

## Review of research in bankruptcy law focusing on bankruptcy triggers<sup>1</sup>

### Přehled studií o insolvenčním právu se zaměřením na započetí insolvenčního řízení

Tatiana Škerlíková<sup>2</sup>

#### Abstract

This paper gives an overview of theoretical economic models dealing with insolvency law. The first part describes the different views held in the Czech Republic. In the next section various theories of causes for firms to default are summarized, including one describing optimal bankruptcy law in a framework with asymmetric information. Model findings are applied to current issues mainly in relation to related to the timing of the initiation of insolvency proceedings; also provide some explanation of the number of reorganization in the Czech Republic. In summary, the paper provides an overview of articles dealing with the default triggers and preferences determining default proceedings.

#### Key words

Default, timing of default, default triggers, insolvency proceedings numbers of reorganizations

**JEL Classification:** G33 - Bankruptcy; Liquidation

## 1. Úvod

Insolvenční právo v České republice podstoupilo v posledních letech několik zásadních změn.<sup>3</sup> Jak se změny osvědčily a jaký vliv mají na insolvenční řízení je pravidelně diskutováno v tisku i v souvislosti s počátkem, přetrváváním a postupným ukončováním krizového období v ČR a ve světě. Zhodnotit úspěšnost zákona jako realizované praxe je však problém komplexnější. Často se jedná pouze o izolované pohledy na problematiku a chybí komplexní přehled postojů a vysvětlení současné situace. Od začátku fungování nového zákona se pravidelně objevují články a konference hodnotící, zda jeho prvotní cíl: nejen více zpřístupnit, ale i dostatečně zvýšit počet reorganizací společností v insolvenci, byl splněn. Nejedná se o pouhé posouzení počtu soudem umožněných, realizovaných nebo úspěšně ukončených reorganizací, ale o komplexní pohled na motivaci, ekonomickou situaci a vymahatelnost práva. První část shrnuje názory autorů v České republice. Druhá obsahuje publikace zahraničních autorů. Citované články byly vybrány tak, aby zobrazili co nejširší obraz o problematice započetí insolvenčního procesu.

---

<sup>1</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů grantového projektu Náklady reorganizace (dle Insolvenčního zákona v ČR) a způsoby jejich snižování v ČR s registračním číslem F1/2/2011.

<sup>2</sup> Ing. Tatiana Škerlíková, tatiana.skerlikova@gmail.com

<sup>3</sup> Insolvenční zákon č. 182/2006 Sb, který nahradil zákon č. 382/1991 Sb je v České republice účinný od 1. 1. 2008, dále jen "zákon".

## 2. Související česká literatura

Základní přehled o aktuálních událostech pravidelně publikuje Richter (2011a). Kromě krize, která mohla (i nemusela) u mnoha společností prohloubit špatnou situaci, mohou být výsledná čísla počtu firem v insolvenční, tak jako míry návratnosti ovlivněna i zvyklostmi nebo chováním účastníků trhu. K problematice nižšího počtu úspěšně ukončených reorganizací a její návaznosti na kvalitní právní úpravu se vyjádřili Smutný a Baše (2010). Nejdříve testovali hypotézu závislosti výtěžnosti insolvenční na kvalitě insolvenčního práva centrální a východní Evropě a srovnání se západní Evropou. Jako měřítko insolvenčního prostředí na legislativním základě použili studii European Bank for Reconstruction and Development -EBRD<sup>4</sup> „Insolvency legal indicator survey“. Kvalitu prostředí srovnali s analýzou výtěžnosti, kterou provádí Světová banka.<sup>5</sup> Dospěli k závěru, že jediná významná pozitivní korelace byla nalezena při porovnání kvality insolvenčního práva s rychlostí průběhu procesu. Tvrdí tedy, že problém nastává v pozdním zahájení procesu, ze strachu „ze špatného konce pro všechny zúčastněné a nedostatečného upokojení všech stran“. Výsledek byl potvrzen malou analýzou Indexu 99<sup>6</sup> u pěti firem od roku 2000 do roku 2009. Argumentují, že pohled veřejnosti, zaměstnanců, vlastníků a věřitelů na zkušenosti s předchozími procesy vysvětluje jejich neochotu zahájit řízení. Ve své analýze se ptají: „Kdo by riskoval, že proces bude ovlivňován hráči, kteří nerozumí businessu dlužníka?“. Ale touto otázkou by se externí uživatelé trápit neměli. Specializovaní správci, kteří se většinou podílejí na správě velkých podniků, by měli potřebné znalosti mít. Proč se společnosti snaží úpadku vyhýbat, popisuje i Povel (1999). Tvrdí, že jedním z důvodů je pravděpodobnost vyhnout se úpadku úplně. Někdy mohou mít potíže přechodný charakter a manažerovi se může podařit toto riziko odvrátit. Riziko související s odsouváním započetí řízení přesto nesou věřitelé, dodává. Při pozdním započetí řízení jsou náklady především neefektivní využívání zdrojů a ztráta pozice na trhu. Nejmarkantnějším příkladem je u nás Oděvní podnik, u Sazky je zase pozorovatelná ztráta podílu na trhu ve vleklém řízení.

