderna är mellan 1 milj. FIM och 2 milj. FIM, 13,19 % då skulderna är mellan 2 milj. FIM och 5 milj. FIM, samt 15,87 % då skulderna överstiger 5 milj. FIM.

Vi konstaterade ovan att medelvärdet på totala utdelningen till borgenärerna i relation till skulderna är cirka 2,5 % lägre för de fall som försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen. Trots att skillnaden i medelvärdet inte är signifikant, pekar detta på att borgenärerna får något mindre efter förändringen av förmånsrätten? Vi ser utgående från tabell 5.4 att företagen från åren före förmånsrättsförändringen i medeltal är något större och att deras tillgångsstruktur är annorlunda såtillvida att en större del av tillgångarna utgörs av fastigheter och aktier. En noggrannare analys förutsätter en kontroll för dessa faktorer.

Regressioner (tobit)⁹⁴ i vilka vi jämför utdelningen före och efter reformen är presenterade i tabell 5.9. I regression 1 till och med 4 är beroende variabeln utdelningen till alla borgenärer (%), och i regression 5 till och med 8 är utdelningen definierad som utdelningen sammanlagt exklusive betalningar till pantinnehavarna. Resultat presenteras separat för hela urvalet och aktiebolag. Variabeln ”nyfall” tar värdet 1 om företaget försatts i konkurs efter att nya förmånsrätten trätt i kraft och noll annars. En negativ koefficient innebär således att utdelningen var högre före förändringen.

Studera först regression 1. Variabeln ”nyfall” har en koefficient på -0,28, vilken pekar på att utdelningen totalt sett skulle vara 0,28 % lägre efter förändringen av förmånsrätten. Koefficienten är inte signifikant olika noll. Felrisken är hela 89 % om man drar slutsatsen att förändringen av förmånsrätten påverkat den totala utdelningen till borgenärerna. Skillnaden är av samma storleksklass i regression 2 då endast aktiebolagen ingår i urvalet. Även resultaten i regressionerna 5 och 6, då betalningarna till panthavare exkluderats från utdelningen visar att det inte finns några signifikanta skillnader i utdelningen till borgenärerna före och efter förmånsrättsförändringen.

Av de andra variablerna ser vi att utdelningen är positivt korrelerad med andelen fastigheter och aktier i relation till totala tillgångarna, dvs. tillgångar som oftast är intecknade eller pantsatta. I motsats till omsättningstillgångar och vissa andra anläggningstillgångar kan de intecknade tillgångarna

⁹⁴ En vanlig regression kan inte användas eftersom fördelningen av den beroende variabeln är ”trunkerad”. Utdelningen kan inte vara lägre än noll procent. En tobit regression lämpar sig för ”trunkerat” data. Se Maddala (1989 s. 283-289) för en presentation av tobit modellen.

inte säljas och investeras i projekt med ett volatilt utfall men negativt nettovärde, som till exempel fortsatt verksamhet i ett livsodugligt företag (jämför kapitel 3). En större utdelning i relation till skulderna innebär att långivare kan prissätta krediter lägre ex ante. Resultaten överensstämmer således med Smith & Warner (1979 s. 127) prediktion att säkerhetsskulder som begränsar rätten att överlåta tillgångar minskar lånekostnaderna.

Resultaten i tabellen visar även att utdelningsprocenten är positivt korrelerad med storleken på skulderna. Den troliga orsaken är att större företag övervakas noggrannare av borgenärerna och försätts därför i ett tidigare skede i konkurs.

Tabell 5.9 Faktorer som påverkar totala utdelningen i konkurs. I regression (tobit) 1 - 4 är utdelningen beräknad som betalningar sammanlagt till borgenärerna i relation till totala skulderna och i regression (tobit) 5 - 8 som totala utdelningen minskad, med betalningarna till panthavare, i relation till skulderna (prob-värden i parenteserna)

	Regression 1	Regression 2	Regression 3	Regression 4	Regression 5	Regression 6	Regression 7	Regression 8
Företag som ingår i urvalet	Alla företag	Endast aktiebolag	Alla företag	Endast aktiebolag	Alla företag	Endast aktiebolag	Alla företag	Endast aktiebolag
(1) Nyfall	- 0,281 (0,890)	1,916 (0,523)	1,833 (0,642)	-1,345 (0,817)	0,795 (0,707)	-2,254 (0,704)	0,841 (0,820)	-2,228 (0,698)
(2) Skulder (logaritmen)	2,721 (0,005)	4,190 (0,003)	2,742 (0,005)	4,186 (0,003)	1,911 (0,042)	3,315 (0,013)	1,912 (0,042)	3,251 (0,021)
(3) Fastigh. + aktier / tillg.	24,419 (0,000)	30,070 (0,000)	24,491 (0,000)	30,187 (0,000)	-	-	-	-
(4) Banksk./skulder tot.	-4,692 (0,161)	-10,015 (0,075)	- 3,209 (0,434)	-13,169 (0,076)	-	-	-	-
(5) Banksk./skulder tot.	-	-	-	-	-6,680 (0,044)	-10,467 (0,072)	-6,643 (0,107)	-14,221 (0,066)
(1) * (4)	-	-	-4,070 (0,531)	6,585 (0,514)	-	-	-	-
(1) * (5)	-	-	-	-	-	-	-0,104 (0,988)	8,508 (0,461)
Konstant	-31,196 (0,027)	-52,988 (0,010)	-32,313 (0,023)	-51,407 (0,013)	-21,448 (0,125)	-42,205 (0,047)	-21,478 (0,128)	-39,729 (0,063)
Antal observationer	524	294	524	294	529	299	529	299

Även om totala utdelningen inte påverkats av förändringen i förmånsrätten i medeltal, är det möjligt att utdelningen påverkats i specifika situationer. Den försvagade företagsinteckningen har den största konsekvensen för säkerhetsborgenärerna, dvs. i regel bankerna, då bankskulden är stora. Man kan således förvänta sig att utdelningen till borgenärerna efter reformen förbättrats speciellt då bankskulden är stora.

Vi använder oss av en interaktionsterm mellan variabeln ”nyfall” och bankskulden i relation till totala skulderna för att studera frågan. Interaktionstermen är betecknad (1)*(4) i regressionerna 3 och 4 i vilka totala utdelningen i relation till skulderna är beroende variabel.

I regressionerna 7 och 8 är utdelningen till borgenärerna, exklusive pantinnehavarna, i relation till skulderna beroende variabel. För att ha en definition av bankskulden som överrensstämmer med definitionen av beroende variabeln är bankskulden i relation till totala skulderna här beräknade som: (bankskulder - utdelning åt pantinnehavare) / (skulderna totalt - utdelning åt pantinnehavare). Interaktionstermen är betecknad (1)*(5) i regressionerna.

Ifall banker börjat söka företag i konkurs i ett tidigare skede av de finansiella problemen efter förändringen av förmånsrättsordningen speciellt då bankskulden är stora, och ifall utdelningen åt borgenärerna ökat som en konsekvens härav, borde interaktionstermerna ha positiva förtecken. De empiriska resultat som presenterats i tabell 5.9 ger dock inget stöd för resonemanget. Två av interaktionstermerna är positiva medan två är negativa. Ingen av interaktionstermerna är signifikant olika noll.

Resultatet kan förklaras på olika sätt. För det första kan förmånsrätten sakna konsekvenser för bankers och andra säkerhetshavares intresse för att bevaka företag noggrant och försätta dem i konkurs i ett tillräckligt tidigt skede av de finansiella problemen. För det andra kan försvagningen av bankernas position via företagsinteckningen ha varit för liten för att resultera i empiriskt identifierbara skillnader i beteendet. För det tredje kan borgenärer behöva tid att lära konsekvenserna av ett nytt regelsystem och att anpassa beteendet.⁹⁵ En analys av ett senare material kunde således ge andra resultat.

⁹⁵ Ifall tid krävs för att anpassa beteendet kunde man förvänta sig att skillnaden i utdelningen före och efter förmånsrätten skulle vara större om fall från år 1993, dvs. det första året efter förändringen, exkluderas från materialet. Men de empiriska resultaten var dock nästan identiska då dessa fall exkluderades.

5.4 Förmånsrätten och konkurskostnaderna

Konkurskostnaderna har stor betydelse för utdelningen. Konkurskostnader kan indelas i direkta och indirekta. Direkta kostnader inkluderar arvoden till konkursförvaltare och andra direkta omkostnader. Indirekta konkurskostnader omfattar t.ex. förlorade kunder på grund av konkursen och förluster på grund av att tillgångar sålts till underpris i konkurs (jämför Weiss 1990).

I den finska propositionen med förslag till lagstiftning om revidering av förmånsrättssystemet (1992 rd – RP 181 s. 23) nämns att slopandet av förmånsrätterna leder till att de icke förmånsberättigade borgenärernas intresse att delta i konkursförfarandet ökar, och att antalet konkursbevakningar, och kanske även bestridanden och separata rättegångar skulle öka som en konsekvens av detta. Detta kunde i viss mån påverka konkursförvaltarnas arbetsbörda, och reflekteras i arvodena.

Tabell 5.10 jämför de direkta konkurskostnaderna före och efter reformen. De direkta kostnaderna definieras som konkursförvaltarens arvoden och övriga omkostnader, och rapporteras dels i relation till skulderna och dels i relation till de sammanlagda medlen som använts för utdelning till borgenärerna och direkta konkurskostnader. Resultaten i tabellen visar att kostnaderna efter reformen skulle vara något högre – i medeltal 4,8 % i relation till skulderna efter i jämförelse med 3,9 % före. Kostnaderna i relation till tillgängliga medel (definierat som summan av utdelningen till borgenärerna och de direkta kostnaderna) är i medeltal 41,4 % för fallen från tiden före förmånsrättsförändringen och 44,9 % för fallen från tiden efter.

Detta skulle indikera att konkurskostnaderna ökat något. Men regressionsresultat där vi kontrollerar för företagsstorlekens betydelse för kostnaderna visar att så inte är fallet. De direkta kostnaderna i relation till skulderna är inte signifikant skilda före och efter reformen. Regressionsresultaten visar att kostnaderna i relation till de tillgängliga medlen (definierade som summan av utdelning till borgenärerna och de direkta kostnaderna) till och med är något lägre efter förmånsrättsreformen.⁹⁶

⁹⁶ Då den beroende variabeln är de direkta kostnaderna i relationen till skulderna, är regressionsresultatet:

Direkta kostnader	0,158	+ 0,004 * nyfall	- 0,0087 * Intillg
/ skulder =	(0,000)	(0,233)	(0,000)

Tabell 5.10 Direkta konkurskostnader

	Före för- månsrätts- reformen (medelvärde)	Före för- mån- s- rättsreformen (medelvärde)	Prob-värde ^d
Direkta konkurs- kostnader ^a / skul- der ^b	3,87 %	4,85 %	0,003
Direkta konkurs- kostnader / till- gängliga medel ^c	41,41 %	44,87 %	0,184

a De direkta konkurskostnaderna är definierade som arvoden till konkursförvaltarna, samt övriga omkostnader. De övriga omkostnaderna inkluderar annonseringskostnader, auktionskostnader, resekostnader, kostnader för borgenärssammansamträden, dagtraktamenten, arvoden för specialrevisioner, övriga juristarvoden. I vissa fall var dessa bristfälligt specificerade, varför kostnaderna utgör en låg skattning av de totala kostnaderna.

b Skulderna är tagna från boförteckningen.

c De tillgängliga medlen är definierade som summan av utdelningen till borgenärerna, förvaltarnas arvoden samt omkostnader.

d De rapporterade prob-värdena är för ett t-test.

Då den beroende variabeln är direkta kostnader i relation till de tillgängliga medlen (arvoden + omkostnader + utdelning åt borgenärerna), blir regressionsresultatet:

Direkta kostnader	2,323	-0,045 * nyfall	- 0,140 * lntillg
/ tillgängliga medel	(0,000)	(0,038)	(0,000)
=			

där "Nyfall" tar värdet 1 ifall företaget försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen och noll annars, och "lntillg" är den naturliga logaritmen av tillgångarna. Prob-värden rapporteras under respektive variabels koefficient. Prob-värdet anger felrisken ifall man drar slutsatsen att koefficienten på en viss variabel är lika med noll. Felrisken är sålunda 23,3 % ifall man drar slutsatsen att förändringen i förmånsrätten påverkade storleken på de direkta kostnaderna i relation till skulderna, och felrisken är 3,8 % ifall man drar slutsatsen att förmånsrätten inte påverkat storleken på konkurskostnaderna då kostnaderna i relation till de tillgängliga medlen är beroende variabel i regressionen. Antalet observationer är 608 i den första och 542 i den andra regressionen.

De direkta konkurskostnaderna utgör dock endast en del av de totala konkurskostnaderna. En indikation om summan på de totala konkurskostnaderna erhålls genom att jämföra tillgångarnas värdering enligt boförteckningen med den faktiska realisationen. Tillgångarna utgående från boförteckningen i relation till skulderna var i medeltal 41,54 % och att medianvärdet var 36,20 %. Utdelningen till borgenärerna i relation till skulderna var i medeltal 15,03 % och medianvärdet var 7,62 %. Om värdena i boförteckningen reflekterar gängse värden på tillgångarna,⁹⁷ indikerar detta att de totala konkurskostnaderna rör sig kring 26,51 % av skulderna (41,54 % minskat med 15,03 %). De direkta kostnaderna i relation till skulderna är endast i medeltal 3,87 % för fallen som försatts i konkurs före förändringen av förmånsrätten och 4,85 % för fallen efter.

5.5 Förmånsrätten och försäljning av tillgångar i konkurs

Intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan ha konsekvenser för konkursrealisationen. Resonemanget i kapitel 2 pekar på att konkursförvaltningen och säkerhetsborgenärerna kan föredra en snabb försäljning av tillgångarna istället för att använda tid och resurser för att försöka identifiera alternativa köpare som betalar ett högre pris. Dessa incitament till snabb utförsäljning är särskilt starka då säkerhetsborgenärerna får nära full utdelning i samband med ett tidigt bud. Om en budgivare ger ett bud som ger full utdelning har säkerhetsborgenärerna inget intresse av att ytterligare, potentiellt högre bud införskaffas. En fördröjd försäljning kan snarare vara riskfylld för säkerhetsborgenärerna. De senare inkomna buden kan vara lägre samtidigt som man förlorar den första budgivaren.

Har teorin relevans för finska förhållanden? Det är svårt att empiriskt verifiera att tillgångar sålts till underpris, men ett indirekt mått kan användas. Resonemanget i avsnitt 3.2.2 implicerar en negativ korrelation mellan företagshypotekets ställning och tiden mellan konkurs och försäljningen av tillgångarna. Med andra ord man är mera benägen att acceptera ett bud som kommer i ett tidigt skede av konkursen om företagshypotekets ställning är stark, medan mera tid och resurser används för att hitta en köpare då ställningen är svagare.

⁹⁷ Tillgångarna i boförteckningen borde värderas till gängse värden, inte bokförings- eller beskattningsvärden (Havansi 1991 ss. 153-154). Men eftersom den tillbudsstående tiden är begränsad då boförteckningen skall uppgöras, torde man ändå i många fall förlita sig på schematiska värderingar som kan vara baserade på bokföringsvärden. Det finns således en risk att tillgångarna är övervärderade i boförteckningen.

Empiriska resultat är presenterade i tabell 5.11. Beroende variabeln i regressionen är tiden i dagar mellan konkursansökan och den värdemässigt största försäljningstransaktionen av omsättningstillgångar och anläggningstillgångar (exklusive fastigheter). Vi fann uppgifter om tiden för 112 fall. Mediantiden är 87 dagar och tiden i medeltal 188 dagar. Försäljningens belopp i relation till totala realisationen är i medeltal 59 % medan medianvärdet är 65 %. Relativt många av företagen torde således ha sålts till part som fortsatt med konkursboets verksamhet i en annan juridisk persons regi.

De förklarande variablerna i regressionen är utdelningen till företagshypoteket (%), variabeln "nyfall" (tar värdet 1 om företaget försatts i konkurs efter förmånsrättsförändringen 31.12.1992), samt skuldernas storlek (naturliga logaritmen). Om mera tid och resurser används för att hitta en köpare då företagshypotekets ställningen är svagare borde vi få en negativ koefficient på utdelningen till företagshypoteket, och en positiv koefficient på variabeln "nyfall" i regressionen eftersom företagshypotekets ställning i medeltal försvagades i och med förändringen av förmånsrätten (se tabell 5.5). För att minska extrema värdenas inverkan på regressionsresultaten använder vi oss av den naturliga logaritmen av försäljningstiden som beroende variabel.

Tabell 5.11 Sambandet mellan tid till realisation av de huvudsakliga tillgångarna i konkurs och företagshypotekets ställning (prob-värden i parenteserna).

	Regression 1 ^a	Regression 2 ^a
Utdelning till företagshypoteket (%)	-0,0018 (0,644)	-
Nyfall ^b	-	0,1647 (0,512)
Skulder (naturliga logaritmen)	0,1463 (0,305)	0,1830 (0,162)
Konstant	2,4031 (0,323)	1,7166 (0,388)
Antal observationer	90	103

a Tiden i dagar mellan konkursansökan och den markmässigt största försäljningstransaktionen av omsättningstillgångar och anläggningstillgångar (exklusive fastigheter) är beroende variabel.

b Variabeln nyfall tar värdet 1 om företaget söks i konkurs efter förändringen av förmånsrätten 31.12.1992 och noll annars.

Utdelningen till företagshypoteket har en negativ koefficient och variabeln nyfall en positiv koefficient i regressionen i tabell 5.11, vilket överensstämmer med prediktionen att konkursförvaltningen använder mera tid för att

hitta en köpare i fall då företagshypotekshavarna får en sämre utdelning, men koefficienterna är inte signifikant olika noll. Vi kan därför inte förkasta nollhypotesen att samband saknas mellan företagshypotekets ställning och tiden tills tillgångarna säljs.

En möjlig förklaring till det svaga sambandet är att utdelningsprocenttalen överlag varit låga. För de fall som företagsinteckningsfordringar erhållit en utdelning överhuvudtaget fick fordringarna mindre än 16,85 % i utdelning i hälften av fallen före förändringen av förmånsrätten och mindre än 45,90 % i trefjärdedelar av fallen. Efter förändringen fick företagsinteckningen mindre än 16,24 % i hälften av fallen och mindre än 35,79 % i trefjärdedelar av fallen.

Den relativt svaga ställningen för företagshypoteket ökar, enligt resonemanget ovan, säkerhetsborgenärernas incitament att verka för att tillräckligt med tid och resurser används för att realisationsresultatet skall maximeras. Problemet har större relevans då företagsinteckningen har en starkare ställning, vilket torde vara fallet i Sverige.⁹⁸

5.6 Förmånsrätten och tillgången på kapital - empiriska resultat

Ett argument som framförts i många sammanhang mot att försvaga säkerhetshavarnas ställning är att lägre säkerhetsvärden skulle minska tillgången på kapital. Som vi konstaterade ovan kommer långivarna att anpassa låneräntan efter låntagarens risk i en idealiserad ekonomi där inga informationsproblem föreligger. Men om långgivaren är bristfälligt informerad om ett företags risk kan det vara optimalt att överhuvudtaget inte bevilja kredit till vissa företag. Tillgången på kredit blir ransonerad.

Man har argumenterat att informationsproblemet är beroende av hur lång erfarenhet som en viss bank och hela marknaden har av ett företag. Om ett företag har skött sina lån under en lång tid, är sannolikheten högre för att ägaren är pålitlig och att företaget kommer att sköta sina lån även i framtiden (Diamond 1991). Eftersom det inte är kostnadseffektivt att övervaka mindre företag lika noggrant som större företag torde även informationsproblemet och därmed risken för kreditransonering att vara större för mindre företag.

⁹⁸ Insolvensutredningen rapporterar att utdelningen åt innehavare av företagshypotek är 46 % (SOU 1992:113 s. 489), men som vi redogjort noggrannare för ovan i avsnitt 5.2.2 är beräkningssättet annorlunda och procenttalen därmed inte direkt jämförbara med dem som rapporteras här.

I en idealisk empirisk analys av kreditransoneringsargumentet kunde man lämpligen jämföra mängden kredit som är tillgänglig från banker och andra institutionella placerare då säkerhetshavarnas ställning är stark med en situation där säkerhetshavarnas ställning är svag. Vi har inte tillgång till dylika data. Förändringen av företagshypotekets ställning i Finland torde inte ha varit tillräckligt genomgripande för att ha haft en signifikant inverkan på bankernas utlåning.

En indirekt analys av kreditransoneringsargumentet kan göras genom att studera karakteristika hos företag som lånade med företagshypoteket som säkerhet i Finland. I avsnitt 3.1.5 argumenterade vi för att kreditransonering är ett problem om informationsproblemen är svåra och långivarna inte kan ges fullgoda säkerheter. De resultat som vi presenterat i tabell 5.5 visar att företagshypoteket är en svag säkerhet i Finland. Utdelningen var endast 9.5 % i medeltal efter förmånsrättsreformen. Den låga utdelningen innebär att värdet på lånet är beroende av hur det går för företaget. En förändring vad gäller risken av företagets verksamhetsinriktning kan även ha konsekvenser för värdet på lånet.

Vi använder ett datamaterial bestående av 767 företag av vilka 94 företag försatts i konkurs. Databasen har sammanställts av Asiakastieto Oy, ett finskt kreditupplysningsbolag, och innehåller slumpmässigt valda företag som skickat sina bokslut till patent- och registerverket och för vilka uppgifter om företagshypotek finns tillgängliga. Konkursföretagen utgörs av företag som försatts i konkurs mellan juli 1995 och februari 1997 för vilka bokslutsdata fanns tillgängligt. Företagen i urvalet är relativt små. Medianvärde på tillgångarna för de "friska" företagen är 4,561 miljoner FIM och 3,950 miljoner FIM för de företag som försatts i konkurs.

I tabell 5.12 presenterar vi resultat från en analys av karakteristika hos företag som lånar med företagshypoteket som säkerhet. Den beroende variabeln i den logistiska regressionen tar värdet 1 om företaget har företagshypotek och noll annars. En positiv koefficient på en variabel innebär sålunda att sannolikheten för att ett företag skall ha lånat med företagshypoteket som säkerhet stiger med högre värden på variabeln.

Vi argumenterade ovan för att kreditransonering kan vara ett problem speciellt för små och nystartade företag. Av speciellt intresse är således frågan huruvida små och unga företag oftare lånar med företagshypoteket som säkerhet. Vi använder skulderna (naturliga logaritmen) och företagets ålder (naturliga logaritmen) som mått.

Vi kontrollerar för en del andra faktorer som kan inverka på beslutet att låna med företagshypoteket som säkerhet i regressionerna. I andra studier har man funnit att högt skuldsatta företag och i övrigt företag med hög konkursrisk oftare lånar mot säkerhet (Leeth och Scott 1989). Vi använder företagets soliditet och variabeln konkurs som mått (tar värdet 1 ifall företaget

försatts i konkurs och noll annars). Regressionerna innehåller även ett mått på förändring i totala tillgångarna, eftersom man kan förvänta sig att växande företag oftare lånar med företagshypotek som säkerhet. Dessutom kontrollerar vi för branschtillhörighet, företagets avkastning på totala kapitalet och anläggningstillgångarna i relation till totala tillgångarna i regressionerna.

Resultaten i tabell 5.12 visar att större och äldre företag oftare lånar med företagshypoteket som säkerhet. Företagsstorleken och åldern har positiva och signifikanta koefficienter i alla rapporterade regressioner. Om alternativet till att låna mot företagshypotek är att inte låna alls, stöder således de empiriska resultaten resonemanget om att små och unga företag kan få problem med att få kredit från banker och andra institutionella långgivare ifall säkerhetsvärdena urholkas.

Tabell 5.12 En analys av sannolikheten för att företag lånar med företagshypotek som säkerhet. Prob-värden inom parentes.

	Alla företag	Alla företag som inte försatts i konkurs	Alla aktiebolag	Aktiebolag som inte försatts i konkurs
Skulder (logaritmen)	0.214 (0.000)	0.239 (0.000)	0.204 (0.001)	0.226 (0.000)
Ålder (logaritmen)	0.311 (0.007)	0.226 (0.074)	0.352 (0.004)	0.305 (0.025)
Anläggnings- tillgångar / totala tillgångar	0.193 (0.554)	0.409 (0.236)	0.181 (0.589)	0.337 (0.342)
Soliditet (kvadratroten) ^a	-0.042 (0.000)	-0.041 (0.000)	-0.039 (0.000)	-0.043 (0.000)
Avkastning på totala kapitalet (kvadratroten) ^a	0.002 (0.777)	0.004 (0.621)	0.002 (0.844)	0.006 (0.473)
Konkurs ^b	0.884 (0.001)	-	0.925 (0.002)	-
Förändring av totala tillgångar	0.276 (0.092)	0.216 (0.228)	0.279 (0.112)	0.217 (0.263)
Branschvari- abler	Ej rappor- terade	Ej rapporte- rade	Ej rapporte- rade	Ej rapporte- rade
Antal observatio- ner	767	673	711	627

a Ifall relationstalsvärdet var negativt tog vi kvadratroten av absoluta beloppet på relationstalet och gav sedan relationstalet dess ursprungliga förtecken.

b Variabeln tar värdet 1 ifall företag försatts i konkurs och noll annars.

6 Förmånsrätten och rekonstruktioner

Ett primärt syfte med förändringen i förmånsrättslagen är att förbättra möjligheterna att rekonstruera sådana företag som har betalningssvårigheter, men som bedöms kunna bli lönsamma på sikt (Kommittédirektiv 1995:163 s. 3). I Insolvensutredningens slutbetänkande frågar man sig om en ändring av förmånsrätten kan befrämja rekonstruktioner utan konkurs (SOU 1992:113 ss. 323 - 328). Man rekommenderar också en viss försämring av företagshypotekets ställning såtillvida att s.k. produktiva löner skulle ges bättre förmånsrätt än företagshypotek.

Bakom reformförslaget ligger tanken att ge kreditgivaren ökade incitament att följa och ingripa i utvecklingen hos ett företag som är på väg in i en ekonomisk kris, samt även ett önskemål att komma till rätta med ett "överutnyttjande" av den statliga lönegarantin. Med dagens regler blir resultatet vid fortsatt drift av ett konkursföretag ofta att staten genom lönegarantin betalar de löner som företaget inte klarar av, och att den eventuella värdestegring av tillgångarna som sker som en följd av den fortsatta verksamheten kommer företagshypoteket tillgodo (SOU 1992:113 s. 324). Det faktum att lönegarantin endast tillämpas i konkurs gör reglerna konkursdrivande.⁹⁹

I kapitel 3 analyserade vi om olikheter i förmånsrätt mellan olika borgenärskategorier kan skapa intressekonflikter i samband med försök att rekonstruera företag. Som påpekades i teoriavsnittet kan kreditgivare med säkerheter föredra konkurs trots att borgenärskollektivet som helhet erhåller bättre utdelning vid en rekonstruktion. Dessa snedvridande incitament är särskilt starka då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp. Problemet minskar då säkerheternas värde i större utsträckning understiger skulderna, eftersom säkerhetsborgenärerna då belastas med en större del av värdeförlusterna när ett livsdugligt företag, dvs. ett företag som skulle ge borgenärerna som kollektiv mera, försätts i konkurs.

Kapitlet analyserar frågor relaterade till intressekonflikter mellan borgenärer och utfallet av rekonstruktionsförhandlingar. De huvudsakliga resultaten är:

Innan rekonstruktionsförhandlingar påbörjas i Finland skall gäldenärens ansökan delges de borgenärer som på grundval av storleken på sina fordringar anses vara betydande ges tillfälle att till domstolen ge ett skriftligt yttrande om gäldenärens lämplighet för en rekonstruktion (FöretSanL § 70). En analys av utlåtandena visar att leverantörer är positivare till en rekonstruktion än banker. Den bank som beloppsmässigt hade de största ford-

⁹⁹ Se även Eisenberg (1995 s. 50-52).

ringarna var negativ i sitt utlåtande i 33,2 % av de analyserade fallen, medan leverantörerna var negativa i endast 17,9 % av de analyserade fallen.

Vissa analyser visar att säkerhetshavarna tenderar att vara mer negativa till en rekonstruktion då säkerheternas värde i relation till skulden är högre. Sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs är även negativt relaterad till relationen mellan säkerheternas värde och skulderna. Sambandet är dock statistiskt signifikant endast i några av analyserna. Resultaten ger således ett svagt stöd för hypotesen att en stark ställning för säkerhetshavarna minskar deras intresse för en rekonstruktion.

Om en rekonstruktion ses som en möjlig lösning kan de totala skattekostnaderna minskas genom att bygga upp skatteskulder före rekonstruktionen vilka senare berörs av ackordet. De medel som kunde ha använts för att betala åtminstone en del av skatterna kan användas för andra ändamål som ligger närmare gäldenärens intresse. Resultaten visar att skatteskulderna ofta är stora i samband med rekonstruktioner. I de fall skatterna var upptagna i förteckningen över skulderna, uppgick de i medeltal till 9,3 % för fall då en rekonstruktionsplan fastställdes och 12,5 % för fall då rekonstruktionen avbröts och företaget försattes i konkurs. Två konsekvenser diskuteras. För det första ger det en viss konkurrensfördel för företag på obestånd eftersom de får lägre effektiva skattesatser under en tid före rekonstruktionen. För det andra, om det inte finns möjligheter till skatteackord i "privata låneomförhandlingar" (i praktiken oftast underhandsackord i Sverige), skapas en situation då en formell rekonstruktion föredras framför en privat rekonstruktion, trots att det kunde finnas vissa kostnadsfördelar med s.k. privata låneomförhandlingar. Privata låneomförhandlingar torde ofta kunna genomföras snabbare vilket inverkar på såväl de direkta som de indirekta kostnaderna för rekonstruktionen.

Kapitlet inleds med avsnitt 6.1 som presenterar rekonstruktionsmaterialet. Avsnitt 6.2 analyserar frågor relaterade till intressekonflikter mellan borgenärer och utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna, och avsnitt 6.3 behandlar frågor kring skatters förmånsrätt och beteendet kring rekonstruktioner.

6.1 Rekonstruktionsmaterialet

Behandlingen av rekonstruktioner är koncentrerad till 19 tingsrätter i Finland. Data har insamlats från 10 av tingsrätterna, nämligen från Helsingfors, Esbo, Vanda, Tammerfors, Lahtis, Joensuu, Seinäjoki, Vasa och Åbo.

Cirka 75 % av alla ansökningar om företagssanering under åren 1993 och 1994 har skett vid ifrågavarande tingsrätter.¹⁰⁰

Vi identifierade 653 fall som sökt om rekonstruktion. Först exkluderades jordbrukare och andra företagare inom primärproduktion från urvalet. Detta reducerade urvalet till 540 företag.

Det primära syftet med kapitlet är att analysera om olika borgenärs förmånsrätt inverkar på åsikterna om rekonstruktionsmöjligheterna och på valet mellan rekonstruktion och konkurs, d.v.s. en utförsäljning av företagets tillgångar. Få enskilda näringsidkare söker sig i konkurs när de blivit betalningsoförmögna. Orsaken till detta är att gäldenären svarar för en fordran som uppstått före konkursens början även med den egendom som han förvärvar i framtiden (KS § 85). Och borgenärerna använder sig ofta av andra indrivningsmetoder, såsom utmätning, för att få betalt av enskilda näringsidkare på obestånd. För att få ett urval där en realisation av företagets tillgångar i huvudsak genomförs inom ramen för konkurs exkluderades enskilda näringsidkare från urvalet. Det reducerade urvalet med 60 fall.

Därtill exkluderades företag om uppgifter om: tillgångar och skulder (72 fall), skuldstrukturen (42 fall), eventuell konkurs (13 fall) samt ålder (7 fall) saknades. Slutligen exkluderades 55 fall där företaget inte rekonstruerats men inte heller försatts i konkurs inom ett år efter att rekonstruktionen avbrutits. Uppgifter om huruvida en "privat" rekonstruktion genomförts och huruvida företaget avvecklats utom konkurs saknas för dessa.

Ovanstående urvalskriterier reducerade materialet till 291 fall. Av dessa är 211 aktiebolag och 80 handelsbolag eller kommanditbolag. Domstolen fastställde en rekonstruktionsplan för 122 (41,92 %) av de 291 fallen. Andelen för hela urvalet inklusive primärproducenterna är 29,64 % (157 / 524), och andelen för hela urvalet exklusive primärproducenter och enskilda näringsidkare 30,69 % (143 / 469).¹⁰¹ En orsak till den lägre andelen är att merparten av de företag som sedermera återtagit sin ansökan exkluderades som en konsekvens av urvalskriterierna.

Företagens tillgångar, skulder, skuldstruktur, driftsbidragsprocent, uppgifter om rekonstruktionsplanens innehåll samt vissa övriga grunddata om företagen framgår av tabell 6.1. Medianvärdet för tillgångarna i de fall för vilka en rekonstruktionsplan fastställdes är 5,63 miljoner FIM, och medelvärdet är 57,43 miljoner FIM. Den stora skillnaden mellan medelvärdet och medianvärdet beror främst på att ett par relativt stora börsnoterade företag ingår i urvalet. Medianvärdet för tillgångarna är 3,22 miljoner FIM, och medelvärdet 7,39 miljoner FIM för de fall där ansökan om rekonstruktion inte resulterat i att en plan fastställdes.

¹⁰⁰ År 1993 gjordes 436 av 593 av alla ansökningar och 1994 341 av 443 ansökningar till ifrågavarande distrikt (Statistikcentralen Rättsväsen 1994:4 och 1995:3).

¹⁰¹ Uppgifter om en rekonstruktionsplan fastställdes eller inte framgick inte ur domstolshandlingarna för 16 respektive 11 av fallen. Den vanligaste orsaken var att någon part överklagat domstolens beslut och att alla handlingar skickats till en högre instans.

Merparten av företagen är insufficienta. Medelvärdet (medianen) för tillgångarna i relation till skulderna är 86,35 % (88,29 %) för de rekonstruerade företagen. Värdena är i stort sett lika höga för de fall där rekonstruktionen avbrutits och företaget försatts i konkurs, 80,94 % respektive 78,95 %.

Tabell 6.1 Deskriptiv statistik för rekonstruktionsfall

	Fastställd rekonstruktionsplan			Avbrutna rekonstruktioner			Prob-värde ^a
	Medel-värde	Median-värde	N	Medel-värde	Median-värde	N	
Tillgångar ^b	57,43 Mmk	5,63 Mmk	122	7,39 Mmk	3,22 Mmk	169	0,015
Skulder ^b	53,67 Mmk	6,80 Mmk	122	8,81 Mmk	4,57 Mmk	169	0,015
Tillgångar / skulder	86,35 %	88,29 %	122	80,94 %	78,95 %	169	0,260
Säkerhets-skulder(%) ^c	61,71 %	61,10 %	120	64,96 %	69,83 %	163	0,482
Skatte-skulder (%) ^d	9,35 %	5,57 %	110	12,48 %	6,28 %	156	0,097
Omsättning ^e	13,33 Mmk	4,37 Mmk	110	7,43 Mmk	2,48 Mmk	127	0,007
Aktiebolag	72,13 %	-	122	72,78 %	-	169	0,903
Utdelning åt oprioriterade (%) ^f	43,87 %	40,00 %	100	-	-	-	-
Betalnings-tid ^g	6,70 år	6,67 år	106	-	-	-	-

a Prob-värde för t-test.

b Tillgångarna och skulderna är hämtade från delårsbokslut som bifogats till ansökan om rekonstruktion. Om delårsbokslut inte bifogats är beloppen från det sista årsbokslutet som fastställdes innan rekonstruktionen påbörjades.

c Säkerhetsskulder är definierade som summan av bankskulder, försäkringsbolagsskulder samt lån från utvecklingsbolag..

d Skatteskulder i relation till de totala skulderna enligt klassifikation i ansökningshandlingarna.

e Omsättningen är tagen från det sist fastställda årsbokslutet före ansökan om rekonstruktion.

f Utdelningsprocent för de oprioriterade borgenärerna enligt rekonstruktionsplanen.

g Tid till sista delbetalningen till de oprioriterade borgenärerna (oftast betalades utdelningen med jämna betalningar över perioden).

Tabell 6.1 innehåller även vissa uppgifter om innehållet i rekonstruktionsplanen. Utdelningsprocenten till de oprioriterade borgenärerna var i medeltal 43,87 %, medan medianvärdet var 40,00 %. Utdelningen betalas oftast med rak amortering. Betalningstiden från fastställande av rekonstruktionsplanen fram till sista betalningen var i medeltal 6,8 år och medianvärdet var 7 år.¹⁰²

Företagens branschtillhörighet framgår av tabell 6.2. Vi ser att 37,70 % av företagen med en fastställd rekonstruktionsplan är tillverkande företag. Andelen tillverkande företag bland dem vars rekonstruktion avbrutits och följts av konkurs, är 21,89 %. I motsvarande mån är andelen rekonstruerade företag lägre, främst bland serviceföretag och fastighetsförvaltande företag samt företag med finansiell verksamhet. Det använda statistiska testet visar

¹⁰² Svenska FörRekL 3 kap. § 2 kräver att utdelningen till de oprioriterade borgenärerna, om särskilda skäl ej föreligger, bör vara minst 25 % och att beloppet skall betalas inom 1 år. Inget av de finska fallen hade klarat ifrågavarande kriterium.

att branschfördelningen skiljer sig signifikant mellan företag med en fastställd rekonstruktionsplan och företag där rekonstruktionen avbrutits och företaget därefter försatts i konkurs.

Tabell 6.2 Företagens branschtillhörighet

Bransch	Fastställd rekonstruktionsplan	Avbruten rekonstruktion
Tillverkning	46 (37,70 %)	37 (21,89 %)
Byggverksamhet	14 (11,48 %)	23 (13,61 %)
Parti- och detaljhandel	29 (23,77 %)	45 (26,63 %)
Transport och kommunikation	10 (8,20 %)	7 (4,14 %)
Finansiell verksamhet, samt fastighetsuthyrning och -förvaltning	8 (6,56 %)	23 (13,61 %)
Övriga tjänster, (inkl. databehandlingsverksamhet, uthyrning av maskiner, juridiska tjänster etc.)	15 (12,30 %)	34 (20,12 %)
Sammanlagt	122 (100 %)	169 (100 %)

Pearson $c^2(5) = 14,568$ Prob-värde = 0,012

6.2 Förmånsrätten och intressekonflikter mellan olika borgenärskategorier

Argumentationen i kapitel 3 visar att så kallade intressekonflikter mellan borgenärer med bättre respektive sämre förmånsrätt kan leda till att olika borgenärskategorier ser olika på rekonstruktionsmöjligheterna. Borgenärer med god förmånsrätt kan föredra konkurs framför en rekonstruktion trots att borgenärskollektivet som helhet skulle erhålla en bättre utdelning i en rekonstruktion. Intressekonflikten är som mest accentuerad då säkerheternas värde ligger nära säkerhetsskulderna och företaget har osäkra framtidsutsikter. En försvagad ställning för säkerhetsborgenärer via företagshypoteket kan därför minska intressekonflikterna och därigenom underlätta företagsrekonstruktioner.

I avsnittet undersöks empiriskt dels om förmånsrätten inverkar på åsikterna om rekonstruktionsmöjligheterna – olika åsikter pekar på förekomsten av intressekonflikter, och dels om det finns ett samband mellan säkerhetsborgenärernas ställning och sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs. I avsnittet kontrollerar vi statistiskt för andra faktorer, såsom företagets lönsamhet och ålder, som kan inverka på sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs.

6.2.1 Förmånsrätt och åsikter om rekonstruktionsmöjligheterna

Vi använder utlåtanden från olika borgenärskategorier som underlag för en analys av om förmånsrätten inverkar på åsikterna om möjligheterna till rekonstruktion. Innan ett rekonstruktionsförfarande påbörjas skall de borgenärer som på grundval av storleken på sina fordringar anses vara betydande ges möjlighet att avge ett skriftligt yttrande om företaget kan anses vara lämpligt för en rekonstruktion (FöretSanL § 70). Domstolen bedömer vilka borgenärer som skall anses vara betydande.

Tabell 6.3 jämför bankernas inställning till en rekonstruktion med leverantörernas inställning. Leverantörerna saknar i normala fall förmånsrätt och deras åsikt representerar således de oprioriterade borgenärernas åsikt. I många fall hördes inga leverantörer överhuvudtaget, vilket minskar urvalsstorleken.¹⁰³

¹⁰³ Då leverantörer hördes, så hördes i medeltal 4,98 stycken. Medianantalet var 3 och som mest hördes 42 leverantörer. De stora skillnaderna i antalet som hörts förklaras delvis av företagsstorleken, men därtill förekommer en viss variation i praxis mellan olika domstolar.

Tabell 6.3 Förmånsrätten och olika borgenärers inställning till rekonstruktionsmöjligheterna. Uppgifterna baserar sig på borgenärernas utlåtanden till domstolen då möjligheterna att påbörja en rekonstruktion undersökts.

	Andel negativa	N	Prob-värde ^a
Leverantörer	17,88 %	155	-
Bank med de största fordringarna	33,18 %	211	0,006
Bank med de näst största fordringarna	26,89 %	119	0,009
Bank med de tredje största fordringarna	32,56 %	43	0,061
Skatteverket	76,30 %	135	<0,001

a Prob-värdet är för ett t-test. Vi testar noll-hypotesen att ifrågavarande kategoris åsikter om rekonstruktionsmöjligheterna överensstämmer med de oprioriterade borgenärernas inställning. Testet baserar sig endast på de fall då såväl leverantörer som banken ifråga eller skatteverket gett ett utlåtande.

Tabellen visar att den bank som beloppsmässigt hade de största fordringarna var negativ i 33,18 % av fallen då ett utlåtande gavs, banken med beloppsmässigt näst högsta fordringar var negativ i 26,89 % av fallen och banken med de tredje största fordringarna var negativ i 32,56 % av fallen. Parvisa test av andelarna för de fall då såväl bankernas som leverantörernas utlåtanden var tillgängliga påvisar ytterst signifikanta skillnader i åsikterna.

Tabell 6.4 visar att det finns ett starkt samband mellan bankernas åsikt om möjligheterna till rekonstruktion och faktiskt genomförda rekonstruktioner. Rad 1 i tabellen visar att de banker som beloppsmässigt hade de största fordringarna var positiva till en rekonstruktion i 90,72 % och negativa i 9,28 % av sina utlåtanden då en plan senare fastställdes. Bankerna med de näst största fordringarna var positiva i 85,71 % och negativa i 14,29 % av utlåtandena då en plan fastställdes. Bankerna med de tredje största fordringarna var positiva i 77,27 % och negativ i 22,73 % av utlåtandena. Det använda statistiska testet påvisar ett ytterst starkt samband mellan den största och näst största bankens inställning och utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna.

Tabell 6.4 Sambandet mellan bankernas inställning och utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna

	Fastställd rekonstruktionsplan		Avbruten rekonstruktion		N	Prob-värde ^a
	Andel positiva	Andel negativa	Andel positiva	Andel negativa		
Bank med de största fordringarna	90,72 %	9,28 %	46,49 %	53,51 %	211	<0,001
Bank med de näst största fordringarna	85,71 %	14,29 %	58,93 %	41,07 %	119	0,001
Bank med de tredje största fordringarna	77,27 %	22,73 %	57,14 %	42,86 %	43	0,159

a Prob-värdet är för ett chi-kvadrat beroende test.

Trots att sambandet är starkt, så kunde man ledas att tro av tabell 6.4 att det finns situationer då en rekonstruktionsplan fastställs trots att bankerna är negativa till en rekonstruktion. Vi skall fortsätta med att analysera frågan något närmare. En rekonstruktionsplan kan i Finland i princip fastställas trots att vissa borgenärsgrupper, såsom banker, är emot en rekonstruktion. Rekonstruktionsplanen kan fastställas på tre alternativa sätt: (a) med samtycke av alla kända borgenärer (FöretSanL § 50), (b) med samtycke av gruppmajoriteter (FöretSanL §§ 51-53), samt (c) utan samtycke av alla gruppmajoriteter (FöretSanL § 54). En plan kan fastställas trots att säkerhetshavare röstar emot en rekonstruktion enligt det sistnämnda sättet, eftersom det är tillräckligt att en borgenärsgrupp samt minst 20 % av alla kända borgenärer röstar för en plan för att den skall kunna godkännas av domstolen.

Hela 90 % (91/101) av fallen i urvalet fastställdes med samtycke av alla gruppmajoriteter, dvs. alternativ (b) ovan. Endast 5,45 % av fallen (6/101) fastställdes enligt alternativ (c), och i dessa fall intog den bank som beloppsmässigt hade de största fordringarna en negativ ståndpunkt till en rekonstruktion endast i ett fall i sitt utlåtande. Även den bank som beloppsmässigt hade de näst största fordringarna intog en negativ ståndpunkt endast i ett fall i sitt utlåtande då planen fastställdes enligt alternativ (c). Metoden verkar sålunda inte ha använts för att tvinga säkerhetshavare att

godkänna en plan som de motsätter sig. De banker som inledningsvis var negativa i sina utlåtanden torde ha ändrat sin ståndpunkt före omröstningen.

6.2.2 Säkerhetshavarnas position och utfallet av rekonstruktioner

En möjlig orsak till att leverantörerna är mera positiva till en rekonstruktion än bankerna är att så kallade intressekonflikter mellan olika borgenärskategorier förklarar skillnaderna i ståndpunkt. Som vi argumenterade för i teoriavsnittet i kapitel 3 kan kreditgivare med säkerheter föredra konkurs trots att borgenärskollektivet som helhet skulle erhålla en bättre utdelning i en rekonstruktion. Dessa snedvridande incitament är särskilt starka då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp.

En annan förklaring till resultatet är att leverantörerna ofta är för positivt inställda till rekonstruktioner. Tabell 5.5 visar att de oprioriterade borgenärerna oftast blir helt och hållet utan utdelning i konkurs. En rekonstruktion som utlovar åtminstone en liten, om än osäker, utdelning kan således vara ett bättre alternativ för leverantörerna än konkurs. I kapitel 5 konstaterade vi att utdelningen för de oprioriterade fordringsägarna är positivt relaterad till företagsstorleken. Sålunda kunde man förvänta sig att leverantörer oftare är positivt inställda till en rekonstruktion av ett litet företag, eftersom deras förväntade utdelning i konkurs då är speciellt låg. Framställningen fortsätter med en analys av om säkerhetshavarnas inställning till en rekonstruktion och utgången av rekonstruktionsförhandlingarna är beroende av säkerhetshavarnas ställning. Därefter behandlas faktorer relaterade till leverantörernas ståndpunkt.

Säkerhetshavarnas ställning, dvs säkerheternas värde i konkurs i relation till säkerhetshavarnas fordringar, är okänd, vilket ger upphov till vissa mätproblem. Vi definierar säkerhetshavarnas fordringar som summan av bank-skulder, skulder till försäkringsbolag och skulder till utvecklingsbolag (främst KERA AB, ett statsägt bolag som i huvudsak finansierar växande industriföretag).¹⁰⁴ Finansbolagsfordringar ingår inte bland säkerhetshavarnas fordringar, eftersom viktiga produkter för dem är leasing och factoring. Leasade föremål ingår inte bland företagets tillgångar i balansräkningen eller i boförteckningen vid konkurs. Det bör dock noteras att definitionen på säkerhetshavarnas fordringar inte är exakt. Framförallt kan bland försäkringsbolagens fordringar ingå obetalda försäkringspremier vilka saknar förmånsrätt. Av tabell 6.1 framgår att säkerhetshavarnas fordringar enligt denna definition utgör i medeltal 61,71 % av de totala skulderna för de företag som rekonstruerats och i medeltal 64,96 % för de företag som försatts

¹⁰⁴ Broschyren "Offentlig finansiering till små och medelstora företag" (utgiven av Kera AB 1996) ger en översikt över Kera ABs finansieringsformer. Kera nöjer sig ofta med sämre säkerheter än banker. De säkerheter som krävs förhandlas från fall till fall (se s. 5). Ofta torde dock en företagsinteckning räcka som säkerhet.

i konkurs efter att rekonstruktionen avbrutits. Skillnaden i medelvärde är inte signifikant skild från noll (prob-värde = 0,482).

Säkerheternas värde, dvs den sammanlagda utdelning som säkerhetshavarna skulle erhålla i konkurs, skattas på två olika sätt. Den första metoden utgår från den förteckning över de tillgångar som är av betydelse som bifogas ansökan om en företagsrekonstruktion. Förteckningen innehåller ofta även en värdering av tillgångarna som avviker från värdena i bokföringen. Vi antar att värderingen överensstämmer med vad säkerhetshavarna skulle erhålla i konkurs, och beräknar den förväntade utdelningen så som tillgångarnas värde minskad med förväntade konkurskostnader. Konkurskostnaderna skattas från regressioner som finns presenterade i tabell 6.5.

Säkerheternas värde skattas utgående från tillgångarnas värde enligt följande principer; (i) säkerhetshavarna antas ha in-teckning i fastigheter och panträtt i aktier vilket ger dem hela realisationsresultatet, (ii) säkerhetshavarna har en företagsinteckning (företagshypotek), och (iii) om den utdelning som erhålls på basis av (i) och (ii) är mindre än de totala skulderna så betraktas den överstigande delen som en fordran utan förmånsrätt och erhåller samma utdelning i procent som de övriga borgenärerna som saknar förmånsrätt. Obetalda skatter och löner antas vara noll, vilket leder till en viss överskattning av utdelningen. Detta mått är benämnt SÄKVÄRDE1 (%) nedan. Notera att förteckningen saknades i många fall, vilket inverkar på antalet fall som ingår i analysen.

Tabell 6.5 Konkurskostnader och utdelningen som en funktion av tillgångarna. Det använda datamaterialet är presenterat i kapitel 5. Prob-värden inom parentes.

	Utdelning till borgenärerna / tillgångar enligt boförteckning ^a	Direkta konkurskostnader / tillgängliga medel ^b
Tillgångar (naturliga logaritmen)	-0,400 (<0,001)	-0,118 (<0,001)
Fastigheter och aktier / tillgångar	0,177 (<0,001)	-0,181 (<0,001)
Intercept	- 0,265 (<0,001)	2,062 (<0,001)
Antal observationer	535	537
R ²	11,31 %	47,39 %

a Fall då utdelningen i relation till tillgångarna var större än 2 exkluderades som extremvärden.

b De direkta konkurskostnaderna är definierade som summan av arvoden åt konkursförvaltarna och övriga omkostnader i relation till tillgängliga medel. De övriga omkostnaderna inkluderar annonseringskostnader, auktionskostnader, resekostnader, kostnader för borgenärssammanträden, dagtraktamenten, arvoden för specialrevisioner samt övriga juristarvoden. I vissa fall var dessa bristfälligt specificerade, varför kostnaderna utgör en låg skattning av de totala kostnaderna. De tillgängliga medlen är definierade som summan av konkurskostnaderna och utdelningen åt borgenärerna.