Na druhou stranu Juríčková Heglasová (2010) tvrdí, že nízký počet umožněných a naplněných reorganizací v České republice je způsoben především nízkou ochotou věřitelů ji povolit a také nedostatkem (rizikového) kapitálu na trhu. Jako řešení pro zvýšení důvěry věřitelů navrhuje zavedení trestněprávní zodpovědnosti právnických osob. I když se toto téma již dostalo mezi návrhy nových zákonů, zatím se ho nepodařilo prosadit. Navíc pravidelní účastníci řízení<sup>7</sup> nepotvrzují neochotu reorganizovat, častěji si stěžují na nízké povědomí soudců o ekonomických a účetních otázkách.

Obecně lze zaslechnout i názory, že jsou zákony adekvátní, ale špatná je jejich vymahatelnost, existence insolvenčních mafií nebo neochota soudců dokazovat, že byly porušeny jednotlivé odstavce §256 Trestního zákona, což výrazně ovlivňuje průměrnou měřenou úspěšnost insolvencí. V souvislosti s načasováním úpadku se jedná především o zákonnou povinnost podat návrh na insolvenční řízení nebo nedopouštět se zbytečného odkladu splnění této povinnosti. Některé nekalé činy ještě spadající pod starý zákon se

<sup>4</sup> [http://www.ebrd.com/pages/sector/legal/insolvency/legal\\_indicator.shtml](http://www.ebrd.com/pages/sector/legal/insolvency/legal_indicator.shtml), c2011, [cit. 30. 7. 2011],

<sup>5</sup> Studie Světové banky obsahuje mnoho vstupních předpokladů, aby byla data srovnatelná. Proto lze tvrdit, že čísla nejsou přesná, ale poměr výtěžnosti v krajinách je směrodatný.

<sup>6</sup> Jedná se o upravenou verzi českého indexového modelu pro stanovení finanční tísně. Tyto modely jsou známé i jako bankrotní. Index IN99 akcentuje pohled vlastníka a je přizpůsoben ekonomice České republiky.

<sup>7</sup> Na základě rozhovoru s pravidelnými účastníky insolvenčního řízení jako jsou společnosti pro správu pohledávek.

objevily v médiích.<sup>8</sup> O možných (nebo naopak neexistujících) novějších zatím nebylo rozsáhleji publikováno.