Ett andra mått på säkerheternas värde beräknas utgående från tillgångarna i delårs- eller årsbokslutet. Regressionen i tabell 6.5 används för att beräkna ett förväntat realisationsresultat utgående från storleken på tillgångarna. Därefter beräknades säkerheternas värde enligt stegen (i) - (iii) ovan, dvs. säkerhetshavarna antas ha inteckning i fastigheter, aktier som pant samt en företagsintekning. Om utdelningen ifrån fastigheter, aktier och företagsintekningen är mindre än säkerhetshavarnas totala fordringar, antas de få utdelning som en borgenär utan förmånsrätt på den överstigande delen. Detta mått är benämnt SÄKVÄRDE2 (%) nedan.

Tabell 6.6 Skattade säkerhetsvärden i relation till säkerhetshavarnas fordringar

	Fastställd rekonstruktion splan			Avbruten rekonstruktion			T-test
	Medel- värde	Median	N	Medel- värde	Median	N	Prob-värde
SÄKVÄRDE1 (%)	91,69 %	62,22 %	87	143,16 %	79,59 %	111	0,120
SÄKVÄRDE2 (%)	58,73 %	47,38 %	117	102,14 %	44,91 %	148	0,100
SÄKV1tran	58,58 %	38,71 %	87	79,89 %	63,35 %	111	0,154
SÄKV2tran	35,56 %	22,44 %	117	46,44 %	20,17 %	148	0,028
Lån från en bank	36,07 %	-	122	45,56 %	-	169	0,106
Lån från två banker	40,98 %	-	122	24,85 %	-	169	0,003
Lån från tre banker	12,30 %	-	122	13,02 %	-	169	0,856
Lån från fyra banker eller flera	7,38 %	-	122	5,33 %	-	169	0,475
Driftsbidrag (DB) %	9,56 %	3,45 %	110	-6,43 %	1,54 %	162	0,129
TranDB	1,49	1,86	110	0,20	1,24	162	0,032
STDbranschROA	2,14	2,23	122	1,97	2,05	169	0,257
Ålder (år)	12,96	11,55	122	10,29	7,44	169	0,028
Ålder (logaritmen)	2,29	2,45	122	1,96	2,01	168	0,001
Tillgångar (logaritmen)	15,66	15,54	122	14,97	15,00	168	0,001

Tabell 6.6 presenterar medel- och medianvärden för de använda måtten för säkerhetshavarnas position i konkurs. Bägge måtten visar att såväl medel som medianvärdet på säkerheternas värde i relation till skulderna är högre för företag vars rekonstruktioner avbrutits och företagen därefter försatts i konkurs.

Som påpekades i teoriavsnittet har säkerhetshavare ett incitament att föredra konkurs framför en rekonstruktion, speciellt då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp. Problemet minskar då säkerheternas värde i större utsträckning understiger skulderna, eftersom säkerhetsborgenärerna då belastas med en större del av värdeförlusterna än när ett livsdugligt företag, dvs. ett företag som skulle ge borgenärerna som ett kollektiv mera, försätts i konkurs. SÄKV1tran och SÄKV2tran i tabell 6.6 har transformerats enligt följande för att ge större vikt åt skillnader i värden då relationen är nära 1:

$$SÄKV1tran = (SÄKVÄRDE1)^2 \text{ om } SÄKVÄRDE1 < 1 \text{ och}$$

$SÄKV1tran = \sqrt{SÄKVÄRDE1}$ om $SÄKVÄRDE1 > 1$. SÄKV2tran är beräknat på motsvarande sätt.

Resonemanget i teoriavsnittet implicerar även att säkerhetshavarna borde vara speciellt negativa till en rekonstruktion om företagets verksamhet är riskfylld. Om utvecklingen i framtiden visar sig vara dålig kommer säkerhetshavarnas förluster att öka. Om utvecklingen däremot är positiv kommer detta andra, främst ägarna men även eventuella oprioriterade fordringsägare, tillgodo. Vi använder standardavvikelsen i branschens avkastning på det totala kapitalet under perioden 1986 - 1994 som mått på branschrisk. Avkastningen på det totala kapitalet är tagen från Föreningsbankens AB (numera Merita AB) interna statistik, och är framräknad utgående från den 2-3 siffriga branschindelning som används i deras branschsammandrag. Variabeln, betecknad STDbranschROA i tabell 6.6, är i medeltal inte signifikant olika i företagen som rekonstruerats och företagen som försatts i konkurs.¹⁰⁵

En analys av skillnaderna i standardavvikelsen mellan industriföretag, handelsföretag, byggnadsföretag och serviceföretag visade att byggnadsföretag och företag verksamma inom transportbranschen var signifikant mera riskfyllda än industriföretag, medan risken i serviceföretag var något lägre än i industriföretag. Det fanns inga signifikanta skillnader mellan handelsföretag och industriföretag.

¹⁰⁵ En potentiell orsak kunde vara att variabeln dåligt fångar upp skillnaderna i risk mellan olika företag och olika branscher. För att studera frågan använde vi oss av variansanalys för att undersöka om medelvärdet på variabeln var signifikant olika i olika branscher. Resultaten visade att variabelns värde var signifikant högre för byggnadsföretag och företag inom transportbranschen än för tillverkande företag. Variabeln fångar således upp att byggnadsbranschen varit riskfylld under undersökningsperioden. Därtill fann vi att variabelns värde var lägre för serviceföretag än för tillverkande företag (resultaten från variansanalysen är inte presenterade i rapporten).

Byggnadsbranschen har varit riskfylld under den aktuella perioden, och resultaten visar att det använda måttet förmår fånga upp detta. Variabeln är betecknad STDbranschROA i tabell 6.6. Tabellen visar inga signifikanta skillnader mellan företagen som rekonstruerats och företagen som försatts i konkurs.

En utförlig analys av sambandet mellan säkerhetshavarnas position och sambandet mellan en rekonstruktion eller konkurs som utfall av förhandlingarna förutsätter en kontroll av andra faktorer som kan inverka på benägenheten att rekonstruera. En rekonstruktion är ett alternativ endast för livsdugliga företag. Ett företag kan anses vara livsdugligt om värdet av dess framtida vinster överstiger det belopp som kan erhållas för tillgångarna om företaget skulle försättas i konkurs och tillgångarna tas i annat bruk. Mått som kunde användas är avkastningen på kapitalet och driftsbidragsprocenten. Vi föredrar att använda driftsbidragsprocenten eftersom avskrivningspraxis i stor utsträckning varierat för företagen i urvalet. Driftsbidragsprocenten har även använts som mått i tidigare jämförbara studier (t.ex. av Hotchkiss 1995). Driftsbidraget beräknas som omsättningen, minskad med materialkostnader, löner och övriga rörliga och fasta kostnader, men före avskrivningar.¹⁰⁶ Såsom framgår av tabell 6.6 är fördelningen för relationstalet skevt; medelvärdet är betydligt högre än medianvärdet. För att minska extremvärdenas inverkan på resultaten så används en transformation av relationstalet av följande slag. $DBtran = \sqrt{\text{driftsbidraget}}$ om driftsbidraget > 0 , och $DBtran = -\sqrt{-\text{driftsbidraget}}$ om driftsbidraget < 0 . Resultaten i tabell 6.4 visar att driftsbidraget är högre för de företag vars rekonstruktion avbrutits och som försatts i konkurs.

Giammorinos (1989) och Whites (1994) teoretiska analyser ger vid handen att informationsasymmetriproblem kan inverka på sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs. Med informationsasymmetriproblem avses att borgenärerna är bristfälligt informerade om företagets prestanda och framtidsutsikter. Enligt Diamond (1991) är informationsproblemen beroende av företagets ålder och av tiden som ett företag varit kund hos en långivare. Företagets ålder finns tillgänglig och har även tidigare använts som mått på informationsproblem av bland andra Rajan & Petersen (1994) och Berger & Udell (1995). I likhet med dessa studier använder vi den naturliga logaritmen av åldern som mått. Transformationen tar i beaktande det faktum att den gränsnytta som en kreditgivare har av en längre erfarenhet med kunden avtar med åldern. Med andra ord lär man sig mera om ett företag under dess första år än under senare år. Resultaten i tabell 6.6 visar att företag som rekonstruerats är äldre än de som försatts i konkurs.

Petersen och Rajan (1994) hävdar även att strukturen på finansieringen kan inverka på hur informerade borgenärer är. Om skulderna är mera kon-

¹⁰⁶ Avskrivningar enligt plan blev obligatoriska för finska företag först för bokslut år 1995 (Se övergångsstadgandena till Förändringar till Bokföringslagen 23.12.1992/1572). Driftsbidraget och omsättningen är tagna från senast fastställda bokslut.

centrerade har kreditgivarna större incitament att skaffa noggrann information om företagens prestanda. I likhet med Petersen och Rajan (1994) används antalet banker som beviljat företag kredit som mått. Försäkringsbolag har inte betraktats som en separat institutionell kreditgivare, eftersom deras utlåning till största delen består av återlåning av pensionspremier och lagen kräver fullgoda säkerheter (i praktiken oftast bankgaranti) för utlåningen.

I tidigare studier har man funnit att branschtillhörighet och företagsstorleken inverkar på sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs (LoPucki 1983, Eisenberg & Tagashira 1994, Sundgren 1997). Den naturliga logaritmen av tillgångarnas värde (från delårs- eller årsbokslut) och fyra branschvariabler används som mått (tillverkningsindustrin, byggnadsbranschen, parti- och detaljhandeln och servicesektorn). Tabell 6.6 visar att de företag som rekonstruerats är signifikant större.

I tabell 6.7 relateras mått som anger säkerhetshavarnas förväntade utdelning i konkurs i relation till fordringarna, till sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs och sannolikheten för att säkerhetshavarna är positiva till en rekonstruktion. Logistisk regressionsanalys har använts för estimationen. Vi kontrollerar statistiskt för andra faktorer som kan inverka på sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs. Sammanlagt fyra regressioner presenteras. I de två första regressionerna analyseras om säkerhetshavarnas ställning inverkar på sannolikheten för att en rekonstruktionsplan fastställs. Den beroende variabeln antar här värdet ett om en plan fastställts och noll om rekonstruktionen avbrutits och företaget försatts i konkurs inom ett år.

I de två senare regressionerna analyseras om säkerheterna inverkar på säkerhetshavarnas inställning till en rekonstruktion. En logistisk regression där den beroende variabeln kan anta fler än två värden används (se t.ex. Hosmer & Lemeshow 1989 ss. 216-238).

Utlåtandena om bankerna med de beloppsmässigt största fordringarna har kodats enligt följande i regressionerna 3 och 4. Den beroende variabeln antar (i) värdet 5 om alla banker för vilka ett utlåtande var tillgängligt var positiva, (ii) värdet 4 om två tredjedelar av utlåtandena var positiva, (iii) värdet 3 om hälften av utlåtandena var positiva, (iv) värdet 2 om två tredjedelar av utlåtandena var negativa samt (v) värdet 1 om alla utlåtandena var negativa. Ett högre värde på den beroende variabeln innebär således att en större andel av de tillgängliga utlåtandena från bankerna var positiva.

Tabell 6.7 Sambandet mellan säkerhetshavarnas position och sannolikheten för en rekonstruktion, samt sannolikheten för att bankerna intagit en positiv inställning till en rekonstruktion i sitt utlåtande. Prob-värden inom parentes

	Regression 1 ^a	Regression 2 ^a	Regression 3 ^b	Regression 4 ^b
SÄKV1tran	-0,098 (0,015)	-	-0,486 (0,148)	-
SÄKV2tran	-	-0,351 (0,332)	-	-0,545 (0,119)
Tillgångar (logaritmen)	0,068 (0,634)	0,150 (0,209)	-0,032 (0,839)	0,009 (0,941)
DBtran	0,092 (0,040)	0,082 (0,022)	0,015 (0,689)	0,040 (0,218)
STDbranschROA	-0,131 (0,426)	0,054 (0,660)	-0,060 (0,702)	-0,040 (0,759)
Aktiebolag	-0,123 (0,773)	-0,236 (0,505)	0,442 (0,290)	0,359 (0,339)
Ålder (logaritmen)	0,507 (0,027)	0,347 (0,076)	0,089 (0,687)	0,062 (0,757)
Lån från två banker ^c	0,172 (0,673)	0,326 (0,331)	0,051 (0,904)	0,240 (0,514)
Lån från tre banker ^c	-0,244 (0,695)	-0,333 (0,478)	-0,464 (0,432)	-0,060 (0,897)
Lån från fyra banker eller flera ^c	0,024 (0,972)	-0,033 (0,955)	-0,421 (0,516)	-0,018 (0,974)
Byggverksamhet ^d	-0,726 (0,193)	-0,745 (0,121)	0,259 (0,665)	0,087 (0,867)
Parti- och detaljhan- del ^d	-1,341 (0,006)	-0,519 (0,170)	-0,615 (0,205)	-0,339 (0,410)
Service och övriga ^d	-1,335 (0,005)	-0,994 (0,010)	-1,091 (0,018)	-0,934 (0,022)
N	171	231	138	178
Pseudo R ²	11,95 %	7,92 %	4,38 %	3,35 %

a Den beroende variabeln antar värdet 1 om företaget rekonstruerats och noll annars.

b Den beroende variabeln antar ett högre värde om en *mindre andel* av bankerna var negativa till en rekonstruktion (se fotnot till texten för noggrannare definition).

c Företag som endast lånat från en bank ingår i referensgruppen. En negativ koefficient för en variabel skulle således innebära att företag som lånat ifrån ifrågasvarande antal banker rekonstrueras mera sällan än företag som lånat ifrån endast en bank.

d Tillverkande företag ingår i referensgruppen. En negativ koefficient för en branschvariabel innebär således att sannolikheten att ett företag som hör till den nämnda branschen skall rekonstrueras är lägre än sannolikheten för att ett tillverkande företag skall rekonstrueras.

SÄKV1tran och SÄKV2tran har negativa koefficienter i tabellen, vilket innebär att sannolikheten för att företaget rekonstrueras är lägre då värdet på variablerna är högre. Vad gäller variabeln SÄKV1tran är felrisken 1,5 % i regression 1 då man drar slutsatsen att variabeln inverkar på utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna. Sambandet mellan SÄKV2tran och utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna är något svagare. SÄKV2tran är beräknat utifrån värderingen av tillgångarna i det delårsbokslut eller årsbokslut som bifogas ansökningshandlingarna.

Det finns två möjliga orsaker till det svagare sambandet mellan SÄKV2tran och utfallet. Den första förklaringen är att kvaliteten på måtten skiljer sig. Det är dock svårt att bedöma vilket mått som är det exaktare. Den andra förklaringen är att det starkare resultatet med SÄKV1tran beror på att uppgifter om tillgångarnas värden inte var tillgängliga för fall då sambandet mellan säkerhetshavarnas position och utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna. Som framgår av tabellen, baserar sig analyserna med SÄKV1tran på färre observationer än analyserna med SÄKV2tran. En bedömning av huruvida skillnaden i urvalet förklarar resultaten kan göras genom att exkludera fall då SÄKV1tran inte är tillgängligt. Resultaten visar att koefficienten på SÄKV2tran då är -0,421 (prob-värde = 0,271) i regression 2. Sambandet blir således något starkare än i regressionerna i tabellen, men dock inte lika starkt som för SÄKV1tran. SÄKV1tran beräknades utgående från skattningarna av tillgångarnas värden, som var tillgängliga från den förteckning med gäldenärens huvudsakliga tillgångar, som skall bifogas ansökan om en företagsrekonstruktion enligt FöretSanF § 2.

I regression 3 är felrisken under 14,8 % då man drar slutsatsen att värdet på SÄKV1tran inverkar på bankernas åsikter om rekonstruktionsmöjligheterna och i regression 4 är felrisken 11,9 % om man drar slutsatsen att SÄKV2tran inverkar på utfallet av rekonstruktionsförhandlingarna.

Intressekonflikten mellan säkerhetshavare och borgenärer utan förmånsrätt är som mest accentuerad då företaget har osäkra framtidsutsikter. Vi använde standardavvikelsen hos avkastning på det totala kapitalet i branschen under perioden 1986-1994 som en indikator på hur riskfylld företagets verksamhet är. De empiriska resultaten ger dock inget stöd för hypotesen att volatiliteten i branschavkastningen skulle vara negativt relaterad till sannolikheten för en rekonstruktion, eller till sannolikheten för att borgenärerna är negativt inställda till en rekonstruktion. STDbranschROAs koefficient är inte signifikant skild från noll i någon av regressionerna ovan. En potentiell förklaring är att branschvariablerna i regressionen fångar upp en

del av branschens volatilitet. Men resultaten är i stort sett likartade då branschvariablerna exkluderas från analysen.¹⁰⁷

Vad gäller de övriga variablerna i tabellen ser vi att företag med ett högre värde på driftsbidraget (DBtran i tabellen) rekonstrueras oftare, att äldre företag rekonstrueras oftare och att branschtillhörigheten inverkar på utfallet. Tillverkande företag utgör referensgrupp i analysen. En negativ koefficient på en branschvariabel innebär således att sannolikheten för en rekonstruktion är lägre för företag ifrån ifrågavarande bransch än för tillverkande företag. Resultaten visar att parti- och detaljhandelsföretag, samt även serviceföretag, oftare försätts i konkurs och mera sällan rekonstrueras än industriföretag.

Resultaten visar således ett negativt samband mellan säkerheternas värde dels sannolikheten för en rekonstruktion och dels sannolikheten för att bankerna skall vara negativa i sina utlåtanden om rekonstruktionsmöjligheterna. Det negativa sambandet innebär att resultaten ger ett visst stöd för påståendet att säkerhetshavare kan föredra konkurs trots att borgenärerna som ett kollektiv skulle få en bättre utdelning i en rekonstruktion.

I tidigare undersökningar har Asquith, Gertner & Scharfstein (1994) och Campbell (1996) funnit ett negativt samband mellan säkerhetshavarnas position och sannolikheten för en rekonstruktion. Asquith, Gertner & Scharfstein använde säkerhetshavarnas fordringar i relation till företagets totala skulder som mått. Campbell använde antalet säkerhetsborgenärer multiplicerat med ett mått på tillgångarnas storlek som indikator.¹⁰⁸ Fisher & Martel (1994) använde liksom Asquith et al. säkerhetshavarnas fordringar i relation till företagets totala skulder som mått, men fann inget samband mellan relationstalet och sannolikheten för en rekonstruktion.

6.2.3 Företagskaraktäristika och leverantörernas inställning till en rekonstruktion

Den förklaring som analyserats ovan är att banker i vissa situationer är för negativa till en rekonstruktion. Banker och andra säkerhetshavare har incitament att ställa sig negativa till en rekonstruktion speciellt då säkerheternas värde nära överensstämmer med säkerhetshavarnas fordringar.

¹⁰⁷ STDBranchROAs koefficient (prob-värde) var -0,023 (0,875) i regression 1, 0,059 (0,607) i regression 2, 0,087 (0,543) i regression 3 och 0,040 (0,737) i regression 4 i regressioner då alla variabler i tabell 6.7 förutom branschvariablerna ingick i analyserna.

¹⁰⁸ Campbell (1996 s. 17) noterar även själv att måttet är ett svagt mått på säkerhetshavarnas ställning, och undersökningen bör kanske inte ges speciellt stor vikt.

En annan förklaring till resultatet är att leverantörerna ofta är för positivt inställda till rekonstruktioner.¹⁰⁹ Tabell 5.5 visar att de oprioriterade borgenärerna oftast blir helt och hållet utan utdelning i konkurs. En rekonstruktion som utlovar åtminstone en liten, om än osäker, utdelning kan således vara ett bättre alternativ för leverantörerna än konkurs. I kapitel 5 konstaterade vi att utdelningen till leverantörerna är positivt relaterad till företagsstorleken. Sålunda kunde man förvänta sig att leverantörer oftare är positivt inställda till en rekonstruktion av ett litet företag, eftersom deras förväntade utdelning vid konkurs då är speciellt låg.

Därtill kan leverantörerna och övriga oprioriterade fordringsägare ha ett intresse av att förespråka en rekonstruktion då tillgångarna är lågt värderade i relation till skulderna, eftersom leverantörerna då med större sannolikhet blir helt utan utdelning i en konkurs. Resonemanget om intressekonflikter mellan borgenärer innebär även att leverantörerna borde vara mera positiva till en rekonstruktion då företaget har osäkra framtidsutsikter.

Som vi redovisat i tabell 6.3 var leverantörerna negativa till en rekonstruktion i 18,15 % av fallen. Tabell 6.8 analyserar faktorer som inverkar på leverantörernas inställning. Den beroende variabeln (leverantörernas inställning) har olika värden enligt följande. Den antar värdet 1 om alla hörda leverantörer var positiva, värdet 2 om åtminstone en av de hörda leverantörerna var negativ och värdet 3 om alla hörda leverantörer var negativa till en rekonstruktion. I 61,29 % av fallen var alla hörda borgenärer positi-

¹⁰⁹ Ifall de oprioriterade borgenärerna inte kan förvänta sig någon utdelning överhuvudtaget i en konkurs torde de föredra en rekonstruktion framför konkurs trots att företaget inte är livsdugligt, eftersom det då finns en viss möjlighet att den utdelning som utlovas i rekonstruktionsplanen kan betalas. Ett kort exempel illustrerar: antag att 100 kan förväntas i realisationsresultat i konkurs, och att värdet blir antingen 110 eller 80 (med samma sannolikhet) ifall verksamheten fortsätter. Antag att säkerhetsskulderna är 100 och oprioriterade fordringar 20. Konkurs ger således inget åt de oprioriterade. Ifall en rekonstruktionsplan skulle lova mer än 0 i utdelning har de oprioriterade borgenärerna således incitament att förespråka en rekonstruktion, trots att företaget borde försättas i konkurs: $100 > (110+80)/2 = 95$. Empiriska data stöder resonemanget såtillvida att de oprioriterade borgenärerna ofta blir utan utdelning helt och hållet i konkurs och att en relativt hög utdelning utlovas i en rekonstruktion. Vi konstaterade i tabell 5.9 att de oprioriterade borgenärerna blir utan utdelning i mer än hälften av alla konkurser och att utdelningen i medeltal var 3,87 %. I rekonstruktionerna utlovas i medeltal 43,87 % åt de oprioriterade borgenärerna och medianutdelningen är 40,00 %, vilket indikerar att de oprioriterade får mer i en rekonstruktion. Den faktiska skillnaden i utdelningen är dock lägre än skillnaderna i utdelningsprocent, eftersom utdelningen i en rekonstruktion betalas under en längre tidsperiod och är riskfylld. Därtill är företagen i urvalet med konkursföretag något mindre, vilket även förklarar en del av skillnaden i utdelningsprocent.

va, i 30,97 % av fallen var åtminstone en av de hörda leverantörerna negativ till en rekonstruktion, och i 7,74 % var alla hörda leverantörer negativa till en rekonstruktion.

I tabell 6.8 analyseras olika faktorer som inverkar på leverantörernas inställning till en rekonstruktion. Regression 1 analyserar skillnader mellan fall då alla hörda leverantörer var positivt inställda och fall då någon, men inte alla, av de hörda leverantörerna var negativ. Regression 2 analyserar skillnaderna mellan fall då alla leverantörer var positiva och alla leverantörer var negativa till en rekonstruktion. Om en koefficient är positiv i tabellen innebär det att sannolikheten för att leverantörerna var negativa till en rekonstruktion ökar med högre värden på variabeln.

Tillgångarna har en positiv koefficient i regressionerna, vilket skulle indikera att leverantörerna är mera negativa till en rekonstruktion av större företag. Koefficienterna är dock inte signifikant olika noll. Vi finner inte heller några signifikanta samband mellan tillgångarna i relation till skulderna och leverantörernas ståndpunkt, och STDbranschROA och leverantörernas ståndpunkt. Tabellen visar att sannolikheten för att leverantörerna skall ha en negativ inställning till en rekonstruktion minskar med högre värden på driftsbidragsprocenten (DBtran i tabellen). Koefficienten är signifikant olika noll på 5 % nivå i regression 1 men inte signifikant olika noll i regression 2.

Tabell 6.8 Faktorer som inverkar på leverantörernas inställning till en rekonstruktion.

I regression 1 rapporteras skillnader mellan fall då alla leverantörer var positiva till en rekonstruktion och fall då åtminstone någon, men inte alla leverantörer var negativt inställda. I regression 2 rapporteras skillnader mellan fall då alla leverantörer var positiva och alla var negativa till en rekonstruktion. Multinomial logit resultat, se texten och tabell 6.7 för förklaring av variablerna. Prob-värden inom parentes.

	Regression 1	Regression 2
Tillgångar / Skulder	0,051 (0,958)	-0,891 (0,611)
STDBranschROA	0,250 (0,238)	0,046 (0,892)
Tillgångar (logaritmen)	0,220 (0,439)	0,321 (0,442)
Aktiebolag	-1,171 (0,061)	0,100 (0,914)
DBtran	-0,167 (0,013)	-0,111 (0,307)
Antal hörda leverantörer (logaritmen)	0,811 (0,007)	-0,954 (0,103)
Ålder (logaritmen)	0,415 (0,248)	-0,160 (0,761)
Lån från två banker	0,382 (0,482)	-0,419 (0,650)
Lån från tre banker	0,081 (0,912)	-0,382 (0,774)
Lån från fyra banker eller flera	-0,362 (0,706)	-0,369 (0,779)
Byggverksamhet	0,278 (0,691)	-37,100 (1,000)
Parti- och detaljhandel	0,012 (0,985)	0,761 (0,410)
Service och övriga	-0,001 (0,999)	0,770 (0,452)
Antal observationer	131	
Pseudo R ² =	20,95 %	

6.2.4 Skatters förmånsrätt och rekonstruktioner

Insolvensutredningen antog att avskaffandet av skatteprivilegiet skulle göra det lättare att genomföra rekonstruktioner utan konkurs (SOU 1992:13 s. 329). Lagen om Företagsrekonstruktion, som trätt i kraft efter insolvensutredningens slutrapport, innehåller stadganden om minsta utdelning till borgenärerna, som innebär att ett avskaffande av skatteprivilegiet kan ha stor betydelse för rekonstruktionsmöjligheterna. I FöretRekL 3 kap. 2 o. 3 §§ stadgas att borgenär som kan få täckning för sin fordran genom kvittning eller vars *fordran är förenad med förmånsrätt inte* deltar i behandlingen, samt att ackordet skall ge *minst tjugofem procent* av fordringarnas belopp.¹¹⁰ Enligt denna regel skulle skatteskulderna inte beröras av ackordet om de har förmånsrätt, men beröras om skatteprivilegiet skulle avskaffas.¹¹¹

Ett exempel illustrerar skatteprivilegiets inverkan på rekonstruktionsmöjligheterna. Antag att konkurs ger 90 i realisationsresultat, medan värdet blir antingen 90 eller 110 om företaget rekonstrueras och verksamheten fortsätter.¹¹² Den högre volatiliteten i utfallet om företaget rekonstrueras illustrerar att fortsatt verksamhet i företag med ekonomiska problem överlag är riskfylld.¹¹³ Företaget i exemplet är livsdugligt, i meningen att det förväntade värdet på tillgångarna är högre vid en rekonstruktion än vid konkurs ($(90+110)/2$ i jämförelse med 90). Företaget har 90 i säkerhetsskulder, 20 i skatteskulder och 50 i skulder till oprioriterade borgenärer.

Om skatter har förmånsrätt är en utdelning om 25 %, dvs. 12,5, åt de oprioriterade borgenärerna orealistisk. Efter det att säkerhetsskulder om 90 och det fulla beloppet av skatter om 20 betalats, finns inga möjligheter att

¹¹⁰ Undantag från 25 % regeln kan göras ifall samtliga kända borgenärer som skulle omfattas av ackordet godkänner en lägre utdelning samt om det finns särskilda skäl för att ge en lägre utdelning.

¹¹¹ FöretRekL 3 kap. 3 § innehåller ett stadgande om att ifall en borgenär helt eller delvis avstår från förmånsrätt, deltar han i förhandlingen i motsvarande mån. Skatteprivilegiets betydelse för rekonstruktionsmöjligheterna skulle naturligtvis vara av mindre omfattning ifall praxis är sådan att skatteintresset kan avsäga sig förmånsrätt i samband med privata rekonstruktioner (underhandsackord).

¹¹² Vi antar riskneutrala agenter och att riskfria räntan är 0 %.

¹¹³ Flera studier visar att den utlovade utdelningen till borgenärerna vid en rekonstruktion ofta uteblir. Sundgren (1997 s. 13) fann att 16 av 102 företag för vilka en rekonstruktionsplan fastställdes försattes i konkurs inom ett och ett halvt år efter att rekonstruktionsplanen fastställdes. Eisenberg & Tagashira (1994) rapporterar att endast ca. 34 % av alla ackord i Japan slutligen fullföljs, och Jensen-Conklin (1992) fann att borgenärerna betalade i enlighet med villkoren i rekonstruktionsplanen i endast ca 50 % av fallen i USA.

betala 12,5 till de oprioriterade borgenärerna ens om företagets framtid skulle utvecklas positivt och värdet vore 110 efter en period.

Ackordet som en helhet blir mera realistiskt om även skatterna omfattas. Om företagets värde blir 110 efter en period finns möjligheter att betala 25 % av 50 + 20, dvs. 17,5 åt borgenärerna som berörs av ackordet.¹¹⁴ Ackordet i det första fallet torde ha svårt att vinna ett godkännande, men om ackordet även berör skatterna ligger det i såväl gäldenärens som borgenärernas intresse att acceptera det.

Ett avskaffande av skatteprivilegiet skulle således förbättra rekonstruktionsmöjligheterna speciellt för livsdugliga företag vars skulder i relativt stor utsträckning överstiger tillgångarna. Ovanstående effekt gäller inte endast för skatteprivilegiet, utan kan i princip även överföras till andra skulder, såsom att företagshypoteket skulle slopas.

Vi skall fortsätta med att diskutera en eventuell nackdel med att avskaffa skatteprivilegiet. Företag med ekonomiska problem har vissa möjligheter att bygga upp skatteskulder innan skatteverket ingriper. Ett personligt betalningsansvar för företagets skatter torde naturligtvis minska företagets benägenhet att bygga upp skatteskulder före en rekonstruktion. Om en rekonstruktion ses som en möjlig lösning kan de totala skattekostnaderna minskas genom att bygga upp skatteskulder vilka senare berörs av ackordet. De medel som kunde ha använts för att betala åtminstone en del av skatterna kan användas för andra ändamål som ligger närmare gäldenärens intresse. En bättre förmånsrätt för skatterna minskar ackordets storlek.

Detta har två möjliga konsekvenser. För det första ges företaget en viss konkurrensfördel gentemot andra företag genom att det åtminstone för en begränsad tid kan kalkylera med lägre skattesatser. Kostnaderna reduceras naturligtvis även om leverantörerna accepterar ett ackord, men skatterna (tillsammans med obligatoriska försäkringar och andra obligatoriska avgifter) befinner sig i en annorlunda situation såtillvida att skatteintresset inte direkt kan "neka kredit" åt riskfyllda företag eller anpassa priset enligt risk. Företag med hotande finansiella problem kan belastas ex ante med högre kostnader från leverantörernas sida i form av sämre leveransvillkor.

I vissa situationer kan en "privat rekonstruktion" (i praktiken ofta underhandsackord i Sverige) vara att föredra framför ett offentligt ackord, eftersom information om ackordets innebörd är mer svårtillgänglig för externa parter, och processen är enklare och därmed kostnaderna lägre.¹¹⁵ Om skat-

¹¹⁴ De oprioriterade borgenärerna får inte den utlovade utdelningen ifall företagets värde blir 90. Men ackordet ligger ändå i de oprioriterade borgenärernas intresse eftersom den förväntade utdelningen $0,5 * 20 + 0,5 * 0 = 10$ är högre än utdelningen i konkurs.

¹¹⁵ Det finns ett fåtal empiriska undersökningar där man försökt jämföra kostnaden för en "privat" rekonstruktion med en "offentlig" rekonstruktion. Den indi-

teackord inte är möjliga i "privata" ackord men i offentliga, kommer företag att föredra offentliga ackord, trots de högre kostnaderna, om storleken på skatteackordet överstiger de ytterligare kostnaderna för ett offentligt ackord. I Finland har praxis utvecklats i en riktning som möjliggör skatteackord även i privata rekonstruktioner, vilket eliminerar en eventuell snedvridning mellan alternativen.

Resultat rapporterade i tabell 6.1 visar att skatteskulderna är 9,35 % av totala skulderna för fall som rekonstruerats och 12,48 % för fall vars rekonstruktion avbrutits och företagen därefter försatts i konkurs, vilket visar att de obetalda skatterna ofta är relativt stora. Eventuellt som en konsekvens härav har skatteverket ofta haft en negativ inställning till rekonstruktioner. Tabell 6.3 visar att man vid domstolens förfrågan om möjligheterna att rekonstruera företag varit negativ i 76,30 % av de fall då man gett ett utlåtande. Ett parvist t-test visar att skatteverket varit signifikant mera negativt till rekonstruktioner än såväl de övriga oprioriterade borgenärerna som bankerna.

kation som dessa studier ger är att en viss kostnadsinbesparing kan göras med ett privat ackord (Gilson, John & Lang 1990 och Franks & Torous 1994). Men studierna behandlar rekonstruktioner av stora amerikanska företag, varför deras informationsvärde inte är stort för typiska svenska rekonstruktioner.

7 Slutord

En reform av förmånsrätten bör i första hand vara styrd av behoven på kreditmarknaden. En huvudfråga gäller behovet av att lagstiftningsvägen reglera exempelvis leverantörernas möjlighet erhålla säkerhet för en fordran som uppkommer vid en leverans eller kreditgivarens möjlighet att få gäldenärens egendom reserverad som kreditunderlag med företräde framför andra borgenärer. Ur gäldenärens synvinkel handlar frågan om det föreligger ett behovet av att reglera hans möjlighet att utnyttja sin egendom som kreditunderlag.

I en idealiserad ekonomi där ingen aktör har något informationsövertag och där avtal reglerar alla tänkbara framtida frågor som kan uppkomma har kreditsäkerheter endast fördelningsmässiga effekter. När tillgångarna inte räcker för täckning av alla gäldenärens skulder kommer förekomsten av kreditsäkerheter och förmånsrättsordning att påverka i vilken ordning borgenärerna får sina fordringar betalda. Förmånsrättsordningen påverkar endast fördelningen av ett företags värde mellan olika borgenärer vars förväntade utdelning i konkurs har beaktats i kreditavtalen. Lägre kostnader för kredit från kreditgivare med en bättre kreditsäkerhet uppvägs av den högre ränta som kreditgivare med sämre eller ingen kreditsäkerhet tar ut för att kompensera sig för den ökade risken.

Betydande informationsproblem kan emellertid föreligga i samband med kreditgivning. När t ex ett låneavtalet har ingåtts är det svårt för kreditgivaren att i detalj avgöra huruvida företaget fattar de för honom mest ändamålsenliga besluten. Informationsproblem, bristande övervakningsmöjligheter och ofullständiga kreditavtal ger upphov till olika slag av intressekonflikter.¹¹⁶ Dessa kan vara särskilt påtagliga i företag under obestånd och medföra att den ordningen i vilken olika borgenärer får betalt påverkar företagets värde. Om man tar dessa intressekonflikter i beaktande visar det sig 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 situation

¹¹⁶ Kreditavtal kommer med nödvändighet att ges en ofullständig utformning eftersom kostnaderna att utforma ett avtal som i alla avseenden reglerar gäldenärens och borgenärens mellanhavanden är med nödvändighet prohibitiva.

då en kostnadsbesparing inträffar är då kreditgivare med höga övervakningskostnader erhåller realsäkerhet eller företagshypotek medan de långivare som på ett effektivt sätt kan övervaka gäldenären är oprioriterade. 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 projekt men det finns också situationer där förmånsrätt för nya lån kan innebära att företag erhåller finansiering till projekt som inte är lönsamma. Vi poängterar 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 även 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 också visat att olikheter mellan olika borgenärskategorier kan skapa intressekonflikter i samband med försök att rekonstruera företag. Kreditgivare med säkerheter kan t.ex. föredra konkurs trots att borgenärskollektivet som en helhet erhåller en bättre utdelning i en rekonstruktion. Dessa snedvridande incitament är särskilt starka då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp.

De empiriska resultat som presenterats visar att borgenärer med olika förmånsrätt ser olika på rekonstruktionsmöjligheterna. Resultaten gav även ett svagt stöd för argumentet att säkerhetshavare är mindre villiga att rekonstruera då den förväntade utdelningen i konkurs är högre. Vi fann dock inga skillnader i utdelningen åt borgenärerna före och efter förmånsrättsreformen i Finland, trots att den något svagare ställningen för företagshypoteket kunde ha gett säkerhetshavare incitament att bevaka företag som hotas av en finansiell kris noggrannare.

I en situation när tillgångarna inte räcker för täckning av alla gäldenärens skulder har vi således visat att den ordning med vilken olika borgenärer får betalt påverkar värdet på tillgångarna och därmed den totala utdelningen som olika borgenärer erhåller. Kreditgivarna tar detta i beaktande vid ut-

formningen av kreditavtalen. Ifall en gäldenär ger kreditsäkerheter som fråntar borgenärerna med de lägsta övervakningskostnaderna 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 kapitalkostnader att vara högre. Eftersom företag vill minimera sina kapitalkostnader kommer man att låna mot säkerheter endast ifall detta leder till att företagets totala kapitalkostnad blir lägre. Ifall ett företag finner att dess totala kapitalkostnad skulle vara lägre ifall man inte använder sig av en viss kreditsäkerhet (ex. företagshypotek), kan man i princip förbinda sig i kontrakt med olika borgenärer att inte använda sig av ifrågavarande slag av säkerhet. I andra situationer kan kreditsäkerheter vara att föredra. Den optimala strukturen på kreditsäkerheterna kan vara beroende bl.a. av företagets behov av finansiering, på tillgången på projekt med olika risknivå och hur företagets balansräkning ser ut. Dessa förhållanden varierar inte endast mellan olika företag utan också över tiden för ett och samma företag.

Den centrala frågan är därför om lagstiftarens uppgift är att exakt fastställa ordningen enligt vilken borgenärerna får betalt, eller om man bör sträva efter att ge kontraktalternativ så att enskilda företag kan använda de säkerheter som är lämpliga för dem. Det föreligger således en spänning mellan ståndpunkten att förekommande intressekonflikter skall reduceras genom tvingande lagstiftning och teorin om kontraktsfrihet. En självklar utgångspunkt för kontraktsteorin är effektivitet. Om parter frivilligt ingår ett avtal om att ställa kapital till förfogade till en verksamhet och det saknas externaliteter, dvs vad man med juridiskt språkbruk brukar referera till som tredjemans effekter, kommer effektiva avtal att utformas. Effektivitet i sammanhanget innebär förenklat att samtliga parter gynnas. Den kontraktsteoretiska ansatsen leder till följande slutsats vad gäller behovet av lagstiftning på förmånsrättens område: i avsaknad av kontraktsimperfectioner finns det inget behov av tvingande lagstiftning. Parterna kommer då på egen hand att formulera effektiva avtal som kanske förhindras eller i vart fall kompliceras av en sådan lagstiftning.

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-, övervakningsproblem och intressekonflikter som då kan uppkomma.¹¹⁷ Gäldenären har därför incitament att tillgodose borgenärernas skyddsintresse, tillhandahålla den information som efterfrågas och utnyttja sin egendom som kreditunderlag på ett effektivt sätt.

¹¹⁷ Denna skillnad återfinns exempelvis även på det bolagsrättsliga området. För en diskussion härom hänvisar vi till Bergström och Samuelsson (1997).

I den mån han inte lyckas med detta och i stället erbjuder kreditgivarna en prioritetsordning som fördyrar övervakningskostnaderna och skapar intressekonflikter i samband med potentiella framtida konkursrealisationer eller rekonstruktionsförfaranden erhåller gäldenären en högre kapitalkostnad. När 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.

Ett vanligt argumentet för att införa en tvingande lagstiftning är transaktionskostnadsargumentet. I en regim som baseras på kontraktsfrihet kommer troligtvis innehållet i olika kreditavtal, speciellt med avseende på hur gäldenären kan utnyttja sin egendom som kreditunderlag, att skilja sig åt i högre grad än om vissa regler vore tvingande. Möjligheten till variation kommer sannolikt att utnyttjas. Den osäkerhet som är förknippad med denna frihet skapar undersökningskostnader som annars aldrig uppkommer. Argumentet är trivialt och lyder som följer: genom att införa tvingande regler skapas en uniform förmånsrättsordning som gäller i varje kreditarrangemang och de som bidrar med kapital till verksamheten behöver inte studera ett företags förmånsrättsordning innan man tillskjuter krediter.

De kostnader som en icke standardiserade förmånsrättsordning medför, utgör inte tillräckliga skäl för tvingande regler. Eftersom dessa kostnader är förutsebara och olika borgenärer kommer att kräva kompensation för osäkerhet, kommer detta sannolikt att likforma förmånsrättsordningar och argumentet saknar därför tyngd. Kostnaderna kommer att hamna hos dem som vill anskaffa kapital med bibehållna avvikelser i den egna förmånsrättsordningen.

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. Eftersom det ligger i gäldenärens intresse att på ett effektivt sätt utnyttja sin egendom som kreditunderlag och därigenom åstadkomma ett avvägning mellan olika borgenärsintressen som medverkar i företagets kapitalförsörjning, behöver inte förmånsrättsordningen utformas som en tvingande lagregel.

Även om det hade visat sig vara att föredra att en förmånsrättsordning utformas som tvingande rättsregler, är det helt tydligt att svårigheterna att utforma dessa regler är betydande. Reglernas utformning bör variera från ett företag till ett annat. Helt säkert finns det också skilda behov under olika tidsperioder. Till detta kommer att företagets kapitalstruktur består av många olika kontrakt. Att blandningen av olika kontrakt i hög grad varierar mellan olika företag pekar på att det inte finns några enkla lösningar för hur försörjningen av riskvilligt kapital skall gå till. Svårigheten att finna det "rätta" regelverket är därför uppenbar. Detta problem accentueras ytterliga-

re om ambitionsnivån är att formulera tvingande lagstiftning med generell giltighet för alla slags gäldenärer.

Kontraktsperspektivet är även tilltalande av ett annat skäl. Lagstiftning på förmånsrättens område är en skådebana för olika särintressen. Det torde vara en truism att påstå att kvalitén blir lidande när den stora utmaningen är att formulera ett förslag som kan accepteras av berörda intressegrupper. All lagstiftning växer visserligen fram under inflytande av olika intressegrupper, men tillåts förmånsrätten att utvecklas mer fritt inom ramen för privata kreditavtal och en dispositiv lagstiftning, kommer olika intressegruppers inflytande drastisk att minska. Att behovet härav är påkallat har från tid till annan framstått som tydligt. En annan fördel är att lagstiftaren inte behöver konstruera slutgiltiga lösningar på lagtekniskt komplicerade frågor eftersom flera uppsättningar regler kan existera sida vid sida. För att ge ett exempel, förmånsrättsreformen kunde förbättra möjligheterna att använda varulager som kreditsäkerhet i likhet med de amerikanska reglerna. Företag kunde sålunda välja om de vill använda sig av företagshypoteket som säkerhet eller endast varulagret.

Dispositiv lagstiftning gör det alltså möjligt för en mångfald olika regler att konkurrera och den kan betraktas som en referenspunkt där alternativkostnaden för de olika företagens regelverk avslöjas. Det finns också en testfunktion; de företag som valt "fel" kreditarrangemang kommer inte att klara sig lika bra i konkurrensen om kapital som de företag som valt "rätt" arrangemang. Detta är av stor betydelse eftersom de reella incitamentseffekterna av lagstiftning sällan eller aldrig kan fastställas på förhand.

Det finns en del externaliteter som bör beaktas vid utformningen av förmånsrättsordningen. Lönegarantin ersätter fordringar under vissa premisser, och staten, inte företaget eller dess långivare, belastas med förluster från skatteskulder. Förmånsrätten bör utformas på en sätt så att den inverkan som dessa skulder har på borgenärernas och företagets val mellan konkurs och olika former av finansiella rekonstruktioner minimeras. Till exempel, om ett skatteackord kan göras i en rekonstruktion (enligt L om företagsrekonstruktion) bör skatteackord även vara möjliga i s.k. frivilliga rekonstruktioner utom domstol.

En reform på området bör ha siktet inställt på att förenkla och effektivisera det sätt varpå en gäldenär kan utnyttja sin egendom som kreditunderlag och kreditgivarnas möjlighet att skaffa sig information om hur gäldenärens egendom har utnyttjats i detta avseende.

Referenser

Adler B. E. (1993): An Equity-Agency Solution to the Bankruptcy-Priority Puzzle. *Journal of Legal Studies*, 22, 73-99.

Aghion P., Hart O. och Moore J. (1992): The Economics of Bankruptcy Reform. *The Journal of Economics & Organization*, 8, 323-546.

Arrow K. J. (1971): Essays in the Theory of Risk-Bearing. North-Holland, Amsterdam, 1971.

Asquith P., Gertner R. och Scharfstein D. (1994): Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 625-658.

Baird D. G. (1986): The Uneasy Case for Corporate Reorganizations. *The Journal of Legal Studies*, No 15, 127-147.

Bebchuk L. A. och Fried J. M. (1996): The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *The Yale Law Journal*, 105, 857-931.

Berger A. N. och Udell G.F. (1995): Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *Journal of Business*, 68, 232-252.

Bergström C. och Samuelsson P. (1997) Aktiebolagets grundproblem, Nerenius & Santérus bokförlag, Stockholm.

Berkovitch E. och Kim E. H. (1990): Financial Contracting and Leverage Induced Over- and Under-Investment Incentives. *The Journal of Finance*, 45, 765-794.

Berlin M., John K. och Saunders A. (1996): Bank Equity Stakes in Borrowing Firms and Financial Distress. *The Review of Financial Studies*, 9, 889-919.

Bhandari J. S. och Weiss L. A. (1996): Corporate Bankruptcy. Cambridge. Cambridge University Press.

Booth J. R. (1992): Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 31, 25-41.

Bradley M. och Rosenzweig M. (1992): The Untenable Case for Chapter 11. *The Yale Law Journal*, 101, 1043-1095.

Bulow J. I. och Shoven J. B. (1978): The bankruptcy decision. *The Bell Journal of Economics*, 9, 437 - 456.

Campbell S. V. (1996): Predicting Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms. *Accounting Horizons*, 10, 12-25.

Cantlie S.J. (1994) Preferred Priority in Bankruptcy, i *Current Developments in International and Comparative Corporate Insolvency Law*, 413 (red. Jacob Ziegel).

Cox J. och Rubinstein M. (1985): *Options Markets* Prentice-Hall

Diamond D.W. (1991): Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy*, 99, 689-719.

Eisenberg T. och Tagashira S. (1994): Should we abolish Chapter 11? The evidence from Japan. *Journal of Legal Studies*, 23, 111-157.

Eisenberg T. (1995): Konkurs eller Rekonstruktion. Stockholm. SNS Förlag.

Ericsson. J. och Reneby. J. (1997): "Stock Options as Barrier Contingent Claims" i Credit Risk in Corporate Securities and Derivatives Avhandling av Jan Ericsson, Handelshögskolan i Stockholm

Fisher T. och Martel J. (1994): Financial Reorganization in Canada. *Canadian Business Economics*, Winter, 54-66.

Franks J. och Torous W. (1994): A comparison of financial restructuring in distressed exchanges and Chapter 11 Reorganizations. *Journal of Financial Economics*, 35, 350-370.

Friend I. och Blume M. (1975): The Demand for Risky Assets. *American Economic Review*, 900-922.

Gertner R. och Scharfstein D. (1991): A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law. *The Journal of Finance*, 66, 1189-1215.

Giamariono R. M. (1989): The Resolution of Financial Distress, *The Review of Financial Studies*, 2, 25-47.

Gilson S., John K. and Lang L. (1990): Troubled Dept Restructurings. An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353.

Havansi E. (1991): Suomen Konkursioikeus. Suomen Lakimiesliiton kirjasarja N:o 107. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki.

Hosmer D. and Lemeshow S. (1989): Applied Logistic Regression. New York. John Wiley & Sons.

Hotchkiss E. S. (1995): Postbankruptcy Performance and Management Turnover *The Journal of Finance*, 50, 3-21.

Hudson J. (1995): The Case Against Secured Lending. *International Review of Law and Economics*, 15, 47-63.

Hull J. (1993): Options, Futures and other Derivative Securities. Prentice-Hall.

Jackson T. H. och Kronman A. T. (1979): Secured Financing and Priorities Among Creditors. *The Yale Law Journal*, 88, 1143-1182.

Jackson T. H. (1986): The Logic and Limits of Bankruptcy Law. Cambridge, Massachusetts, London: Harvard University Press.

James C. (1987): Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans. *Journal of Financial Economics*, 19, 217-235.

Jensen-Conklin S. (1992): Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate? The Results of a Study and Analysis of the Law. *Commercial Law Journal*, 97, 297 - 331.

Koskelo P. (1994): Yrityssaneeraus. Helsinki. Lakimiesliiton kustannus.

Leeth J. D. och Scott J. A. (1989): The Incidence of Secured Debt: Evidence from the Small Business Community. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 379-393.

Leland H. (1994): Risky Debt, Bond Covenants and Optimal Capital Structure" *The Journal of Finance*, 49, 1213-1252

LoPucki L. (1983): The Debtor in Full Control - Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code? *American Bankruptcy Law Journal*, 57, 99 - 126.

Maddala G.S. (1989): Introduction to econometrics. New York. Macmillan Publishing Company.

Mendenhall W. och Reinmuth J. E. (1982): Statistics for Management and Economics. Boston, Massachusetts. Duxbury Press.

Petersen M. A. & Rajan R. G. (1994): The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49, 3-37.

Rajan R.G. och Winton A. (1995): Covenants and Collateral as Incentives to Monitor. *The Journal of Finance*, 50, 1113-1146.

Rajan R.G. (1992): Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt. *The Journal of Finance*, 47, 1367-1400.

Pratt J. W. (1964): Risk Aversion in the Small and in the Large, *Econometrica*, 122-136.

RP (1992rd - 181): Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagstiftning för förnyelse av prioritetsreglerna.

RP (1992rd - 182): Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagstiftning om sanering av företag.

Schleifer A. och Vishny R. (1992): Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 67, 1343-1366.

Scott J. (1977): Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 32, 1-18.

Smith C.W. och Warner J.B. (1979): On Financial Contracting An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.