### 3. Související zahraniční literatura

#### 3.1 Rozdělení pohledů

Včasným započítáním úpadkového řízení se zabírá řada autorů. Před rozdělením přístupů k řešení načasování insolvenčního řízení, je třeba doplnit, že na celý proces tvorby insolvenčního práva se lze podívat ze dvou různých uhlů. Insolvenční právo je možno modelovat dle tzv. normativního pohledu, kdy se snažíme ex-ante ovlivňovat chování účastníků možného budoucího řízení. Na druhou stranu je možno insolvenční řízení vytvářet na základě již vzniklých vztahů a zájmů tedy ex-post. Obecně lze teorie rozlišit na dva hlavní proudy. První se snaží vysvětlit chování účastníků řízení na základě asymetrie informací a dalších faktorů souvisejících s teorií zastoupení. Normativní teorie se snaží určit, kdy dlužník sám zahájí insolvenční řízení, tj. najít optimální čas pro zahájení insolvenčního řízení, který uchrání ekonomické hodnoty co nejvíce. Druhým pohledem na problematiku je empirické zkoumání, které se snaží určit bod, kdy společnost sama nebo její věřitelé toto řízení zahájí. Související je výzkum, který se snaží exaktně určit období, ve kterém se společnosti již nedaří získat nové peněžní prostředky. Pokud je společnost takto „zahnána do kouta“ nezbyvá jí jiné řešení než zahájit insolvenční řízení.

##### 3.1.1 Výzkumy za použití teorie asymetrie informací (pohled ex-ante)

V české literatuře se často neobjevuje jinde hodně řešený pohled na reorganizaci, čistě teoretický postoj k insolvenčnímu právu. Teorii vysvětlující chování zúčastněných stran ve svém článku rozpracoval Povel (1999). Možné úpravy insolvenčního práva rozděluje na dvě základní skupiny tzv. měkkou a tvrdou úpravu a jednu hybridní. Měkká úprava spočívá v prevenci proti pozdnímu započítání úpadkového řízení a tím odvrací plýtvání zdroji. Teorie vychází z faktu, že dříve nahlášený úpadek je levnější, a proto navrhuje, aby investor<sup>9</sup> za včasné nahlášení špatně se vyvíjející situace poskytl podnikateli odměnu. Tedy, při zhoršující se ekonomické situaci není podnikatel potrestán, ale naopak při včasné ohlášence dostane odměnu. Věřitel pak může rychleji na situaci reagovat. Tvrdý model insolvenčního zákona je na podnikatele mnohem přísnější. Podnikatel, který si půjčil, je silně pozitivně motivován k dosažení kladných výsledků, dostává odměnu za kladné výsledky z projektu. V případě, že přes jeho snahu projekt nedopadne úspěšně, nebude podnikatel odměněn. Součástí tvrdšího modelu je i tzv. pravidlo „absolute priority“, které přesně určuje pořadí, ve kterém budou dluhy v případě likvidace uspokojeny.

Český zákon toto pravidlo o prioritě seniorních pohledávek zná také, je uplatňované i v novém insolvenčním zákoně. Tato doložka nemůže být použita v případě měkké úpravy, protože při jejím uplatnění by se mohlo stát, že podnikateli nakonec nic nezůstane (tedy nebude moci obdržet odměnu za nahlášení úpadku).

Model byl vytvořen pro podnikatele a investora (autor v modelu nepočítá s problémem mezi věřiteli navzájem), který půjčí podnikateli na jeden projekt a uzavře s ním specifickou smlouvu. Společnost, resp. konkrétní projekt, může dle jeho modelu hospodařit ve třech až

<sup>8</sup> Mezi nejznámější patří např. kauza pochybného konkurzu rybí továrny v Severních Čechách, tzv. „kauza Berka“ (konkurzního soudce Jiřího Berky) a kauza senátora Josefa Novotného. Popis jejich průběhu byl medializován veřejně-právními sdělovacími prostředky, např. Lidové noviny, 2010.

<sup>9</sup> Autor používá výraz investor místo věřitele. Je tak zdůrazněno jeho jedinečné postavení při financování projektu.

pěti obdobích a její hospodaření může v čase kolísat na základě externích okolností a snahy vynaložené podnikatelem. Ve svém modelu rozpracoval tři základní výsledky projektu. Výsledek projektu může být dobrý, špatný nebo úplně selhat. Dále předpokládá, na základě použití teorie o asymetrii informací, odlišné chování podnikatele nebo managementu společnosti dle tvrdosti uzavřené smlouvy (postup v případě úpadku bude řešen jenom na základě dohody mezi půjčovatelem a podnikatelem). Podnikatel především rozhoduje o snaze, kterou vynaloží a o tom, zda vyjeví skutečný výsledek projektu ve třetím a pozdějším období.<sup>10</sup> Navíc chování stran se odvíjí nejen od smlouvy, ale i na základě úspěšnosti projektu. Na druhé straně se nachází investor, který se na základě pravdivých nebo zkreslených informací od podnikatele rozhoduje, jestli bude ve financování projektu po třetím období pokračovat nebo ne. Investor může upřednostnit tvrdší úpadkové podmínky a motivovat manažera k větší snaze o kladné výsledky projektu nebo ho může podporovat ve včasné nahlášení případných potíží společnosti tak, aby se předešlo výrazné ztrátě hodnoty společnosti v pokročilém stadiu tísně firmy/projektu. V případě, že se spojí odměna poskytovaná v měkké úpravě a zároveň se poskytuje vysoká odměna na základě tvrdé úpravy, vzniká úprava hybridní. Povel nakonec pomocí spojení obou předpokladů modelu do jednoho dokazuje, že tato hybridní úprava je nejméně prospěšná pro obě zúčastněné strany. Dále upozorňuje, že hybridní insolvenční právo působí proti oběma pohnutkám a má na celkové výsledky nejvíce nepříznivý vliv.

To, že charakter insolvenčního práva ovlivňuje chování věřitelů a tím vývoj celé ekonomiky dokazuje i empirická studie od Acharya a Subramaniana (2009). V článku rozdělují insolvenční legislativu na právo více vycházející vstříc buď věřitelům, nebo dlužníkům. To, jestli je insolvenční zákon pozitivně nakloněn věřitelům anebo dlužníkům, může podněcovat nebo brzdit investice do inovací, přičemž inovace jsou jedním z předpokladů dlouhodobého ekonomického růstu. Jejich mezinárodní analýza potvrdila, že v případě tzv. „debtor friendly“ modelu, tedy práva nakloněného vstříc dlužníkům, dochází k podněcování inovačních aktivit a následně k rychlejšímu růstu ekonomiky.

Tuto situaci potvrzuje i Adler et al. (2006a) a aktualizovaný později téhož roku Adler et al. (2006b), kde se sice zabývá vývojem amerického insolvenčního práva, ale na základě empirické analýzy dochází ke stejnému závěru. Ve studii zjišťovali, jak se projeví na finančním zdraví firem posun kontroly v reorganizaci (úpadky spadající pod Kapitulu 11. amerického insolvenčního práva) z managementu (volen vlastníky firmy) na věřitele. Volba insolvenčního správce je ve Spojených státech výjimečná. Management se v úpadku nazývá „debtor-in-possession“ tzv. „DIP“ (dlužník, který má právo nakládat s majetkem), jedná se tedy o dlužníka, se kterým bylo započato insolvenční řízení, ale zůstala mu kontrola nad majetkem, ke kterému mají věřitelé zástavní právo. Dlužníkovi je garantováno právo v rámci 120 dní navrhnout reorganizační plán a dalších 60 dní na schválení plánu věřiteli, kterých se týká. K posunu kontroly začalo ve Spojených státech docházet mezi roky 2000 a 2001. Změnu umožnila resp. spustila změna v „Uniform Commercial Code - UCC“<sup>11</sup>. Dominantní věřitelé začali do svých smluv o půjčkách a úvěrech vpisovat smluvní ustanovení „control provision“, které umožňuje změnu kontroly nad finančními rozhodnutími dlužníka z managementu na věřitele v případě, že nastane specifická situace nebo v případě tísně – úpadku (Adler et al., 2006b). Tato změna dovolila věřiteli nárokovat zajišťovací právo k pohledávkám na bankovním účtu dlužníka, což zajištění věřitelé pravidelně využívají, pokud

<sup>10</sup> Investor není schopen předvídat úpadek kvůli nedokonalé informovanosti; empiricky a teoreticky zkoumali např. Duffie a Lando (2001).