SOU (1992): Lag om företagsrekonstruktion. Slutbetänkande av Insolvensutredningen Nr. 113. Malmö.

Stulz R. M. och Johnson H. (1985): An Analysis of Secured Debt. *Journal of Financial Economics*, 14, 501-521.

Sundgren S. (1995): Bankruptcy costs and the Bankruptcy code. Helsinki: Skrifter utgivna vid Svenska Handelshögskolan Nr. 61.

Sundgren S. (1997): Does a Reorganization Law Improve the Efficiency of the Insolvency Law? The Finnish Experience. Publiceras av *European Journal of Law and Economics*.

Schwartz A. (1981): Security interest and bankruptcy priorities: A review of current theories. *Journal of Legal Studies*, 7, 1-37.

Welch I. (1996): Why is bank debt senior? A theory of priority based on influence costs. Finance working paper, The Andersson School at UCLA.

Strömberg, P. och Thorburn, K. (1996): "An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy" *EFI Research Report* Handelshögskolan i Stockholm

Wennberg I. (1996): Lagen kunde ha blivit mer effektiv. *Balans*, Nr 2, 12-14.

White M.J. (1989): The Corporate Bankruptcy Decision. *Journal of Economic Perspectives*, 3, 129-151.

White M.J. (1980): Public Policy toward Bankruptcy: Me-first and other Priority Rules. *The Bell Journal of Economics*, 11, 550-564.

White M.J. (1994): Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-Of-Court Debt Restructurings, *The Journal of Law, Economics and Organization*, 10, 268-295.

Draft of January 28, 1998

A Review of the Law and Economics Literature on Creditor Priority in Bankruptcy

Theodore Eisenberg
Henry Allen Mark Professor of Law
Cornell Law School

Prepared for Förmånsrättskommittén (Ju 1996:02),
the Swedish Commission on the Priority System
Departementens utredningsavdelning, Box 187, 201 21 Malmö

January 1998

Table of Contents

I. Introduction	5
A Source of Concern: The Pattern and Level of Dividends to Creditors	5
B The Data Suggest Starting With Analysis of Secured Claims.....	10
C Preliminary Comments	11
II. Justifications for Secured Creditor Priority	12
A Assumptions Under Which the Existence of Secured Credit is A Puzzle.....	13
B Solutions to the Puzzle and Critiques of the Solution.....	15
1 Differing Risk Aversion.....	15
2 Signaling-Based Explanations	16
3 Monitoring-Based Explanations.....	18
4 Controlling Asset Substitutions.....	19
5 Promoting Efficient Later Lending and Investment	20
6 Leverage Over the Debtor.....	21
C The Ubiquity Puzzle Encountered by Claims that Secured Credit Reduces Borrowing Costs: Why Don't All Firms Issue Secured Credit?	22
D The Argument that Secured Credit is Inefficient	24
1 Costs Imposed on Third Parties	24
2 Costs in Realizing the Maximum Value of Collateral.....	28
E Middle Ground: Partial Priority Solutions	28
III. Empirical Studies of Secured Transactions.....	30
A Prior Empirical Studies of Secured Transactions.....	31
B Finnish Data on the Incidence of Floating Charges	35
C The Finnish Experience with a System of Partial Priority.....	37
D Implications of the Theory and Reality of Secured Lending.....	39
1 Little Support for Abolishing Secured Creditor Priority.....	39
2 Some Support for Less Than Full Priority.....	39

3	Strong Support for Allowing Suppliers Access to Secured Status	40
IV.	Employee Claims.....	42
A	Arguments for and Against Employee Priority Without Considering the Wage Guarantee Act	42
B	The Relationship Between Employee Priority and the Wage Guarantee Act	44
1	The Incentive to File for Bankruptcy	44
2	The Ex Ante Inducement to Engage in Risky Behavior	46
V.	Government Claims	47
A	How the Government Differs from Other Creditors.....	47
B	Ex Ante Effects of Government's Priority Rank.....	50
C	The Importance of the Level of Government Priority.....	51
D	Revisiting Promoting Efficient Later Lending and Investment.....	51
VI.	Conclusion: Is Subordination of the Bottom Inevitable?	52

A Review of the Law and Economics Literature on Creditor Priority in Bankruptcy

As requested by the Swedish Commission on the Priority System, this report reviews the legal and economics literature on the subject of priority in business bankruptcies. Part I sets forth the basis for concern about priority rules, documents the operation of the existing bankruptcy priority system, and suggests that analysis should begin with the priority of secured claims. Part II summarizes theoretical analyses of secured creditor priority. Part III summarizes what is known about the actual pattern of secured lending. Part IV discusses the priority of employee claims; Part V discusses the government's priority. Part VI concludes.

I Introduction

A Source of Concern: The Pattern and Level of Dividends to Creditors¹

The pattern of distributions to creditors in bankruptcy raises questions about the system of priority. The Insolvency Commission's Report² summarizes distributions to creditors for Swedish enterprise bankruptcy proceedings completed in 1990. Table 1, based on data in the Report, shows the distribution of debts and dividends by creditor class. General unsecured creditors, those creditors with no priority, had the largest percentage of claims, comprising an average of 43.5 percent of the debtors' obligations. Floating charge-holders' debts comprised 31.4 percent of the debtors' debts, and taxes comprised 13.6 percent.

The bankruptcy priority system mandates that distributions to creditors not simply be on a pro rata basis. The Commission's Report shows that non-pro rata the system of priority has a substantial effect. On average, of dividends paid out, 56.9 percent went to pay floating charges, 12.2 percent went to pay taxes, and 6.3 percent went to general unsecured creditors. Thus, the creditor class with the largest amount of debt received a rather small share of the total payout.

¹ Parts of section I.A. are based on Theodore Eisenberg, *Creating An Effective Swedish Reconstruction Law*. SNS Oxasional Paper No. 75, pp. 6-7 (December 1995).

² *Insolvensutredningen (Insolvency Commission's Report)*, Lag om företagsrekonstruktion, SOU 1992: 113 (Allmänna Förlaget, Malmö 1992).

Examining the percentage of their debts received by each class confirms the effect of priority rules. The third numerical column of Table 1 shows what percentage of their claims key creditor groups received in bankruptcy. Floating charge-holders received 46.0 percent of the amounts owed them, unsecured creditors received 3.6 percent, and government claims received 22.8 percent. In liquidating insolvency proceedings, there was no dividend at all to general unsecured creditors in 53 percent of 958 bankruptcies.

Table 1. Percent of Debt and Percent of Dividend by Creditor Class, 1990

<i>Class of Creditor</i>	<i>% of Debt</i>	<i>% of Dividend</i>	<i>% of Debt Received</i>
Unsecured creditors who are not entitled to priority	43.5	6.3	3.6
Floating charge	31.4	56.9	46.0
Wages, etc.	5.7	5.1	not reported
Taxes, etc.	13.6	12.2	22.8
Other secured or priority creditors	5.8	19.6	not reported

Source: Insolvensutredningen (1992)

Per Strömberg and Karin Thorburn's study of the bankruptcies of 263 Swedish corporations with over 20 employees reveals a similar pattern.³ The period covered by their study is 1987 through 1991 and its results on bankruptcy distributions are summarized in Table 2.

³ Per Strömberg and Karin Thorburn, *An Empirical Investigation of Swedish Corporations in Liquidation Bankruptcy* (April 1996).

Table 2. Creditor Recovery Rates in Bankruptcy, Swedish Firms with More Than 20 Employees, 1987-1991

Panel A contains the recovery rates by different classes of debt, while panel B provides a division by type of debtholder. All numbers are deflated to 1991 prices. The recovery rate is calculated as the distributions to a class or type of debtholder(s) over the face value of claims. The third column presents an average (median) over all firms' relative size of the claim.

PANEL A: RECOVERY RATES FOR DIFFERENT CLASSES OF DEBT

Class of debt	Size of claim in TSEK Mean (median)	Relative size of claim Mean (median)	Size of loss in TSEK Mean (median)	Recovery rate	Frequency
<u>Secured claims:</u>					
Real estate	1,110 (0)	.039 (.000)	456 (0)	.733 (.929)	28
Other collateral	465 (0)	.025 (.000)	188 (0)	.810 (.830)	43
<u>Priority claims:</u>					
Rent	211 (74)	.019 (.010)	6 (0)	.942 (1.00)	173
Floating charge	4,976 (2,459)	.324 (.316)	1,948 (252)	.682 (.830)	231
Audits	20 (0)	.002 (.000)	5 (0)	.767 (1.00)	97
Taxes	1,393 (605)	.125 (.067)	1,049 (252)	.356 (.125)	235
Wages	1,827 (843)	.141 (.115)	1,643 (720)	.110 (.000)	245
<u>Unprioritized claims</u>					
	4,736 (2,420)	.324 (.281)	4,661 (2,343)	.020 (.000)	261
Total	14,738 (8,276)		9,964 (5,204)	.342 (.327)	263

PANEL B: RECOVERY RATES FOR DIFFERENT TYPES OF DEBTHOLDERS

Type of debtholder	Size of claim in TSEK Mean (median)	Relative size of claim Mean (median)	Size of loss in TSEK Mean (median)	Recovery rate Mean (median)	Frequency
Bank	5,959 (2,500)	.352 (.332)	2,339 (244)	.690 (.830)	237
Supplier	3,296 (1,694)	.227 (.187)	3,204 (1,623)	.028 (.000)	257
Employees	1,939 (870)	.145 (.116)	1,751 (743)	.107 (.000)	246
Tax authorities	1,410 (605)	.128 (.071)	1,066 (252)	.349 (.125)	235
Group company	717 (0)	.039 (.000)	688 (0)	.161 (.000)	66
Owner	197 (0)	.022 (.000)	132 (0)	.175 (.000)	34
Other claimants	1,219 (76)	.085 (.000)	703 (0)	.311 (.044)	204

Source: Strömberg & Thorburn

Table 2, Panel A, shows that floating charge-holders, unprioritized claims, (sometimes referred to in this report as "unsecured claims" or "general unsecured claims") wages, and taxes comprise the largest claims against debtors. They fare very differently, however, in recovery rates (sometimes referred to as "dividends"). Floating charge-holders recovered on average 68.2 percent of their principal, tax claims 35.6 percent, wage claims 11.0 percent, and general unsecured claims two percent. As measured by distributions in liquidating bankruptcies, priority clearly matters.

Panel B identifies the type of debtholders and their recovery rates. Banks, who presumably are the holders of most floating charges, have the largest mean and median claims, and by far the highest recovery rates in bankruptcy. Their recovery rate is nearly twice that of the second highest recovering class of creditors, tax authorities. Suppliers have the second largest mean and median claims, and the lowest recovery rates., 2.8 percent. Presumably, this is due to their generally unsecured status. The net result is that suppliers suffer the largest mean and median losses. Their median loss of 1,623 TSEK is nearly twice that of the next largest group, employees.

Other countries' experiences with distributions in bankruptcy are similar to Sweden's.⁴ Priority rules in bankruptcy have been under scrutiny because developments over the last several decades in many countries have

⁴ Eisenberg, *supra* note 1, at 7.

altered the dynamics of dividing bankruptcy estates.⁵ Legal concepts that facilitate a single creditor enjoying priority in a wide range of a debtor's assets enable creditors with consensual security arrangements to absorb much of a debtor's bankruptcy estate.

The streamlined methods of creating security interests have been accompanied by other forces reducing the amount available to general unsecured creditors. The growth of government claims and, in some jurisdictions, the reaction of trade creditors and employees also dissipate bankruptcy estates.

The general principle of pro rata distribution, as Professor Goode notes, has all but disappeared in several jurisdictions. He states:

In many jurisdictions three developments have occurred which together have largely undermined the *pari passu* rule.

(1) The variety and scope of non-possessory security devices developed by financiers over the last 100 years, of which the most all-embracing is undoubtedly the English floating charge.

(2) The counter-strike by trade suppliers in the form of reservation of title clauses in contracts of sale, extended to pick up not only the price of the particular goods sold but also pre-existing and subsequent indebtedness, and to cover not only the goods themselves but their products and proceeds.

(3) A vast expansion in the range of preferential debts, typically on account of the creation of new taxes and additional rights for employees

These developments have almost entirely negated the effectiveness of insolvency proceedings in the German Federal Republic, and we are rapidly approaching a similar situation in England.⁶

The same could be said of the United States, where unsecured creditors fare poorly. Sweden's experience is largely similar but also differs in one important respect. Sweden does have a non-possessory security device, the floating charge, that facilitates subjecting much of a firm's value to a security interest. And taxes, and their priority, are obviously an important part of the Swedish priority situation. But Sweden's experience differs somewhat from that of the U.S., the U.K., and other countries because Professor Goode's second factor may be inapplicable in Sweden. Unsecured trade

⁵ Though it should be noted that I have found no published evidence of a change in the pattern of distributions over time.

⁶ R.M. Goode, *Is the Law Too Favourable to Secured Creditors?*, 8 *Canadian Business Law Journal* 58-59 (1983-1984).

suppliers in Sweden do not have efficient legal tools with which to effectively combat secured claims and other preferred creditors.⁷

B The Data Suggest Starting With Analysis of Secured Claims

The data in Tables 1 and 2 also suggest a natural starting point for analyzing bankruptcy priorities. Collateral subject to floating charges absorbs, on average, more than half of Swedish business bankruptcy estates. Table 2 shows that the average large liquidating bankruptcy yields a recovery of 34.2 percent on total claims of 14,738 thousand kronor ("TSEK"), or 5,040 TSEK. Of this 5,040 TSEK,⁸ 3,394TSEK goes, on average, to the holder of a floating charge. Thus, 3,394 TSEK of 5,040 TSEK, or 67 percent of all amounts distributed in bankruptcy, were distributed to the holders of floating charges.

For this reason alone, the priority of consensual secured credit is a natural starting point for analyzing bankruptcy priorities. Any significant change in the pattern of bankruptcy distributions is likely to have to involve changes in the priority of the floating charge or in the status of those creditors who compete with the floating charge. Not coincidentally, the greatest portion by far of the relevant law and economics literature focuses on the priority accorded to consensual secured credit.

More specifically, that literature discusses whether the priority of secured credit is efficient. Does the priority enhance overall societal wealth? These questions have led to a voluminous literature. If secured creditor priority is not efficient, many would argue that the priority should be abolished. Similarly, if secured creditor priority is efficient, favorable treatment in bankruptcy is more justifiable. Thus, for many the key question about bankruptcy priorities reduces to the question whether secured credit is efficient.

Thus, most of the law and economics literature focuses on the question of the economic efficiency of secured credit. Questions of priority for other creditors, such as governments and employees, have received much less attention. This summary of the literature reflects this pattern. Most of it is devoted to consensual secured credit transactions, with separate sections covering government claims and employee claims.

⁷ Eisenberg, *supra* note 1.

⁸ Floating charges have a mean recovery rate of .682 on mean claims of 4,976 TSEK; $.682 \times 4,976 \text{ TSEK} = 3,394$, as reported in the text.

C Preliminary Comments

Some preliminary comments may be helpful to place the discussion in perspective. Much of the literature on priority in bankruptcy has been produced by economically oriented law professors debating the efficiency and fairness of secured creditor priority. As a body of work, the literature shows great intellectual prowess. The law professors, however, do not devote substantial attention to the real world operations of credit markets. Although the economics traditions of modeling and rigorous analytical thinking have been adopted by many law professors, the economics tradition of empirically testing one's models has been less fully absorbed. A serious imbalance exists between the number of theoretical articles and the number of articles that empirically test theories. One of the founders and leaders of the law and economics movement recently wrote, "the most neglected side of law and economics is empirical."⁹ The law review literature thus gives this reader a sense of too many models, with subtle refinements of each other, and too little testing. There is no clear sense of intellectual progression. The finance literature reviewed below is a bit more satisfactory on this point.

One should also keep in mind that much of the debate about secured creditor priority, especially in the legal academic literature, occurs against the background of a different legal system. Some of the most vigorous attacks on secured creditor priority in the United States reflect deep concern about the subordination of the claims of tort victims.¹⁰ And some, albeit a small percentage, of the United States's largest bankruptcies have been the result of tort liability.¹¹ Most legal systems, including Sweden's, do not generate the number of tort claims or tort claims of the size present in the U.S. legal system. Thus, one force motivating arguments against secured creditor priority in the U.S. may not necessarily be applicable in other legal contexts.

Most discussions of secured creditor priority focus on security interests in personal property. Few seem to question the validity and efficiency of

⁹ William M. Landes, *The Art of Law and Economics: An Autobiographical Essay* 17, University of Chicago Law School John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No. 45 (2d series 1997). Professor Landes surveyed all of the articles published during the last five years in the *Journal of Legal Studies*, the leading law and economics journal, and found that only 20 percent had some empirical content. In contrast, 60 percent of the articles published in the *Journal of Political Economy*, a leading economics journal, published in the last year contained substantial empirical content.

¹⁰ E.g., Frank H. Buckley, *The Bankruptcy Priority Puzzle*, 72 *Virginia Law Review* 1393, 1406 (1986).

¹¹ Manville and A.H. Robbins are the most prominent examples.

security interests in real property.¹² This report therefore does not discuss the priority of real estate security.

Finally, both law and economics analysts and their critics share one important view about secured creditor priority. All seem to agree that secured creditor priority is acceptable, and perhaps even desirable when priority is enjoyed only over well-informed creditors who are able to adjust their credit-granting behavior in light of, or in anticipation of, the existence of secured creditor priority.

II Justifications for Secured Creditor Priority

It is helpful to distinguish two kinds of effects. Priority rules can have ex ante effects on behavior during normal, healthy operations of a firm. For example, a rule reducing a floating charge's priority might influence the terms under which creditors will extend credit that depends on a floating charge for security. This, in turn, could influence the willingness of other lenders to extend credit on an unsecured basis. Reducing the floating charge's priority makes secured lending less attractive because it increases the risks to the lender holding the floating charge. But it simultaneously makes other kinds of loans more attractive, those that were previously subordinate to the floating charge. These ex ante effects on lending practices cannot be observed by studying only bankrupt firms.

Priority rules' ex ante effects on lending practices can be distinguished from their effects when firms experience financial difficulty. During a firm's healthy operations conflicts among claimants on the firm's assets often go unnoticed. When financial difficulty occurs, conflicts become more evident. For example, a creditor with a floating charge has a strong incentive to have the debtor convert assets into a format covered by the floating charge, to the disadvantage of general unsecured creditors. The conflicts become apparent when they lead to the varying distribution to creditors reported in Tables 1 and 2, above.

Although the most direct observable effect of priority rules is on the distribution of assets of a bankrupt firm, one of the important contributions of economically oriented thinking is that the distribution results summarized in Tables 1 and 2 are only a part of the story. Priority rules may have their greatest effects on the lending practices and borrowing terms of firms that never enter bankruptcy. It is modeling these ex ante effects that most challenges the economically oriented theorists. They strive to determine whether allowing secured creditors priority in bankruptcy is efficient ex ante; does it

¹² Alex M. Johnson, Adding Another Piece to the Financing Puzzle: The Role of Real Property Secured Debt, 24 *Loyola of Los Angeles Law Review* 335 (1991).

maximize the wealth of economic actors, lenders and debtors, including those that do not encounter financial difficulty?

The difficulty of the challenge is apparent in the diversity of theoretical results generated by the analysts. Some pronounce secured creditor priority economically efficient, some pronounce it inefficient, and some argue that partial priority is efficient but full priority is not. The diversity of views can be frustrating for policymakers looking for a single, clear answer.

The many theories of secured credit have generated criticisms. Some accept the basic argument that secured credit is economically efficient but argue that the proponent of a particular theory has reached the correct conclusion for the wrong reason. Others conclude that secured credit is in fact inefficient and should be abolished. Others argue that secured credit can be efficient or inefficient and should be granted only partial priority.

A Assumptions Under Which the Existence of Secured Credit is A Puzzle

A central question in assessing secured creditor priority is why parties engage in secured transactions. Put simply, secured transactions generate costs and may generate no net savings in borrowing costs to the debtor. Why, then, do debtors borrow on a secured basis? As summarized in a leading article, the conventional economic wisdom about secured borrowing is that "high risk firms prefer issuing security because it enables them to borrow, and creditors prefer buying it because it enables them to make loans they otherwise would refuse."¹³ This was the standard story in finance literature.¹⁴ As shown below, this view finds substantial support in empirical studies, all of which suggest that secured loans tend to be made to debtors with above average risks.

It is widely believed, however, that this justification for secured credit does not necessarily establish its economic efficiency.

In a first approximation, secured credit should offer little advantage to borrowing firms. The higher costs of credit from everyone but the secured lender offset the principal advantage, the lower interest rate charged by the secured creditor. To the extent the secured lender enjoys first priority in a debtor's assets, other lenders and suppliers assume increased risk when they deal with the debtor. . . . Thus, from the debtor's point of view, theoretical

¹³ Alan Schwartz, *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, 10 *Journal of Legal Studies* 1, 7 (1981).

¹⁴ James C. Van Horne, *Financial Management and Policy* 458 (4th ed. 1977).

considerations indicate that secured credit does not necessarily reduce borrowing costs.¹⁵

Professor Schwartz develops the circumstances under which the conventional explanation is not persuasive. The conventional explanation fails if creditors (i) can learn of and react to the existence of security; (ii) can calculate the risks of default reasonably precisely, (iii) are risk-neutral, and (iv) have homogeneous expectations respecting default are well informed and satisfy other criteria.¹⁶ Under these circumstances, he argues, the debtor's total interest costs would not decline because the interest savings on secured loans would be offset by increased unsecured credit interest costs. Since incurring secured credit generates transaction costs, Schwartz believes that one must probe further for an explanation for the existence of secured credit.¹⁷

Schwartz regards his questioning of the efficiency of secured credit as a straightforward extension of the Modigliani/Miller hypothesis. Their hypothesis is that a firm cannot increase its value by altering its capital structure.¹⁸ Schwartz states that, among finance economists, no "rigorous, generally accepted explanation of the optimal capital structure exists."¹⁹ He extends this pattern of reasoning as follows: "If no one knew why firms issue debt rather than equity, or why they issue preferred rather than common stock, it was unlikely that everyone knew why firms issued secured rather than unsecured debt, or why markets generate the mixture of secured and unsecured debt that is observed."²⁰ Like Modigliani and Miller, Schwartz recognized that his assertion depended on some unrealistic assumptions.²¹

One response to Schwartz's analysis has been to vary his underlying assumptions. Professor Shupack questions two basic assumptions articulated by Schwartz.²² He believes that, by relaxing some of the assumptions commonly accepted in the security debate one can explain the existence of

¹⁵ Eisenberg, *supra* note 1, at 44-45.

¹⁶ Schwartz, *supra* note 13, at 7.

¹⁷ For a summary of the arguments responding to Schwartz and seeking to establish the efficiency of secured credit, see Paul M. Shupack, *Solving the Puzzle of Secured Transactions*, 41 *Rutgers Law Review* 1067 (1989).

¹⁸ Modigliani & Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 *American Economic Review* 261 (1958). See also Stiglitz, *On the Irrelevance of Corporate Financial Policy*, 64 *American Economic Review* 851 (1974).

¹⁹ Alan Schwartz, *The Continuing Puzzle of Secured Debt*, 37 *Vanderbilt Law Review* 1051, 1054 (1984).

²⁰ *Id.* 1054.

²¹ *Id.*

²² Shupack, *supra* note 17, at 1085-86.

secured credit. First, he questions the assumption that secured transactions are always necessarily more costly to create than unsecured transactions. He argues that this assumption is questionable because "the economic analysts assume that there are no costs unique to unsecured credit."²³ Since secured creditors do not necessarily have the need for the same information as unsecured creditors, their costs will not always be higher. He argues that this insight explains why not all debtors will profit by issuing secured debt. Since "nothing certain can be said concerning the relative costs of creating secured and unsecured debt,"²⁴ all debtors would not necessarily benefit from issuing secured debt.

Second, Shupack argues that Schwartz makes an unrealistic assumption about the availability of credit. Schwartz, he argues, assumes that a debtor, wanting a loan of a given amount, can obtain that loan from risk-neutral creditors by offering either collateral or a sufficient risk premium. Shupack argues that a more realistic model needs to recognize that, at some level of risk, otherwise risk-neutral creditors cease lending. Interest rates cannot be increased infinitely. Debtors may need to grant interests in collateral because otherwise they cannot obtain loans.²⁵

B Solutions to the Puzzle and Critiques of the Solution

Other analyses seeking to justify the institution of secured credit do not question the basic assumptions that Schwartz articulates. Instead, they try to identify factors, consistent with the basic assumptions, that nevertheless establish the efficiency of secured credit.

1 Differing Risk Aversion

One line of analysis depends on the assertion that lenders differ in their risk aversion. When lenders are risk averse to different degrees, a firm can reduce its borrowing costs by securing its most risk averse lenders.²⁶

²³ Id. 1088.

²⁴ Id. 1091. For some evidence on the added costs of secured debt, see Ronald J. Mann, *Explaining the Pattern of Secured Credit*, 110 *Harvard Law Review* 625, 658-62 (1997).

²⁵ This is a simplification of Shupack's theory, which emphasizes the role of involuntary tort creditors.

²⁶ James J. White, *Efficiency Justifications for Personal Property Security*, 37 *Vanderbilt L. Rev.* 473, 491-502 (1984); George G. Triantis, *Secured Debt Under Conditions of Imperfect Information*, 21 *Journal of Legal Studies* 225, 227 (1992).