<sup>11</sup> Právo, které má za úkol harmonizovat legislativu o prodeji a dalších obchodních transakcích v jednotlivých státech USA – tj. obchodní právo.

se finanční tíseň firmy prohlubuje. Následně společnost vstupující do úpadku nemá dostatek likvidních aktiv a z toho důvodu ihned žádá o úvěr na pokračování v činnosti tzv. „DIP loan“. Zajištěný věřitel, který již disponuje rozsáhlými informacemi o dlužníkovi, má jedinečnou pozici tuto půjčku poskytnout.

Insolvenční zákon sice nadále formálně zaručuje řízení majetku dlužníka a reorganizačního procesu „DIP“, ale při podmínce „DIP loan“ zajištěný věřitel požaduje převod kontroly na základě smlouvy. Tito věřitelé jsou nakonec schopni předurčovat výstup reorganizace. Tento posun práva byl také zdokumentován v jiných člancích: Skeel (2003), Baird and Rasmussen (2002, 2003), LoPucki (2003) a Warren and Westbrook (2003). Na druhou stranu manažeři mohou manipulovat s finančními výkazy (Paoul, 1999) a z toho jim vzniká určitá flexibilita, kdy mohou společnost přihlásit do úpadku (Adler et al., 2006a). Manažerovi totiž efektivní řešení tísně dlužníka nepřinese prospěch (především pokud by jim hrozila výměna nebo náhrada za specializovaný tým insolvenčních poradců).

Při empirickém výzkumu zdůraznili sílu zpožděných účetních proměnných Duffie a Lando (2001). Jejich model také potvrdil fakt, že u mnohých firem spadne hodnota jejich vlastního kapitálu resp. tržní hodnota firmy těsně v období před úpadkem. Kromě jiného vyvrací tvrzení, že by jejich analýza mohla být zkreslena faktem, že silní věřitelé mohou část podniků ještě před insolvenčí zachránit a do studie by se tak dostal jenom zbytek slabších dlužníků.

Přičemž, jak píše Adler, Skeel (2003), LoPucki (2003), Warren a Westbrook (2003) věří, že řídicí práva věřitelů jim nevhodně povolují zkázu životaschopných firem. Ovšem i zde je problematika širší. Jak může nesprávná stimulace managementu firmy ovlivňovat vynaloženou snahu a jak to následně může působit na hodnotu společnosti, bylo popsáno výše.

### 3.1.2 Empirické studie (pohled ex-post)

Davydenko (2008) pojednává o tom, jak rozdíly insolvenčních řádů v různých zemích působí na chování bank jako hlavních půjčovatelů s tím, že se zaměřuje na rozdíly práv věřitelů. V článku se snaží zjistit, jak mohou banky upravit znění svých smluv ex-ante tak, aby minimalizovaly negativní dopady v případě úpadku dlužníka, který by se v dané zemi řídil legislativou nakloněnou více věřitelům nebo dlužníkům. Jeho příspěvek analyzoval databázi celkem 2 280 malých a středních podniků, které nesplatily své bance dluhy ve Francii, Německu a Velké Británii. Zjistil, že požadavky bank na zástavy a záruky se výrazně mění, což je odrazem odlišné úpravy insolvenčního zákona v jednotlivých zemích. Na druhou stranu, i když tyto úpravy snižují riziko ztráty, neeliminují konečný efekt vyplývající z dané legislativy úplně. Při shrnutí popisu jednotlivých legislativ, které uvádí Davydenko (2008), zjistíme, že i významně chránící zákon nakonec nemusí ochraňovat hodnoty efektivně. Pokud je zákon nakloněn spíše ve prospěch dlužníka, může to snižovat jeho snahu efektivně reorganizovat firmu ((Paoul, 1999) tuto úvahu teoreticky více rozpracoval).

Před uvedením výsledků jeho empirického zkoumání, je třeba shrnout charakteristiku jednotlivých legislativ, kde byla studie provedena.

Insolvenční právo Francie značně chrání dlužníka. Soud stanoví správce, který vede společnost dále s prvořadým cílem zachovat trvání podniku na trhu, pak zaměstnanost a až nakonec uspokojit pohledávky věřitelů. Soud má funkci dohlížecího i řídicího orgánu, rozhoduje, zda bude společnost likvidována nebo reorganizována a při prodeji společnosti jako celku může být upřednostněn kupující s nižší cenou, pokud existuje předpoklad, že bude zachováno více pracovních míst. Toto řešení neupřednostňuje ani věřitele ani dlužníka. Naopak potlačuje zájmy obou. Empiricky to potvrzuje nižší míra návratnosti pro zajištěného

věřitele.<sup>12</sup> Navíc věřitelé nemají právo vetovat rozhodnutí správce. Není vyžadováno ani schválení prodeje zástavy nebo reorganizačního plánu zajištěnými věřiteli. Při prodeji zástavy jsou nejprve hrazeny závazky vůči státu a zaměstnancům (až na specifické výjimky). Při porovnání legislativy Francie a Spojených států amerických (obě úpravy jsou považovány za „debtor friendly“), je hlavním rozdílem postavení soudu v insolvenčním řízení (dle Kapitoly 11 se jedná pouze o rozhodčího).

Protože i v českém trestním právu lze najít podobou klauzuli, nelze u Francie neuvést tzv. „alert“ proceduru, která ukládá manažerům trestní postih, při selhání ihned nahlásit problémy s likviditou francouzské bance. Na druhou stranu lze namítat, že její pozice je ve Francii zesílená existencí trestní odpovědnosti právnických osob, která v České republice neexistuje. Klausule z trestního práva má za úkol společnosti v tísní rychleji dostat do úpadku, což může pomoci půjčovatelným rychleji reagovat a zvýšit míru návratnosti.

V Německu tak jako ve Francii zákon vyžaduje společné řízení a dohled soudu na celý proces. Stejně jako dle nového českého zákona, soud v Německu volí správce, který dohlíží na insolvenční proces, ale také, na rozdíl od českého, připravuje reorganizační plán. Legislativa obsahuje i možnost moratoria na tři měsíce. Reorganizace může proběhnout, pouze pokud ji schválí většina zajištěných věřitelů.

Ve Velké Británii jsou práva zajištěných věřitelů nejvýznamnější. V podstatě řídí společnost v úpadku. Neexistuje tady právo na přednostní hrazení pohledávek a není ani možnost moratoria. Práva nezajištěných věřitelů jsou omezená a ti se navíc ani neúčastní při prodeji aktiv. Lze tedy říci, že pravidlo „absolute priority“ je tady striktně dodrženo a míra návratnosti je u juniorních pohledávek zanedbatelná. Pozice bank (půjčovatelných) je ještě silnější než v Německu. To, že banky mají v průběhu úpadku tak silnou pozici, jim zvyšuje vyjednávací pozici i před úpadkem. Jako odezvu na velké ztráty začátkem 90. let, banky ve Velké Británii vytvořily specializované „jednotky na podporu obchodu“, aby zlepšily koordinaci a zároveň se vyhnuly nadměrné nabídce použitých aktiv od zbankrotovaných firem na trhu. Jednotky disponují značnými informacemi o společnostech, kterým takto před úpadkem pomáhají, poskytují doporučení a radí klientům.