Schwartz rejects the differing risk aversion explanation. In responding to Professor White, he states:

White argues that regulatory constraints cause banks to be more risk averse than finance companies and other potential lenders. He then concludes that security is a response to differential risk aversion. This conclusion might be persuasive were banks to hold a higher portion of their debt secured than other creditors, for then debtors seemingly would be securing their most risk averse creditors. Unfortunately for White's theory, most people believe that banks hold a lower portion of their debt secured than finance companies do. Supposing this to be so, White's explanation of security as a response to differential risk aversion among creditors must be rejected unless he can show that banks lend to the least risky pool of debtors and that, holding debtor risk constant, debtors prefer to give security to banks rather than to their other creditors. White has made neither showing.²⁷

Schwartz thus argues that lenders do not exhibit the necessary pattern of different degrees of risk aversion. (Even though he criticizes economic efficiency justifications of secured credit, Schwartz views the available data as insufficient to warrant abolition of secured credit.)

Schwartz's refutation of the differing risk aversion explanation does not appear to be conclusive. The fact that one specific hypothesized pattern of secured lending does not exist cannot, standing alone, support rejecting the risk aversion hypothesis. There may be other lending patterns that support the theory. For example, banks may differ in their risk aversion from one another. So if some banks held a higher portion of their debt secured than other banks, risk aversion might remain a valid explanation. Empirical data reported by Berger and Udell do suggest variance in the riskiness of loan portfolios of banks. The "data suggest that banks which tend to specialize in secured lending are riskier, as evidenced by the . . . relationship between charge-off rates and the secured loan proportions."²⁸

2 Signaling-Based Explanations

"Signaling" is another explanation offered for the efficiency of secured credit, even under Professor Schwartz's restrictive assumptions. Signaling

²⁷ Schwartz, *supra* note 19, at 1065-66 (footnote omitted); Triantis, *supra* note 26, at 227 n.10, 228.

²⁸ Allen N. Berger & Gregory F. Udell, Collateral, Loan Quality, and Bank Risk, 35 *J. Monetary Econ.* 21, 40 (1990).

theory is based on the view that borrowers have more information about their financial situation than lenders. Strong companies "signal" their strength by granting security interests in collateral. This hypothesized difference in the availability of information to debtors and creditors is also the basis for some explanations of secured credit appearing in the finance literature. The finance literature explanations rely on asymmetric information whether or not they label it signaling.²⁹ By granting secured loans debtors communicate information about themselves to the market. This increased information improves the lending process. Professor Mann notes the equivalence of signaling and asymmetric information explanations. He states, "[T]he 'signaling' explanation is essentially identical to the conventional explanation for secured credit in the finance literature, which states that secured credit is a device used to remedy the problem of 'asymmetric information'--that is, the borrower's possession of greater knowledge about the prospects for future performance."³⁰

Several authors question the signaling justification for secured credit--that secured credit is a signal of the debtor's financial soundness.³¹ "Besides directly conflicting with one's intuitive and common understanding--namely, the greater the risk the greater the need for security--other difficulties plague the signaling explanation. The theory presupposes that the creditors cannot distinguish among debtors and that debtors presenting lower risks need a device with which to signal creditors that they are at the high end of credit worthiness."³² Furthermore, if signaling were really taken seriously a high risk firm could, by offering security, issue the same signal as a low risk firm.³³ In addition, there is a question whether signaling will produce efficient matches between debtors and creditors.³⁴

Lastly, the empirical data seem inconsistent with the signaling hypothesis. All studies, discussed in Part III below, support the hypothesis that riskier debtors tend to borrow on a secured basis more than less risky debtors. The data, unlike signaling theory, support the intuition that greater risk correlates with increased security.

²⁹ Stuart I. Greenbaum & Anjan V. Thakor, *Contemporary Financial Intermediation* 225-27 (1995) and David Besanko & Anjan V. Thakor, *Competitive Equilibrium in the Credit Market Under Asymmetric Information*, 42 *Journal of Economic Theory* 167, 168 (1987).

³⁰ Mann, *supra* note 24, at 629 n.14.

³¹ E.g., Schwartz, *supra* note 13; White, *supra* note 26, at 477.

³² White, *supra* note 26, at 477.

³³ Robert E. Scott, *A Relational Theory of Secured Financing*, 86 *Columbia Law Review* 901, 906 n.21 (1986).

³⁴ *Id.* 906-07 n.21.

3 Monitoring-Based Explanations

Reduced monitoring costs is another explanation for the efficiency of secured credit. Professors Jackson and Kronman argue that secured credit can reduce monitoring costs, and thereby enhance economic efficiency.³⁵ "[T]otal monitoring costs can sometimes be reduced by giving certain creditors priority over others."³⁶ Different creditors may have different monitoring costs. One creditor may be prepared to invest more than another to police the debtor's conduct. This is likely because the expected monitoring costs of some creditors are almost certain to be lower than the costs of others, even at comparable levels of risk.³⁷ They conclude that when "the monitoring costs of some creditors, who enjoy an informational advantage . . . are lower than those of others, it is to the benefit of all concerned that monitoring burdens be shifted to those creditors who are able to bear them at least cost."³⁸

Perhaps because it is one of the earliest theories supporting the efficiency of secured credit, it has accumulated a large body of criticism. Professor Levmore criticizes the Jackson and Kronman monitoring argument for its inattention to the problem of freeriding.³⁹ He notes that since all creditors are concerned about debtor misbehavior, they have an incentive to free ride off the monitoring efforts of other creditors. For example, given two creditors, C1 and C2, C1 may expect C2 to monitor the debtor's behavior to prevent the debtor from shifting its resources to post-loan riskier projects. C2 might expect the same of C1. "The two creditors may engage in duplicative monitoring efforts or they may rely on each other's efforts and fail altogether to monitor the debtor."⁴⁰ He argues that debtors might solve the freeriding problem by offering collateral to certain creditors. If, because of the grant of security, one creditor can be assigned to monitor the debtor's collateral, with little expectation of effort on the part of other creditors, the freeriding problem is resolved. He thus treats monitoring as central to the explanation of the efficiency of secured credit, but believes that it is incomplete unless one accounts for the freeriding problem.

Many observers criticize Jackson and Kronman's monitoring explanation because it seems to yield counterintuitive and empirically unsupported re-

³⁵ Thomas H. Jackson & Anthony T. Kronman, Secured Financing and Priorities Among Creditors, 88 *Yale Law Journal* 1143 (1979).

³⁶ *Id.* 1158.

³⁷ *Id.* 1159.

³⁸ *Id.* 1161.

³⁹ Saul Levmore, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, 92 *Yale Law Journal* 49, 53 (1982).

⁴⁰ *Id.* 54.

sults. Scott summarizes this critique by stating that monitoring theory yields "the counterintuitive conclusion that those creditors who are typically unsecured, such as trade creditors and employees, are better at monitoring against debtor misbehavior than are those typical secured parties such as banks and financial institutions."⁴¹ Levmore developed his freerider theory, discussed above, in reaction to weaknesses in the initial monitoring theory. And Schwartz and Scott maintain that problems remain even after Levmore's modification of the monitoring theory. Schwartz states that "the stable, pervasive existence of personal property security is quite unlikely to be a response to the disequilibrium phenomenon of duplicate monitoring."⁴² Scott rejects Schwartz's criticism of Levmore,⁴³ but still does not accept the freerider explanation. He questions whether granting secured creditors priority could produce a more efficient level of monitoring than would otherwise occur and whether taking security is superior to substitute methods of controlling debtor-creditor conflicts of interest.⁴⁴

4 Controlling Asset Substitutions

Some theorists attempt to explain secured credit as a means of controlling the risk of "asset substitutions." Once a debtor and creditor have reached agreement, the debtor has an incentive to increase the riskiness of its business venture.⁴⁵ This incentive to engage in such "asset substitutions" arises because the debtor is in effect gambling with the lender's funds. If the gamble is successful, all the profits in excess of the interest payment on the debt accrue to the benefit of the debtor. If the gamble fails, some of the loss is absorbed by the lender, who is not repaid. The debtor thus has an incentive to take on riskier projects than those revealed at the time of the loan. If some creditors are better able to monitor a debtor for such misbehavior than others, it may explain the pattern of secured credit.

Professor Scott points out that the economists' labeling of this type of debtor behavior as "asset substitution" can be misleading. He states that the term, properly used, refers to any changes in a firm's investment policy or business projects that increase the variability of the firm's assets.⁴⁶

⁴¹ Scott, *supra* note 33, 46, at 909-10.

⁴² Schwartz, *supra* note 19, at 1057.

⁴³ Scott, *supra* note 33, 46, at 910 n.38.

⁴⁴ *Id.* 910-11.

⁴⁵ Clifford W. Smith & Jerold B. Warner, On Finance Contracting, An Analysis of Bond Covenants, 7 *Journal of Financial Economics* 117 (1979); Schwartz, *supra* note 19, at 1055 (viewing asset substitution concern as the concern underlying Levmore's monitoring and freeriding explanation).

⁴⁶ Scott, *supra* note 33, 46, at 901, 919 n.64 (1986), citing Smith & Warner, *supra* note 45, at 117-18.

Concern about asset substitutions may explain some secured loans but it seems unlikely to be able to explain a large portion of secured transactions. These are transactions in which asset substitution is not a substantial threat--perhaps because of the narrow possible range of the business--but secured borrowing nevertheless occurs. Moreover, asset substitution risk exists with healthy firms as well as with more risky firms. The asymmetry between gain and loss that underlies the asset substitution concern is not confined to risk borrowers. If asset substitution were a complete explanation for secured credit, one might not observe the dominant empirical finding of a correlation between risky borrowers and secured loans. Nevertheless, I am not aware of evidence that completely refutes the asset substitution theory.

5 Promoting Efficient Later Lending and Investment

Professors Kanda and Levmore emphasize the role of risk alteration, including asset substitution, in explaining the pattern and priorities of secured credit.⁴⁷ They describe the law's normal grant of priority to the "first-in-time" creditor as a solution to the risk alteration problem faced by lenders. The risk alteration problem stems from the likelihood that increased debt will lead the debtor to embark on riskier projects with lower expected returns. Imperfect information and high costs of acquiring it often prevent creditors from planning for this increased risk. A pro rata system (where all creditors receive a pro rata share of the bankruptcy estate regardless of the order of when they issued credit) prevents earlier creditors from enjoying enforceable promises of extra compensation in return for subsequent increases in the level of risk by the debtor (caused by increases in debt). The result is that creditors will prefer not to lend early in the life of a debtor. The first-in-time priority, such as that arranged by Article 9 of the U.S. Uniform Commercial Code and many other countries' secured transaction systems, is a simple way of fostering such early lending.

Kanda and Levmore then expand their theory to explain why the first-in-time priority is limited to specific assets and is occasionally displaced by later-in-time superpriorities. Later lenders have more information than their predecessors and are likely to be better decisionmakers if given priority with respect to the project or asset they decide to finance. But this does not solve the problem of risk alteration discussed earlier. New credit increases the risk alteration problem for the early creditor most, but not all, of the time. An ideal priority system must balance the advantages of the first-in-time rule as a solution to potential risk alteration with the advantages of granting

⁴⁷ Hideki Kanda & Saul Levmore, *Explaining Creditor Priorities*, 80 *Virginia Law Review* 2103 (1994).

priorities to later-in-time lenders who may enjoy informational advantages. At the time of the later loans, both the debtor and the subsequent lender are likely to have informational advantages over the earlier-in-time lender.

Kanda and Levmore also discuss the choice between asset-based and debtor-based priority systems such as those advocated by Schwartz. The priority of a secured creditor is limited to the specific assets which are the security. A debtor-based priority system would give the creditor priority over all the debtor's assets. The advantage of an asset-based system with respect to secured credit is precisely its ability to allow for priorities for selected later lenders and to do so in a way that encourages the lender to focus on the specific project financed. In a debtor-based system, where one lender can enjoy priority over all of a debtor's assets, the lender would not have this incentive to focus on the profitability of the specific investment facing the debtor. Limiting late-in-time exceptions to specific assets also limits the damage such exceptions can cause. The authors also suggest that all priorities should be conditioned upon notice to past or potential creditors.

Kanda and Levmore explain the rationales for some of the most common late-in-time priorities, such as those for the buyer in ordinary course of business, purchasers of chattel paper, purchase-money lenders, sureties and setoff rights. Almost all of these later-in-time priorities can be associated with limited risk alteration danger and at least some prospect of gain. Notice requirements would reduce any potential risk alteration problems arising out of overbroad categories by affording earlier creditors the opportunity to withdraw or take protective steps.

6 Leverage Over the Debtor

Professor Scott offers what he labels a relational theory of secured financing. Like signaling and monitoring theories, it focuses on security as a means of controlling potential conflicts between debtors and their lenders. But he emphasizes a different benefit of security, the leverage a secured creditor obtains over the debtor. "By taking an interest that wraps around the debtor's business, the bank gains important influence over the debtor's strategic planning and operational decision making. The creditor's power comes from the ability to veto any proposed actions by withdrawing either financing or assets from the enterprise. A floating lien that supports an exclusive option to make future advances gives the creditor the power both to seize the debtor's assets (for example, through self-help-repossession, and direct collection) and to terminate the financing necessary for the operation of the business."⁴⁸ In light of empirical findings described below, the value of security as leverage deserves serious consideration as a reason

⁴⁸ Scott, *supra* note 33, 46, at 926-27.

for the widespread use of secured credit. The leverage hypothesis also explains why many debtors would not welcome a secured loan. They would be granting some measure of control of their business to a lender whose primary interest is to maximize the value, up to the amount of its debt, of the collateral subject to its security interest.

C The Ubiquity Puzzle Encountered by Claims that Secured Credit Reduces Borrowing Costs: Why Don't All Firms Issue Secured Credit?

Putting aside for the moment the question of which of the above theories or combination of theories best supports and describes the existing patterns of secured credit, many theories of why secured credit is efficient raise another issue. If secured credit is in fact economically useful to the firm and its lenders, one wonders why all firms do not use it and why those firms that do use it do not use it more often. For example, if a firm can reduce net borrowing costs because willingness to issue secured debt signals lenders that the firm is financially sound, all firms have an incentive to issue secured debt. Or, if secured borrowing allows the debtor and its lender to exploit third parties one wonders why all firms do not take advantage of that opportunity. And it has been argued that the optimal strategy for a firm is to issue as much secured debt as possible.⁴⁹

Professor Adler suggests that the puzzle is that secured credit appears valuable but is not ubiquitous. He terms this the "ubiquity puzzle."⁵⁰ It should be noted that certain theories do not encounter this problem. Theories based on differing risk aversion of lenders may well predict that secured lending would not be ubiquitous. Theories which claim that secured lending is simply a way to allow otherwise too risky debtors to borrow also do not necessarily encounter a ubiquity problem. Similarly, theories of secured credit arguing that it can reduce administrative and enforcement costs need not forecast ubiquitous use of secured credit.⁵¹ Lenders seek security when

⁴⁹ James H. Scott, Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure, 33 *Journal of Finance* 1 (1977).

⁵⁰ Barry Adler, An Equity-Agency Solution to the Bankruptcy-Priority Puzzle, 22 *Journal of Legal Studies* 73 (1993).

⁵¹ Clifford W. Smith, Jr. and Jerold B. Warner, Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Comment, 34 *Journal of Finance* 247 (1979). Smith and Warner state:

Secured debt appears to reduce administrative and enforcement costs. Secured debt insures that the lender has clear title to the assets and prevents the borrower from subsequently obtaining additional debt which jeopardizes the lender's claim. Since it is likely to be less expensive to take possession of property to

the savings in administrative and enforcement costs exceed the costs of entering into the secured transaction. The degree to which signaling or monitoring theories predict ubiquitous secured borrowing has not been definitively explored.

Adler's solution to the "ubiquity puzzle" arises from the relationship among a firm's unsecured creditors, its nonmanagement equity investors, and its management. Both unsecured creditors and nonmanagement equity investors share a desire that management behave honestly and competently. An unsecured creditor is at risk from incompetent management, and accounts for this risk in the loan terms it offers to the firm. An unsecured creditor therefore has a strong incentive to scrutinize management of a firm before it extends credit, and to monitor management behavior once credit has been extended. The loan terms offered by a secured creditor signals the equity market, thereby reducing agency costs. Secured creditors, on the other hand, do not have the same incentive to scrutinize management since their risk is sheltered by the security. (Adler calls his theory the "general-creditor scrutiny hypothesis.")

Under this theory, it is rational for firms to issue unsecured credit rather than less expensive secured credit to the extent that the savings in agency costs exceed the increased cost of credit. To this extent, unsecured debt raises the value of equity. Current theories of secured finance, he argues, fail to consider this solution to the ubiquity puzzle.⁵²

Without addressing the merits of Adler's theory, it is clear that his article highlights the important question of why, in light of some theories, secured credit is not more widely used.

which the lender already has established title, through collateralization foreclosure expenses are reduced in the event of default.

Id. 250.

⁵² Adler finally makes some predictions based on his equity-agency theory. In sum, Adler predicts that, all else being equal, the typical unsecured credit preferer is a firm with dispersed equity investors, stable product or service lines, little unused capacity that management can convert to risky assets, few assets likely to reflect general firm performance, and equity finance of unencumberable value.

D The Argument that Secured Credit is Inefficient

1 Costs Imposed on Third Parties

Most of the theories addressing secured credit's efficiency examine secured lending from the perspective of the debtor and its well-informed creditors. Within that group, the question is whether the benefits, through reduced interest costs, reduced monitoring costs, reduced administrative costs, and the like outweigh the costs of entering into secured transactions. Professor Schwartz's challenge is largely addressed to analyses confined to the debtor-creditor group. If the efficiency of secured credit cannot be established within that group, it surely is a questionable institution.

But even if efficiency of secured credit is established within the group of the debtor and its creditors, another perspective on secured credit emphasizes the role of less well informed creditors. Secured credit may be quite sensible from the point of view of the debtor and its well informed creditors.

But it may impose costs on others. Indeed, one of the arguments for the expected ubiquity of secured credit is precisely its ability to impose costs on those who are not part of the secured transaction.⁵³

Professor LoPucki's critique of the monitoring-based explanation highlights its assumption that unsecured creditors will be aware of the risk of being unsecured and will insist on a premium for lending on an unsecured basis.⁵⁴ (Though this criticism will also undermine most theories supporting the efficiency of secured credit.) He also challenges two assumptions underlying the reasoning used to support the monitoring explanation. First, he rejects the assumption that unsecured creditors agree to subordinate status when many unsecured creditors are tort victims whose unsecured status is imposed on them against their will. Second, he rejects Jackson and Kronman's assumption that voluntary creditors contract for unsecured status with full awareness of the consequences. Instead, he argues, they contract under varying levels of coercion with varying levels of awareness.⁵⁵ Few quarrel with LoPucki's factual assertion that not all unsecured creditors are consensual creditors. But the more candid responses assert that binding them in subordinate status to secured creditors is a necessary cost of having a certain efficient commercial law system.⁵⁶

⁵³ Scott, *supra* note 49.

⁵⁴ Lynn M. LoPucki, *The Unsecured Creditor's Bargain*, 80 *Virginia Law Review* 1887, 1892 (1994).

⁵⁵ *Id.* 1893. See also James H. Scott, Jr., *Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure: Reply*, 34 *Journal of Finance* 253, 254 & n.2, 256 (1979).

⁵⁶ James J. White, *Work and Play in Revising Article 9*, 80 *Virginia Law Review* 2089-2097 (1994).

LoPucki develops two explanations for the widespread use of security that do not focus on the wishes of the lender and borrower to engage in economically efficient relationships. Instead, he argues, secured credit enables the lender and the borrower to exploit others. He argues that security enables secured creditors and debtors to extract a subsidy from those who involuntarily become secured creditors. His list of involuntary or reluctant creditors is (1) product liability claimants, (2) victims of business torts, ranging from negligence to intentional interference with contractual relations, (3) victims of antitrust violations, unfair competition, and patent, trademark and copyright infringement, (4) environmental agencies that perform clean-ups, (5) taxing authorities, (6) creditors who became such through the debtor's fraud, including securities fraud, (7) government agencies, such as the Pension Benefit Guarantee Corporation, and (8) utility companies. Since most of these parties cannot or do not adjust their behavior to reflect the existence of security, they subsidize the secured relationship between the debtor and the secured lender.⁵⁷ LoPucki thus rejects Schwartz's assumptions that creditors (i) can learn of and react to the existence of security; and (ii) can calculate the risks of default reasonably precisely.

LoPucki also argues that grants of security exploit creditors who accept unsecured status on the basis of an underestimation of the risk. From his practice experience he concludes that many unsecured creditors were not creditors who had knowingly assumed the risk of the debtor's business. "They were creditors who, had they known the true state of the law and the debtor's finances when they made the fatal decision to extend credit (or not to withdraw from an extension already made), would have decided differently."⁵⁸ Others have also noted the potential of secured transactions to exploit third parties.⁵⁹

Professor Hudson agrees with Professor LoPucki that secured credit reduces a borrower's costs but that these costs are borne by unsecured creditors unaware of secured loans or unable to adjust for secured loans. He uses this to argue that secured credit is inefficient and that the floating charge should be abolished. He states "the secured loan exists because imperfect information allows a bargain that gives the firm cheaper credit and the lender a less risky loan. The costs of this are borne by unsecured creditors, who . . . are likely to be in part ignorant of the security. The consequences are that credit markets become distorted, failing firms are kept alive too long, and unsecured creditors face large losses. The case against

⁵⁷ LoPucki, *supra* note 54, at 1897.

⁵⁸ *Id.* 1916 (footnote omitted).

⁵⁹ LoPucki mentions these sources in his discussion at *id.* 1899 n. 51, n.52, 1903 n. 65.

the secured loan is. . . strong enough to warrant some reform in the system.

. . .⁶⁰

Hudson argues that the traditionally invoked benefits of secured loans are not enough to justify the widespread use of secured lending. He attributes this failure of justification to the assumption of perfect information. Unsecured creditors will only charge higher interest rates if they are aware of the existence of the security. This assumption is invalid because of information lags and search costs, which leave some unsecured creditors unaware of the security's existence.

From one perspective, the secured loan is the outcome of a bargain freely undertaken between two agents to the benefit of both, essentially agreeing that in the event of bankruptcy, one of these agents will be favored over all other creditors with respect to the security. These other creditors will not have been party to the bargain and will not be aware of its existence unless they conduct a search on the firm granting the security. There is no net gain to the economy even though the cost to the debtor is reduced; the risk is merely transferred to the unsecured creditors.

Secured financing also distorts credit markets so that some potential borrowers with viable projects will not obtain credit because the lack sufficient security to offer the bank. These projects will not be funded, but ones with a smaller expected return will be funded, but able to offer security will be funded, resulting in a net loss to the economy.

Monitoring costs will also increase. Secured credit decreases a bank's incentive to use its knowledge and advantageous informational position optimally and will tend to keep failing firms in existence too long.

The legal justifications for the priority of the secured creditor have rested on the principles of bargain, value and notice. Of these three, the bargain or freedom of contract theory provides the ethical basis for the priority. This theory suggests equal bargaining power of all potential participants of the bargain. Hudson argues that there is an asymmetry in bargain power that certain creditors (such as banks) in a stronger position than others (such as small sellers of goods). The logic behind the notice requirement is that it allows other creditors to become aware of the existence of a security. However, there is no guarantee that all creditors will become aware of it, and for them to do so will involve them in informational search costs.

Hudson suggests several alternatives to the secured lending system. First, there is abolishing secured lending altogether, which would put all creditors on equal footing with respect to the post-bankruptcy distribution of assets. Banks would still have the opportunity to lend to firms whose net

⁶⁰ John Hudson, *The Case Against Secured Lending*, 15 *International Review of Law and Economics* 47 (1995).

present value is negative if they have an informational advantage over some other creditors.⁶¹ A potential problem with this solution is that banks would probably try to circumvent the restrictions on secured lending, e.g. through financial leasing schemes and the like.

A second solution would be to improve the flow of information. Many of the problems of secured credit stem from imperfect information. However, if information were perfect, the rationale for secured lending would also be greatly reduced, and Hudson theorizes the practice would quickly decline. He suggests requiring firms to identify on any contract with any creditor any security that is currently operative, and requiring them to update every creditor regularly.

Another solution would be to adopt some variation on the ten percent fund recommended by the Cork Report, which would reserve ten percent of the bankruptcy estate for the unsecured creditors. The ten percent figure is an arbitrary one, which is small enough not to dent the potential scope for secured lending.

Hudson also suggests prohibiting all "inside secured lending," e.g., the grant of a security on firm assets. A security on assets outside the firm, such as the owner of the firm's house, does not lead to depletion of the firm's assets to the detriment of other unsecured creditors in the event of bankruptcy, but maintains the advantage of secured lending.

Restricting inside loans to "new capital value," e.g. the loan must be for the creation of genuine new value, such as purchasing new machines or a building, rather than for short-term working capital or to cover the loans, is another possible solution. This would prevent banks from keeping insolvent firms alive. Firms would be able to borrow for genuine purposes of expansion, but not for overcoming current financial problems.

Professors Bebchuk and Fried also develop an argument that secured transactions can be inefficient. The premise of their argument is not very different from that of LoPucki and Hudson--the private bargain between a secured lender and its borrower can impose costs on third parties. A borrower and its lender "have an incentive to shape the arrangement--which may or may not include a security interest--in the manner that maximizes their private joint gains. . . . [I]n the presence of nonadjusting creditors, the arrangement that makes them best off is unlikely to be the socially optimal arrangement."⁶²

The key to their argument is the presence of nonadjusting creditors, those who do not satisfy the common simplifying assumption of unsecured creditors who can adjust to reflect the terms of the secured transaction. In the

⁶¹ Id. 57-58.

⁶² Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 *Yale Law Journal* 857, 881 (1996).

presence of such creditors, they argue that "a rule according full priority to secured claims in bankruptcy tends to reduce the efficiency of the loan arrangement negotiated between a commercial borrower and a potentially secured creditor."⁶³ Their claim of inefficiency encompasses a wide range of interests. "[F]ull priority tends to reduce the total value captured by the borrower, the potentially secured creditor, and all other parties affected by the arrangement, which we assume to be the borrower's other creditors."⁶⁴

2 Costs in Realizing the Maximum Value of Collateral

In times of financial difficulty a secured creditor with less than full secured for its loan also participates in the bankruptcy as an unsecured creditor. As such, the secured creditor has an incentive to maximize the value of the estate in a manner that may benefit all unsecured creditors. Some conflict of interest between the undersecured creditor and unsecured creditors still exists. The secured creditor will still want as much value as possible to be in a form of assets with respect to which it has an exclusive claim. Several analysts have recognized the potential conflict between a secured party and others in realizing on the value of collateral.⁶⁵

E Middle Ground: Partial Priority Solutions

Several commentators and countries now support a system of partial priority. In general, under partial priority systems, secured lenders benefit from priority in bankruptcy but their priority is limited to a fixed percentage of the value of the collateral. The U.K.'s Cork Report, recent scholarly work in the U.S., Germany's new bankruptcy law, and Finnish law all limit or recommend limiting secured creditors to partial priority. Not all of those supporting partial priority do so on the grounds of economic efficiency. My understanding is that Finland's partial priority rule for floating charges was a consequence of a desire to retain the status quo in light of other changes in priority rules.

The most ambitious effort to offer a theoretical economic justification for partial priority is a recent article by Bebchuk and Fried.⁶⁶ As discussed

⁶³ Id. 863.

⁶⁴ Id. 863-64.

⁶⁵ E.g., Thomas H. Jackson & Robert E. Scott, *On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain*, 75 *Virginia Law Review* 155, 169-73 (1989)

⁶⁶ Bebchuk & Fried, *supra* note 62, at 934.

above, they question the efficiency of full secured creditor priority and believe that partial priority would be more economically efficient.

They offer two possible rules of partial priority. The first rule would deny secured claims priority over the claims of nonadjusting creditors.⁶⁷ This approach would address the principal reservations about secured creditor priority voiced by LoPucki and Hudson. It would, in effect, only allow secured creditor priority to govern when the most important of Professor Schwartz's assumptions were satisfied. Under Bebchuk and Fried's second proposed partial priority rule, a fixed fraction of each secured claim would be treated as an unsecured claim.⁶⁸

A few countries have adopted or seriously considered partial priority. The German Commission on Bankruptcy Law proposed retaining security agreements in principle, but allowing priority to only 75 percent of the secured claim on (movable) personal property in bankruptcy.⁶⁹ This proposal was based in part on the argument that secured creditors should not be able to have fully secured positions because the monitoring abilities of unsecured creditors in bankruptcy should be enhanced to compensate for the fact that most security agreements on personal property in Germany are not well publicized.⁷⁰ Germany's pending insolvency law implements a system of partial priority in that secured creditors may be required to pay to the bankruptcy estate a percentage of the proceeds received from the sale of collateral.⁷¹ The Cork Report in the U.K. recommended a system of partial priority. The Report proposed that "a fund equal to 10% of the net realisations of assets subject to a floating charge should be made available for distribution among the ordinary unsecured creditors."⁷² And Finland has adopted a system of partial priority. Finnish law establishes two types of secured creditors: creditors with a fixed charge on assets and creditors with a floating charge. Creditors with a floating charge have a security interest in the changing assets of the firm, including inventory and receivables, and enjoy partial priority: they receive 50 percent⁷³ of the proceeds remaining after creditors with a fixed charge on assets and administrative expenses

⁶⁷ Id. 904.

⁶⁸ Id.

⁶⁹ Kommission für Insolvenzrecht (1985): The exact proposal was to reduce the secured position by $0,25 \min \{C, V^S\}$, with C being the allowed amount and V^S the value of the collateral.

⁷⁰ Jochen Drukarczyk, Secured Debt, Bankruptcy, and the Creditors' Bargain Model, 11 *International Review of Law and Economics* 203, 205 (1991).

⁷¹ German Insolvency Statute of 5 October 1994 (Bundesgesetzblatt 1994 I 2866) § 171.

⁷² Goode, *supra* note 6, at 76 (quoting the Cork Report).

⁷³ The priority was 60 percent until January 1995, which includes the period studied here.

have been paid. Secured creditors with a fixed charge on a firm's assets have full priority.

Bebchuk and Fried acknowledge that neither partial priority rule would be superior in every respect to a rule of full priority and they discuss the benefits and detriments of each partial priority rule. They also recognize and discuss the practical problems in identifying and implementing a rule that would require the bankruptcy court to identify those creditors of a debtor who were nonadjusting with respect to a particular security interest.

Whether or not a system of partial priority encourages *ex ante* efficient transactions, it may have a beneficial *ex post* effect. As discussed above, in times of financial distress the secured creditor's interest in realizing the value of the collateral may conflict with the interests of unsecured creditors.

In a system of partial priority the secured creditor's only incentive is not merely to maximize the value of the collateral. The secured creditor will also benefit from increased distributions to unsecured creditors. Thus, under some relationships between the size of secured and unsecured claims, it may be in the secured creditor's interest to join in more efficient methods of realizing the value of the collateral.

III Empirical Studies of Secured Transactions

Empirical data about the actual patterns of secured and unsecured lending can help illuminate which theories are plausible. This, in turn, helps determine the underlying economic bases for secured lending. Priority rules can then be adjusted in light of the economic benefits attained by secured transactions. For example, empirical data consistent only with theories asserting that secured financing is inefficient, and not with theories supporting its efficiency, would support eliminating secured creditor priority in bankruptcy. In fact, the data suggest that the older, simpler theories about secured lending are probably correct. Secured lending tends to occur in the case of risky firms and risky loans and is less common among healthier firms. The old-fashioned belief that secured credit is largely a way for debtors who might not otherwise obtain credit to borrow is, at least in part, true.

A Prior Empirical Studies of Secured Transactions

Both finance and legal literature have made some progress on the question of what firms engage in secured borrowing. Theoretical considerations led several analysts, especially those that emphasize the signaling role of secured borrowing, to conclude that safer borrowers are more likely to pledge collateral.⁷⁴ Berger and Udell note that the safe-borrowers hypothesis is not in keeping with the conventional wisdom in the banking industry,⁷⁵ which is that riskier borrowers are more likely to pledge collateral.⁷⁶ Empirical studies, discussed below, tend to confirm that riskier borrowers engage in secured borrowing.

Robert Scott, writing in 1986, reviewed several data sources, both quantitative and qualitative. He found that most secured debt is issued by relatively small, young, and growing firms. In a 1958 Federal Reserve study, only eighteen percent of the loans made to businesses with assets above \$100,000,000 were secured, while seventy-eight percent of the loans to firms with assets of \$50,000 to \$250,000 were secured.⁷⁷ Scott states that the credit industry believes this pattern arises because small, young firms have less access to capital markets and are less able to generate funds internally than are large established firms. He also found that secured lending plays a major role in acquisition financing and financing of firms in financial difficulty.⁷⁸

James Booth, writing in 1992, used data obtained from 787 loan contracts filed with the Securities and Exchange Commission, plus data on these contracts appearing in the financial press.⁷⁹ The period covered was may 1987 to may 1989. Due the data source, the loans tended to be large, with a mean of \$192 million and median of \$59.5 million. About half the loans were secured and the loans had an average maturity of about 60 months.⁸⁰ He reports that a loan's status as secured correlates significantly

⁷⁴ D. Besanka & A. Thakor, Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets, 28 *International Economic Review* 671-89 (1987); Y. Chan & G. Kanatas, Asymmetric Valuation of the Role of Collateral in Loan Agreements, 17 *Journal of Money, Credit and Banking* 85-95 (1985).

⁷⁵ Berger & Udell, *supra* note 28.

⁷⁶ E. Morsman, Jr., Commercial Loan Structuring, 68-10 *Journal of Commercial Bank Lending* 2-20 (1986).

⁷⁷ Scott, *supra* note 33, 46, at 940.

⁷⁸ *Id.* 941.

⁷⁹ James R. Booth, Contract Costs, Bank Loans, and the Cross-Monitoring Hypothesis, 31 *Journal of Financial Economics* 25 (1992).

⁸⁰ Booth, *supra* note 79, at 31.

and positively with the price of the loan. That is, secured transactions tend to be associated with riskier loans.

Leeth and Scott also present evidence that supports traditional theories about why secured transactions arise.⁸¹ They studied two samples of over 1,000 business loans each. The National Federation of Independent Business surveyed a random sample of their 500,000 members in April 1980 and April 1982. The survey contained direct information on secured lending, loan size, and loan maturity. They considered a loan to be secured if the firm reported any type of collateral, business or personal.

They interpret their results as confirming conventional views of why firms engage in secured transactions. Relying on earlier studies,⁸² they used the number of years a firm had been in business as a proxy for the risk of default. New businesses have lower survival rates than older businesses. And firm age also measures the length of a company's credit and performance history. "Since prior credit performance provides information for predicting future default experience loans to newer businesses should have a higher probability of being secured than loans to older firms."⁸³ Leeth and Scott find a significant correlation between firm age and the existence of secured debt. They interpret this as follows: "As expected, age of the firm, a proxy for default risk, is negatively associated with the probability of observing a secured loan."⁸⁴ They also find that loan size and maturity increase the probability of secured lending.⁸⁵ They conclude:

Critics claim that theories of secured debt fail to explain the widespread use of collateral because they incorrectly predict when a loan will be secured. Others argue that collateral may be irrelevant because additional mechanisms including external markets for control, reputation, and other bond covenants also reduce bondholder-stockholder conflict. Our results, using data from over 2,000 small business loans, strongly reject both the irrelevance hypothesis and the belief based on casual observation that the theories of secured debt wrongly predict collateralization. Consistent with the existing explanations of how collateral reduces net borrowing costs, the incidence of secured debt in the small business community is strongly related to

⁸¹ John D. Leeth & Jonathan A. Scott, *The Incidence of Secured Debt: Evidence from the Small Business Community*, 24 *J. Financial and Quantitative Analysis* 379 (1989).

⁸² Dickerson and Kawaja (1967), Fisher (1959), and George (1983),

⁸³ Leeth & Scott, *supra* note 81, at 387-88, relying on Diamond (1985) and Chan and Kanatas (1985).

⁸⁴ Leeth & Scott, *supra* note 81, at 389.

⁸⁵ *Id.*

default probability, loan size, loan maturity, marketability of assets, and economic and legal conditions.⁸⁶

Berger and Udell studied the relationship between secured transactions and both ex ante and ex post measures of loan risk. Their data for studying ex ante risk is the Federal Reserve's Survey of Terms of Bank Lending, which contains information on over one million business loans. Each quarter from 1977 to the first half of 1988 approximately 340 banks listed the individual characteristics of every domestic commercial and industrial loan and construction and land development loan made during one or more days of the first week of the second month of the quarter. The sample includes both large and small banks and includes over 1,100,000 loans. Berger and Udell present regression results for four points in time, November 1987, May 1983, August 1981, and May 1977. For each time studied they find that for floating-rate loans an extra premium is charged when the loan is secured and that the finding is statistically significant.

They studied ex post risk by examining the net charge-offs (charge-offs minus recoveries) as a measure of loan risk and several nonperforming characteristics (for example, past due) as measures of borrower risk. They find that fixed-rate secured borrowers and their loans have substantially poorer than average performance. They conclude, "As a whole, the evidence on fixed rate loans is strongly consistent with the hypothesis that secured borrowers are riskier on average than unsecured borrowers and that recourse against collateral by the bank is not sufficient to offset this risk . . ."⁸⁷ The evidence on floating-rate loans is also consistent with higher risk for secured borrowers and loans, but less so than for fixed-rate loans.

Professor Mann interviewed a cross-section of lenders and borrowers to assess the reasons they engage in secured transactions. He interviewed a series of borrowers differentiated by the size of company, the company's access to publicly traded debt, and the company's line of business. The enterprises included large public firms, small closely held firms, borrowers exclusively in the private debt market, a borrower issuing public debt, several borrowers active in public debt markets, and individuals operating in various lines of business. He also interviewed a series of lenders that included insurance companies, banks, asset-finance companies, and noninstitutional lenders who extend trade credit to their customers.⁸⁸ Within the firms, he interviewed individuals responsible for financial decisionmaking.

He concludes that the empirical evidence "casts grave doubt on most of the one-factor perspectives advocated by previous commentators." "[N]o

⁸⁶ Id. 393.

⁸⁷ Berger & Udell, *supra* note 28, at 37.

⁸⁸ Mann, *supra* note 24, at 631-32.

single factor can capture the multiple and interrelated considerations that motivate borrowers and lenders as they structure their various transactions.”⁸⁹ Nevertheless, Mann does find greater support for some theories of secured lending than others.

Specifically, he finds support for Professor Scott’s argument that secured lending is attractive because of the increased leverage it provides over debtors. The grant of collateral “can enhance the lender’s ability to limit subsequent borrowings, increase the borrower’s incentive to attempt to repay the loan voluntarily, and facilitate restraints on the borrower’s incentive to engage in risky conduct.”⁹⁰ The informal leverage gained by a secured lender can be substantial. A debtor has a powerful incentive not to engage in technically permissible conduct that may displease a secured lender. “A prudent borrower would be wary of taking technically permissible actions that the borrower thinks might trouble the lender sufficiently to increase the likelihood that the lender will seize upon a minor default to justify calling the loan.”⁹¹

Mann also concludes that the signaling hypothesis is inconsistent with the available evidence. The signaling hypothesis predicts that the strongest companies will be more likely to grant collateral as a way to signal their strength and ability to pay. “That prediction, however, is inconsistent with the most well-established aspect of actual practice: the strongest companies in our economies ordinarily do not secure their debt.”⁹² Other anecdotal evidence also supports this conclusion.⁹³

Finally, Mann interviews contain an important finding about the credit behavior of inventory suppliers. It is widely assumed that inventory suppliers do not seek security. Scholars believe that trade creditors do not retain security interests.⁹⁴ Mann finds that a significant and perhaps growing portion of sophisticated suppliers do retain security interests in the materials they sell.⁹⁵

⁸⁹ Id. 633.

⁹⁰ Id. 641.

⁹¹ Id. 655 (footnote omitted). Mann finds much less support for Professor Scott’s argument that secured credit fosters exclusive lending relationships. Id. 656-57.

⁹² Id. 629 (footnotes omitted).

⁹³ Homer Kripke, *Law and Economics: Measuring the Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of Fact*, 133 *University of Pennsylvania Law Review* 929, 969-70 (1985).

⁹⁴ Buckley, *supra* note 10, at 1441-42; LoPucki, *supra* note 54, at 1936, 1941-43.

⁹⁵ Mann, *supra* note 24, at 678-79.

B Finnish Data on the Incidence of Floating Charges

Data on small Finnish firms confirms the existence of a relationship between the risk of a firm's default and the existence of secured credit.

Data Description. Stefan Sundgren and I have been working with a sample of Finnish firms. The sample consists of 785 healthy firms and 94 bankrupt firms. The sample of healthy firms is a random sample drawn from the database of Asiakastieto Oy, a Finnish credit bureau. The data include all Finnish firms for which financial data are available.⁹⁶ A sample of 838 healthy firms were randomly selected. The Asiakastieto Oy database includes partnerships and individuals, as well as corporations. We excluded 52 partnerships and individuals from the sample as well as one healthy firm with fewer than two board members.

The financial data are based on financial reports covering 1992 to 1994. For each firm we use the most recent financial report that was available when the sample was selected in March 1996. The original sample of 108 bankrupt firms includes all firms that filed a bankruptcy petition between July 1995 and March 1996 for which financial statements prepared less than 40 months prior to the filing were available. As in the case of healthy firms, the financial data in the bankrupt firms' statements covers years from 1992 to 1994.⁹⁷

We sampled a higher percentage of bankrupt firms to assure that we obtained a reasonably-sized sample of bankrupt firms. Analyzing whether bankruptcy correlates with the presence of a floating charge requires a representative sample of bankrupt firms. The firms in the database have an overall bankruptcy rate of 1.6 percent and a simple random sample of all firms reporting in a confined time period would result in the inclusion of very few bankrupt firms. Bankruptcy prediction studies routinely encounter this problem. Such studies often must collect data across many years to

⁹⁶ The database includes about 120,000 firms of which about 15,000 report financial data. Many firms are too small to be subject to the financial data filing requirement and some firms do not file the required data. Thus, the range of firms in our sample is broad but the sample excludes very small firms and is dominated by small and mid-size firms.

⁹⁷ The median time between the bankruptcy filing and the day when financial statements were prepared is 32 months, the minimum time is 18 months, and the maximum time is 39 months. Ten noncorporate bankrupt firms and four bankrupt firms with fewer than two board members were excluded from the sample. For the combined sample, 70 percent of the firms reported data covering 1994, about 26 percent reported data covering 1993, and about four percent reported data covering 1992.

obtain a reasonable number of bankrupt firms to analyze.⁹⁸ We have not analyzed the Finnish data for all information about secured lending. We have only examined the data for patterns of lending involving floating charges, which are a form of secured lending limited to certain classes of property, not including real estate.

The Finnish Results. The Finnish data show that loans secured by floating charges are frequent but by no means ubiquitous. The data also strongly confirm the existence of a correlation between firms' financial health and the existence of secured credit.

In the Finnish data, 374 of the 879 (42.6 percent) corporations studied reported the existence of a floating charge. The presence of the floating charge was not randomly distributed. Bankrupt firms were much more likely to have a floating charge than healthy firms. Of 785 healthy firms, 309 (39.4 percent) had floating charges. Of 94 bankrupt firms, 65 (69.2 percent) had floating charges. This difference is statistically significant at beyond the .0001 level. It is thus extremely unlikely to have occurred by chance. But note that, even among bankrupt firms, floating charges were not ubiquitous, though this may be due to industry differences in the feasibility of a floating charge.

By at least one accounting measure, firm solvency (by which I mean the ratio of debts to assets), differences in the rates of floating charges extended to the sample of healthy firms. Since the data contain industry-wide figures for solvency, we were able to use an industry-adjusted measure of solvency to explore accounting differences between firms that do and do not use floating charges. Even among healthy firms, the differences between firms that do and do not have floating charges are large and statistically significant. Using one measure of industry-adjusted solvency,⁹⁹ and limiting the sample to healthy firms, we found the industry-adjusted solvency of firms without floating charges to be .10 and the industry-adjusted solvency of firms with floating charges to be -.12. This difference was highly statistically significant. Note that firms with floating charges, as a group, had substantial and negative industry-adjusted solvency rates and that firms without floating charges, as a group, had substantial and positive industry-adjusted solvency rates. And this excludes the least healthy firms, those

⁹⁸ E.g., James A. Ohlson, *Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy*, 18 *Journal of Accounting Research*, #1, 109-131 (1980).

⁹⁹ The solvency measure we used is a square-root transformation of the difference between each firm's solvency and the firm's industry's median solvency. We define the difference between firm and industry solvency to be DSOL, and compute an industry-adjusted solvency (SOL_{adj}) as follows:
Install Equation Editor and double-click here to view equation.

that filed for bankruptcy. The differences would be even more dramatic if bankrupt firms were included in the analysis.

The Finnish data thus confirm Berger and Udell's and Leeth and Scott's findings, and Mann's interview results. Firms that engage in secured borrowing tend to be higher risk firms than other firms. Preliminary analysis of Swedish corporate data for the period 1990 to 1994 by Clas Bergström, Stefan Sundgren, and me also shows a strong correlation between the presence of a floating charge and subsequent bankruptcy.

C The Finnish Experience with a System of Partial Priority

A different data set that includes data on Finnish firms can help explore the effect of a system of partial priority for secured creditors. As noted above, Finland has adopted a system a partial priority for its floating charge. Partial priority has been the subject of recent interest in the U.S., including a theoretical article asserting that partial priority is the economically efficient rule.¹⁰⁰ Therefore, Finland's recent experience may be of special interest. Has a rule of partial priority changed the way bankruptcy estates are distributed? We do not have data comparing Finland's experience before and after adoption of partial priority. But one study compares the Finnish experience under partial priority with the U.S. experience under a system of full secured creditor priority.¹⁰¹ The study is limited to firms that filed for reorganization so the results may not necessarily hold for liquidating bankruptcies. But if partial priority were to have a major effect one would expect that effect to appear in reorganization plans as well as in liquidating distributions.

Finnish law establishes two types of secured creditors: creditors with a fixed charge on assets and creditors with a floating charge. Creditors with a floating charge have a security interest in the changing assets of the firm, including inventory and receivables, and enjoy partial priority: they receive 50 percent¹⁰² of the proceeds remaining after creditors with a fixed charge on assets and administrative expenses have been paid. Secured creditors with a fixed charge on a firm's assets have full priority. In the United States, secured creditors enjoy full priority, with different qualifications.¹⁰³

¹⁰⁰ Bebchuk & Fried, *supra* note 62.

¹⁰¹ Theodore Eisenberg & Stefan Sundgren, *Is Chapter 11 Too Favorable to Debtors? Evidence from Abroad*, *Cornell Law Review* (1997) (forthcoming).

¹⁰² The priority was 60 percent until January 1995, which includes the period studied here.

¹⁰³ E.g., Theodore Eisenberg, *Bankruptcy and Debtor-Creditor Law* 583 (2d ed. 1988).

If there were a simple relationship between levels of secured creditor priority and repayment rates to unsecured creditors, one might expect Finnish unsecured creditors to fare better than U.S. creditors. And other important differences between U.S. and Finnish reorganization law should increase the spread between U.S. and Finnish payments to unsecured creditors. Finnish reorganization law contains two central features that are less favorable to debtors than U.S. law. First, Finnish law provides for early screening and termination of cases inappropriate for reorganization. When a debtor files a reorganization petition, creditors may immediately challenge the case's eligibility for reorganization. Most Finnish cases do not survive this initial screening.

Second, U.S. debtors have greater influence than Finnish debtors over the reorganization plan and the information communicated to creditors. In most Finnish cases an administrator oversees the case, provides creditors with information, and proposes a reorganization plan. Creditors nominate the administrator, who is thus likely to act in their interest. In the U.S., the debtor's management usually performs the Finnish administrator's tasks. U.S. reorganizations are therefore likely to be more debtor oriented than Finnish reorganizations.

Thus, partial secured creditor priority, early termination of cases, and greater creditor control of the reorganization process all suggest that Finnish unsecured creditors should fare better than U.S. unsecured creditors in reorganization. But a comparison of Finnish and U.S. reorganization results found no evidence that the U.S. system leads to reorganization plans that are more favorable to debtors. Based on the cases for which comparable data are available, U.S. debtors propose to pay unsecured creditors a higher percentage of their claims than Finnish debtors propose to pay and also propose a faster payout.¹⁰⁴ Results from Canada, Japan, and Australia confirm that U.S. unsecured creditors fare relatively well.

For those considering altering rules of priority, these empirical results may be significant. We find no solid evidence that reducing secured creditors to partial priority necessarily leads to higher payments different payout patterns. The greatest effect of a partial priority rule may be on *ex ante* lending behavior to the mass of firms, most of which do not resort to insolvency proceedings.

¹⁰⁴ Eisenberg & Sundgren, *supra* note 101. The study suggests that U.S. law's much-debated absolute priority rule ("APR") induces debtors to propose plans requiring substantially higher repayments than Finnish reorganization plans require. Under the APR, a debtor's owners may not retain an ownership interest in the reorganized firm unless the reorganization plan proposes to pay creditors in full.

D Implications of the Theory and Reality of Secured Lending

The theory and reality of secured lending contain mixed implications for a country considering its bankruptcy priority rules. A consensus of observers would be that secured credit is at least sometimes efficient but that full priority for secured claims is not always efficient. The strongest reservations about secured creditor priority focus on the inability of some other creditor groups to adjust to the existence of secured debt. Bebchuk and Fried argue that priority should only extend to creditors capable of adjusting to the existence of secured debt. LoPucki and Hudson regard it as unfair that creditors unable to adjust to the existence of a secured loan be subordinate to secured creditors. When combined with the empirical findings, some implications for the priority system emerge.

1 Little Support for Abolishing Secured Creditor Priority

The data are least consistent with monitoring and signaling explanations of secured credit. The data are most consistent with theories based on the differing risk aversion of lenders and the added leverage that lenders enjoy over debtors who have granted interests in collateral. The data also are consistent with the view that secured lending enables risky debtors to obtain credit on more favorable terms than would otherwise be available and sometimes enables risky debtors to borrow when they otherwise could not. On balance, the consensus of theories and the empirical results do not support so radical a change as abolishing the priority of secured claims.

2 Some Support for Less Than Full Priority

Whether to allow secured claims only partial priority in bankruptcy, as in Finland, is a closer question. Clearly, some of the benefits of secured credit would be lost. Some lenders would refuse loans to debtors that they would make under a full priority system. And the terms of loans may change. But one of secured lending's main benefits, leverage over the debtor, probably would survive. If leverage over the debtor is the key to why secured credit confers benefits to secured lenders (and therefore more favorable loan terms for debtors), then some modification of secured creditor priority is possible without undermining the institution of secured lending. For even under partial priority systems, the lender maintains much of the leverage. A debtor cannot risk offending a secured creditor even if that creditor has less than full priority. And lenders with differing risk aversion could still engage in secured transactions. In addition, in financially distressed times, partial priority could help reduce the conflict between secured lenders and general unsecured creditors.

3 Strong Support for Allowing Suppliers Access to Secured Status

The theory and data do have one seemingly clear implication for the Swedish priority system, although the necessary changes may be beyond the scope of the Priority Commission's tasks. I have addressed elsewhere the question of reservations of title and suggested that Sweden consider allowing trade creditors to obtain an extended reservation of title, one that would allow them to have priority in bankruptcy for goods in which they retain title even though the debtor may sell those goods.¹⁰⁵ The theories of secured credit discussed here all support such a change.

There is no argument in any of the law and economics literature that supports making consensual secured credit difficult to obtain or, as in Sweden, practicably obtainable only by a limited group of creditors, such as the financial institutions that customarily lend on the basis of a floating charge. Most analysts regard trade creditors as being among those least able to adjust to the existence of secured debt. Thus, all proponents of reforming secured creditor priority do so at least partly for the purpose of enhancing the status of trade suppliers.

The Kanda-Levmore theory goes even further on this issue. The centerpiece of their theory is that the U.S. and other systems of priority enable efficient later-in-time loans through mechanisms such as the purchase money priority (a kind of extended reservation of title).¹⁰⁶ Kanda and Levmore's theory of later efficient lending cannot be relied on in Sweden to support the system of secured transactions because there is no way for later lenders to effectively outrank earlier lenders (without permission of the earlier lender), even when later borrowing would be efficient. The Kanda-Levmore explanation of secured transactions depends heavily on the idea that later lenders may be in a better position than earlier lenders to evaluate the efficacy of a particular project. They thus regard the possibility of later-in-time lenders enjoying priority as central to the justification for the efficiency of secured credit.

The United Kingdom and other countries have similar rules that enable trade creditors to at least partially protect themselves. In the United Kingdom, the increased use of the reservation of title grew and survived attack. As reported by Professor Goode:

The hostility generated by the extended reservation of title clause led to submissions being made to the Cork Committee that such clauses

¹⁰⁵ Eisenberg, *supra* note 1.

¹⁰⁶ Kanda & Levmore, *supra* note 47.

should be made altogether void on insolvency. These submissions were given serious consideration by the Committee, who rightly rejected them on the ground that title reservation was in substance a form of security and that there was no logic in striking down title reservation clauses as such whilst countenancing the continuance of the fixed or floating charge. The Cork Report follows the Crowther Report in recommending that title reservation clauses should be made registrable, in the "notice filing" manner embodied in Article 9, and in default of registration should be void against the buyer's trustee or liquidator and creditors. The Committee also rejected the notion that tracing from goods sold into their products or proceeds should be banned.¹⁰⁷

In the United States, suppliers of goods can obtain the equivalent of a U.K. reservation of title, although it goes by a different name--purchase money priority.¹⁰⁸ Whatever the name of the security device, both countries supply a mechanism that alleviates the inefficiency of having secured transactions affect a group that includes many members unlikely to adjust for the presence of secured credit.

Improving the ability of trade creditors to obtain extended reservations of title would seemingly come largely at the expense of the holders of floating charges. Thus, reform of Swedish reservation of title rules would probably reduce lending by banks as a partial offset to the likely increased willingness of suppliers to ship on credit. One probably cannot predict in advance whether the net effect on the supply of credit would be zero, an increase, or a decrease.

But theory suggests that some shift of risk to banks and away from suppliers would be consistent with efficiency goals. A central theme of the law and economics literature is that one need not be concerned about changing the status of creditors who are knowledgeable and can adjust their behavior in light of the new rules. Clearly, the holders of floating charges are among those most able to protect themselves through adjusting loan terms. Indeed, such creditors likely often would include covenants in their loan contracts prohibiting debtors from entering into transactions that included extended reservations of title. Floating charge holders can protect themselves.

¹⁰⁷ Goode, *supra* note 6, at 74 (footnotes omitted).

¹⁰⁸ Uniform Commercial Code §§ 9-109, 9-312.

IV Employee Claims

Assuming that much of consensual secured creditor priority in bankruptcy should be preserved, two questions arise about potential employee priority. First, should employees' claims enjoy priority over general unsecured claims? Second, if employees should be granted priority, should that priority be higher than secured creditor priority?

The empirical data initially suggest that the decision where to rank employees is important. Table 2 shows that, for large firms, employees' wage loss in bankruptcy is quite large. Of priority claims the mean wage loss, as measured in kronor, is exceeded only by the loss suffered by floating charges. On a percentage basis, the mean wage loss is the highest of any group of priority claims. Even with their priority, employees do not fare much better in bankruptcy than suppliers. They enjoy a recovery rate of eleven percent compared with suppliers' mean recovery rate of three percent. Both groups have a mean recovery rate of zero. Of course, the level of employee claims is probably inflated. Since employee claims are guaranteed by the government outside the bankruptcy system under the Wage Guarantee Act, there is a strong incentive to overstate the level of employee claims. Put another way, there is little incentive for trade creditors to even participate in bankruptcy proceedings. They incur costs and are likely to receive no return on their marginal investment.

But the data in isolation can be misleading. Given the existence of the Wage Guarantee Act, one should understand the stakes of the employee priority issue facing the Commission. The amount of money that flows to employees is largely unaffected by their bankruptcy priority. Most employees receive their prebankruptcy wages, whether or not that payment flows from the bankruptcy estate. The actual question facing the Commission is whether the costs of the de facto employee priority should be borne by the group that funds the wage guarantee, which I presume to be employers generally, or by those with claims against the firm, by having high employee priority in bankruptcy.

A Arguments for and Against Employee Priority Without Considering the Wage Guarantee Act

The existence of the Wage Guarantee Act also makes much of the existing literature's discussion of employees' bankruptcy priority less than fully relevant. Existing analyses of employee priority build on the theoretical framework developed to analyze the priority of consensual security interests. These analyses assume that employee priority actually matters to employees and should be evaluated in light of employees' ability to protect

themselves. For example, the commentators' views on employee priority as against secured claims seem to depend on whether they believe employees can effectively fend for themselves in competition with secured claims. Buckley believes that employees can effectively protect themselves. Cantlie presents a view more favorable to employee priority. She views them as nonconsensual creditors because they have not consciously and voluntarily accepted the risk of default.

Buckley argues that large wage claims in favor of employees should not be common and that employees have access to good information about the firm's financial health.

Employees may be creditors of their employers for unpaid wages and accrued benefits. Although employees might not on average be as sophisticated as trade creditors, it does not follow that they require or deserve special priority status. Their claims should not be great unless the employer misses a payday, which in itself provides them with a highly reliable signal of the firm's precarious solvency. Employees who persist in working for the firm thereafter are likely to be aware of the risks they run. In fact, claims for unpaid wages are not substantial in most bankruptcies. This is not surprising, because few employers are willing to risk work stoppages by gambling with unpaid wages.¹⁰⁹

Susan Cantlie, in *Preferred Priority in Bankruptcy*,¹¹⁰ claims that employees may be less protected than consensual creditors. She argues that employees may be particularly subject to bias and impulsiveness, relative to the debtor-employer and to other creditors. Employees thus may discount the risk of default and fail to take adequate protections to safeguard their interests. Given this likelihood, it is appropriate to intervene by statutorily reallocating the risk of default and granting employees priority.

Cantlie further argues that the risk of default should be allocated taking into consideration which creditors are likely to be the least cost insurers, as well as which are likely to be the most efficient monitors. Employees are not likely to be efficient insurers against employer-debtor default because their lack of diversification precludes effective self-insurance and there are no insurance markets in which they can purchase insurance. Nor are employees likely to be effective monitors. However, the presence of labor unions should increase employees' ability to monitor. But Cantlie notes some

¹⁰⁹ Buckley, *supra* note 10, at 1407 (footnotes omitted).

¹¹⁰ Susan Cantlie, *Preferred Priority in Bankruptcy*, in *Current Developments in International and Comparative Corporate Insolvency Law* 413 (1994) (Jacob Ziegel ed.).

limitations on union effectiveness and develops these issues more than need be repeated here.

B The Relationship Between Employee Priority and the Wage Guarantee Act

It seems incomplete to analyze employee priority without accounting for the Wage Guarantee Act.¹¹¹ In Sweden, as in many European countries, it may be myopic to separate the issue of employees' priority from the related question of government guarantees of employee wages. The Wage Guarantee Act has at least two effects worth discussing. First, and most obviously, the Act encourages financially troubled firms to file for bankruptcy. Second, and less obviously, the Act encourages entrepreneurs to take ex ante risks because some of the cost of that risk will be spread to others via the Wage Guarantee Act.

1 The Incentive to File for Bankruptcy

The Wage Guarantee Act creates a powerful incentive for firms to file for bankruptcy.¹¹² A debtor with unpaid wages can obtain a new source of funding by filing for bankruptcy. Data show that benefits under the Wage Guarantee Act are widely used. In some recession years the net cost to the government was more than four billion kronor.¹¹³ In pre-recession years the amount approached five hundred million kronor. In 1992-93, the average amount paid out under the Wage Guarantee Act was 42,470 kronor.¹¹⁴

¹¹¹Many European countries consider both bankruptcy and social insurance as a way of dealing with employee claims. The choice between the two methods was the subject of debate in Canada, which generated both the Buckley and Cantlie articles. One view was that wage earner claims should be given a superpriority (above secured claims), up to a prescribed amount. Others argued that such a priority would be too disruptive. They urged adoption of a government-mandated contributory insurance scheme like those in the European Union. Canadian legislation does not contain the insurance proposal. It gives wage earners preferred creditor status for up to \$2,000. Jacob Ziegel, *Canada's Phased-In Bankruptcy Law Reform*, 70 *American Bankruptcy Law Journal* 383, 406 (1996).

¹¹²Part of the discussion of the Wage Guarantee Act is based on Eisenberg, *supra* note 1.

¹¹³Lars Söderqvist, *Den svenska insolvensrätten-Några förslag till förbättringar inom konkurshanteringen m.m.*, Rapport till expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, Ds 1994:37, at 38 (Fritzes, Stockholm 1994).

¹¹⁴1993 års lönegarantiutredning, *Förändringar i lönegarantisystemet*, SOU 1993:96, at 15 (Table 26) (Allmänna Förlaget, Stockholm 1993).

One can reduce the Wage Guarantee Act's incentive to file for bankruptcy by altering the system of creditor priority. The guarantee system currently increases the amount available for distribution to non-employee creditors who rank above wages in priority. Presumably, they are not the intended beneficiaries of the Wage Guarantee Act. The State then takes its place in line to be paid as if it were an employee. Creditors who rank equal to or higher than the employees become effective beneficiaries of the Wage Guarantee Act. To reduce the Wage Guarantee Act's incentive to file for bankruptcy, payments under the Act should reduce the amount available to the other (non-employee) creditors in the bankruptcy. This reduces the incentive to use the Wage Guarantee Act as a source of funding for other creditors, but allows the Wage Guarantee Act to fulfill its purpose of funding needy employees.

To illustrate this point, consider a case in which the debtor's bankruptcy estate consists solely of 10,000 kronor, as illustrated in Table 3. There is a wage claim, eligible for guarantee, in the amount of 8,000 kronor, and a higher-ranking creditor owed 5,000 kronor.

Table 3. How the Wage Guarantee Benefits Non-Employee Creditors

Assets of Bankruptcy estate	10,000 kronor
Wage claim	8,000
Higher priority claim	5,000
How is the 10,000 kronor estate distributed?	
CASE 1: NO WAGE GUARANTEE ACT:	5,000 to higher priority claim 5,000 to wage claim
CASE 2: CURRENT LAW WITH WGA:	5,000 to higher priority claim 5,000 to wage claim 3,000 under WGA
CASE 3: IF WAGES HAD HIGHER PRIORITY:	8,000 to wage claim 2,000 to formerly higher priority claim no payment under WGA

Under the current system (Case 2 in Table 3), the higher ranking creditor receives 5,000, the wage claim is paid 5,000 from the estate's funds (after allowing the State's subrogation right) and 3,000 under the Wage Guarantee Act. The total amount distributed as a result of this bankruptcy is 13,000 kronor even though the debtor had only 10,000 kronor. The Wage Guarantee Act is a tempting source of funding.

Suppose now that the priority law were changed and that the higher-ranking creditor was reduced to rank lower than the pre-filing wage claim (Case 3). The wage claim would receive 8,000 kronor from the estate and

the now lower-ranking creditor would receive 2,000. The total amount distributed in bankruptcy under this regime would be 10,000 kronor. Shifting the priorities eliminated the incentive to use the Wage Guarantee Act as a source of funding. Comparing Case 2 and Case 3 in Table 3 shows the hidden subsidy under current law to non-employee creditors.

What if the estate is insufficient to pay even the wage claim? Suppose the estate were worth 6,000 kronor instead of 10,000 kronor and the two claims were unchanged. Now the Wage Guarantee Act would increase the amount available in the bankruptcy from 6,000 to 8,000. So, even with a shift in priority, the bankruptcy-inducing incentive of the Wage Guarantee Act cannot be eliminated, only reduced.

Granting wages a higher priority seems consistent with prior law. Prolonged terms of notice adopted as a matter of labor law increased the size of claims for wages and salaries. Due to this increase, other preferred claims decreased in value.¹¹⁵ To help restore their status, the wage priority was reduced in rank. Creation of the guarantee cushioned this reduction. But lowering the wage priority has had a residual, and perhaps less noticed, effect. By lowering wages' priority, but guaranteeing their payment, the higher ranking creditors need not compete with wage claims. They are indirect beneficiaries of the Wage Guarantee Act.

2 The Ex Ante Inducement to Engage in Risky Behavior

In a simple economic model of the kind used in the literature, one expects the Wage Guarantee Act to affect behavior even in the absence of present financial distress. Banks, suppliers, and owners considering funding risky projects know that, if business failure occurs, some of that risk will be spread to others via the Wage Guarantee Act. The Act thus encourages risky behavior because the costs of the risk are shared with others while the benefits of the risk will be enjoyed by the group funding and participating in the firm. These considerations suggest that, to the extent possible, the priority rules (and other legal rules) should seek to keep the costs of failure with the group responsible for a firm's decisionmaking. This seems to argue in favor of elevating employee priority to reduce the Wage Guarantee Act's indirect subsidy to other priority creditors. The group most affected by this change is likely to be the holders of floating charges. They can adjust their lending terms to reflect their increased risk.

¹¹⁵ Torgny Håstad, Chapter 12, Property Rights as Regards Personal Property, in *An Introduction to Swedish Law*, at 418 (2d ed. Stig Strömholm ed. Norstedts, Stockholm 1988).

If one wishes to ignore the existence of the Wage Guarantee Act, one can consider the arguments made in Buckley and Cantlie, discussed above, concerning employees' ability to protect themselves against other creditors.

V Government Claims

Relatively few articles expressly address the economic issues relating to government priority in bankruptcy. But there seems to be a widespread feeling that governments absorb an increasing share of bankruptcy estates. Empirical studies to support this have not been found. One school of thought is summarized by Professor Goode:

In many jurisdictions the number and magnitude of [preferential claims] have so expanded that the introduction of new grounds for avoidance of a security interest will by itself do little except put more money into the capacious pockets of the taxman. The Blagden Report, presented to the United Kingdom Parliament in 1957, recommended some cutback in preferential claims; the Canadian Tassé Report went further, proposing the total abolition of Crown priority; the Cork Report, though not quite so sweeping, recommends that the Crown should no longer be a preferential creditor for income tax, corporation tax, capital gains tax and land development tax, and that in other areas its preferential rights should be reduced.¹¹⁶

Unlike disagreements about the power or sophistication of employees, there can be no serious debate about whether the government can protect itself. Nevertheless, divergent views exist about how to regard the government in contests with secured creditors.

A How the Government Differs from Other Creditors

Debts owed to governments are conceptually different from other nonconsensual claims. The government determines the rates of tax and of pension and unemployment insurance contributions. Although the government must in effect deal with all debtors, it, unlike employees and trade creditors, has the power to set the terms of its dealings. As a result the government is in a position to account for the anticipated incidence of default when it sets rates. Government claimants, it is argued, can diversify their risks over large numbers of taxpayers and can contain their losses by better policing of

¹¹⁶ Goode, *supra* note 6, at 75.

debtors.¹¹⁷ Nongovernmental nonconsensual creditors are not able to dictate the terms of their arrangements with the debtor. Nongovernment parties cannot unilaterally extract compensation for risk.

Not only can the government, in the aggregate, adjust its rates to reflect its priority status. In many cases, it may be difficult for creditors competing with the government to adjust their behavior in light of the government's claims. At least in some countries, creditors may not be able to reasonably learn of government interests. Government liens often need not be filed publicly even when the debtor is in serious financial difficulty.

[C]onferring priority, superpriority, or deemed trust status on Crown claims suffers from all the evils of secret liens and is profoundly unfair to consensual secured creditors in two ways. First, secured creditors have no reliable means of determining the existence of Crown claims at the time they advance the funds. Second, the emergence of superpriority claims after the secured creditor has changed its position totally undermines the value of the secured creditor's security.¹¹⁸

The Canadian Tassé report accepted much of this logic and proposed abolition of government priority. It went even further.

It could even be argued that the government should rank after ordinary creditors, as the public treasury is, in fact, in a better position than anyone to bear the inevitable losses. The government can, in effect, divide the burden of tax left unpaid by the bankrupt among all the tax paying public. It would be more logical for the government to do this, than to take advantage of the bankruptcy of an insolvent taxpayer to reimburse itself, at the expense of the creditors who have already suffered losses.¹¹⁹

Thus, even government priority over unsecured creditors is criticized. "[T]here is no real difference between a strategic use of secured debt to reduce the anticipated tax bite at default and any of many other devices firms use to minimize the burden of taxation."¹²⁰

¹¹⁷ Jacob Ziegel, *Secured Transactions in Personal Property and the Federal-Provincial Conflict in Canadian Bankruptcy Law*, 46 *South Carolina Law Review* 877, 889 (1995).

¹¹⁸ Ziegel, *supra* note 117, at 889.

¹¹⁹ *Bankruptcy and Insolvency: Report of the Study Committee on Bankruptcy and Insolvency Legislation* § 3.2.076 (1970).

¹²⁰ Buckley, *supra* note 10, at 1415.

From a monitoring perspective, government priority over unsecured claims imposes the burden of monitoring the payment of taxes on creditors who rank below the government, including trade creditors. Buckley argues that trade creditors are poorly situated to carry this burden because they cannot ask the debtor if he is defrauding the revenue authorities. "Given the widely disparate information costs in this situation, placing the onus of monitoring upon trade creditors by subordinating them to the state gives rise to deadweight efficiency losses."¹²¹ But government authorities argue that tax collector monitoring of debtors is unrealistic.¹²²

Recent Canadian bankruptcy reform did reduce the government's priority. The Bankruptcy and Insolvency Act eliminates preferential status for all government claims.¹²³ It also denies secured creditor status to government claims not reflecting commercial type transactions between the government and the debtor, unless the government's lien was registered in the provincial register governing security interests in personal property. The Canadian Act does, however, treat as trust funds beyond the reach of other creditors moneys deducted by the debtor from employee earnings under the federal income tax, pension and unemployment insurance legislation.¹²⁴

Thus, some of the literature suggests that the government can adapt in ways that other creditors cannot and other creditors may be unable to adjust for lack of knowledge of the government's interest.

LoPucki argues for viewing the government as somewhat more vulnerable. He notes that government creditors could be viewed as voluntary "in that they voluntarily engage in the programs that cause them to become unsecured creditors. They could deem themselves secured creditors or, if they chose to remain unsecured, could adjust the rate of interest as necessary to react to the increased risk resulting from their debtors' grants of security."¹²⁵ But he rejects this argument because governments do not appear to act as profit maximizers in their extensions of credit. Governments may know that they will extend credit without necessarily choosing to do so in the same sense as a private lender chooses to do so.¹²⁶

¹²¹ *Id.*

¹²² Ziegel, *supra* note 117, at 890 (1995).

¹²³ Ziegel, *supra* note 111, at 409.

¹²⁴ *Id.*

¹²⁵ LoPucki, *supra* note 54, at 1897 n.42.

¹²⁶ *Id.*

B Ex Ante Effects of Government's Priority Rank

Even the less vulnerable view of the government need not lead to subordination of government claims. Cantlie observes that it is taxpaying individuals and corporations who pay taxes and other government charges who bear the cost of defaults when the government passes along bankruptcy losses by increasing rates. The question arises whether it is desirable to allocate losses to the broad community of taxpayers and other contributors to governmental programs or whether the losses should be internalized by those parties who are in closer commercial contact with the defaulting debtor.

Thus, although the government has the raw power to protect itself from other creditors, government priority, or lack of it, has important effects on others. For example, as in the case of the Wage Guarantee Act, the ability of entrepreneurs to spread downside risk to others affects the incentives of those starting or continuing businesses. Consider two entrepreneurs each of whom is considering starting a business. One is about to engage in a project with an average risk of failure. The other is about to engage in a project with a much higher risk of bankruptcy. Those dealing with the entrepreneurs may well condition their behavior in part on how the government's claim to taxes will be treated in bankruptcy.

If government taxes are given priority over most other claims, banks and others considering extending credit should take that priority into account. They will condition their decision to grant credit, and the terms of any credit extended, to reflect their risk. Since high priority for the government increases their risk, high government priority constrains lending. Low priority for the government encourages lending, but at some cost to the overall fairness of the financing of government programs. Low government priority tells the risk-taking entrepreneur and its lenders, in advance, that some additional measure of the risk of failure will be absorbed by the population at large and not just those forming or engaging in transactions with the firm.

Government priority thus can be viewed as less of a question of pure bankruptcy priority and more of a question of the distribution of the burden of taxation. Low government tax priority will shift the incidence of taxation from high risk entrepreneurs to the rest of the population. One law and economics scholar identifies this cost. Buckley notes that if government claims are subordinate to security interests, debtors could make strategic use of secured debt. This strategic use "has distributional consequences in that it lowers net tax revenues while decreasing the cost of credit to the debtor."¹²⁷

But he then argues against a priority (above secured claims) for the government. "[I]t is apparent that state superpriority is equivalent to an ex-

¹²⁷ Buckley, *supra* note 10, at 1414.

traordinary tax that, in competitive markets, is borne entirely by debtors in the form of a higher cost of credit.¹²⁸ He argues that attempts to defend state priority on the basis of a need for public expenditure confuse the state's financing policy with its investment policy. As noted above, he argues that governments without priority can react to secured lending by setting tax rates high enough to generate necessary revenues. He contrasts this with imposing a special burden on borrowers.

C The Importance of the Level of Government Priority

The level of government priority can influence the debtors's incentives to borrow on a secured basis. If government claims rank above the claims of secured creditors, such as the floating charge, the high government rank has little effect on the debtor's decision to issue secured or unsecured debt.¹²⁹

If, however, the government's claims are subordinated to security interests but rank ahead of unsecured creditors, a rational debtor may well borrow on a secured basis. This assures that the debtor's consensual creditors, rather than the government, will receive the firm's value in the event of bankruptcy. By promising that bankruptcy value to its creditors the debtor should be able to reduce its costs of credit.¹³⁰

D Revisiting Promoting Efficient Later Lending and Investment

The Kanda-Levmore theory that priority rules should promote efficient later investment, discussed in Part II.B., may be relevant to the question of government priority. Kanda and Levmore do not apply the theory to government claims but the theory may offer a useful perspective on government priority.

Recall that their theory helps explain why earlier priorities are sometimes displaced by later lenders. Their central observation is that later lenders have more information than their predecessors and often are likely to be better decisionmakers if given priority with respect to current projects. At the time a project is considered both the debtor and a subsequent lender are likely to have informational advantages over the earlier-in-time lender. One could view the government as a massive, early lender, with little useful information about the efficiency of current projects or any particular project.

¹²⁸ Id. (footnote omitted).

¹²⁹ Id. 1413.

¹³⁰ Id.

Later lenders and the debtor focus on the specific project being financed. It may be that this informational advantage warrants subordinating the government to promote the funding of projects.

VI Conclusion: Is Subordination of the Bottom Inevitable?

One should be humble about the ability of the priority rules to result in massive changes in the distribution of assets. First, the empirical data suggest that only major changes will result in improving the plight of those at the bottom of the distributional hierarchy. Return to consideration of Tables 1 and 2. They show that even creditors with high priority receive, on average, much less than full repayment. Even if the priority of one group were reduced, there is much room for payments to other preferred creditors to increase before the reduction in priority would necessarily lead to increased payments to general unsecured creditors.

For example, taxes and similar claims were paid only 22.8 percent of what was owed on them. Eliminating the priority of the floating charge could lead to a substantial increase in payments on tax claims without necessarily leading to substantial increases in payments to general unsecured creditors. Of course, these are merely aggregate figures. In many individual cases, a reduction in a preferred creditor's priority could lead to increased payments to general unsecured creditors.

Second, any change in rules will be accompanied by changes in behavior. "As every bankruptcy practitioner knows, security tends to expand to the liquidation value of the collateral as a debtor sinks into financial distress."¹³¹ Reduction of the floating charge's priority, for example, could lead to changes in lending practices and other behavior that are designed to retain the return to floating-charge-holders. Contractual devices such as negative covenants may increase in use, thereby muting the effect of the change in priority.

¹³¹ LoPucki, *supra* note 54, at 1932-33.