Protože banky ve Francii mají limitované možnosti řídit insolvenční proces (výsledkem toho je nízká míra návratnosti), měly by mít silnější pohnutku k provedení restrukturalizace mimo řízení a tak se úpadku vyhnout. Na druhou stranu slabší postavení bank v insolvenčním procesu jim může způsobovat problém při vyjednávání s dlužníkem (vlastníkem společnosti) ještě před zahájením procesu. Z analýzy vyplývá, že banky z těchto důvodů požadují vyšší zástavy (nebo dokonce specifický druh zástavy, ze které nejsou uspokojovány preferenční věřitelé, aby se vyhnuly zředění svých nároků) na jednotku dluhu k zajištění stejného stupně jistoty. Navzdory těmto endogenním úpravám, míry návratnosti u bank ve Francii zůstávají významně pod mírami v Německu a Velké Británii.

Při rozboru souhrnně vyjádřené míry návratnosti pro banky je vidět, jak jsou silně ovlivněné formální insolvenční. Naopak při pohledu na míru návratnosti z mimosoudního řízení jsou výsledky stejné ve všech třech zemích. Rozdíly v rozhodování o načasování úpadku mezi zeměmi (volnost v načasování úpadku, díky které mohou o úpadek požádat společnosti v tísní dříve nebo později) mohou ovlivnit výsledek úpadku. Výsledky silně naznačují, že na insolvenčním zákoně záleží, ale také zdůrazňují význam začleňování dalších institucionálních faktorů ve studiích porovnávajících více zemí. Lze pozorovat významné rozdíly mezi jednotlivými zeměmi v tom, jak banky řídí tíseň. Například, jak bylo poznamenáno výše ve Spojeném království, v důsledku katastrofálních ztrát na začátku 90. let

---

<sup>12</sup> To, že aktiva nemusí být prodána za nejvyšší dostupnou nabídku, snižuje průměrnou hodnotu vzorku a uplatnění preferenčního práva ukrojí z peněz pro zajištěné věřitele další část.

banky centralizovaly postup reorganizování ohrožených firem. Vzhledem k tomu, že několik velkých bank řídí většinu úvěrování malých a středních podniků, taková centralizace jim může dovést omezit nabídku aktiv zkrachovalých firem v době, kdy jsou trhy majetku slabé. Dalším prostředkem bank jsou záruky, kterými je úvěr zajištěn. Vypočtený průměr (medián) zajištěných částí úvěrů, ze vzorku, který Davydenko vyšetřoval, byl ve Spojeném království 85% (62%), v Německu jenom 60% (41%), ale ve Francii se ve zkoumaném vzorku vyšplhal až na 142% (104%).

Konečnou míru návratnosti, ale ovlivňují i jiné faktory. Prodej majetku zkrachovalých firem ve Francii, je uspořádán veřejnou sférou přes insolvenční soud, zatímco ve Spojeném království jsou realizované přes soukromý sektor, pod vedením hlavního bankovního věřitele. V Německu jsou aktiva (výjimkou jsou movité zástavy v držení zajištěného věřitele) také zpeněžené přes insolvenčního správce. Vzhledem k tomu, že při řešení tísně pomocí rozprodeje aktiv po kusech; tzv. „Piecemeal liquidation“, byl ukazatel nízký jak u Německa, tak u Francie, lze říci, že efektivitu trhu může zvýšit zapojení organizací soukromého trhu, jako je tomu ve Velké Británii.

### 3.1.3 Hledání období zahájení úpadku pomocí ekonomických a finančních ukazatelů

Zahájení úpadku je taky zkoumáno pomocí hraničních teorií. Tyto navazují na modely finanční tísně, ale jejich úkolem je co nejpřesněji stanovit čas úpadku. O existenci bonitní hranice, která odděluje společnosti v úpadku od společnosti vyhýbající se úpadku, aktuálně pojednává Davydenko (2011). Jeho článek se snaží zodpovědět na několik otázek, ale především objasnit, co je „spouštěčem úpadku“. Formálně je úpadek popisován jako moment, který nastane, když tržní hodnota aktiv poprvé spadne pod určitou hranici, tzv. hranici úpadku (lze ji stanovit např. na úrovni hodnoty dluhu), ale nestačí pro zachycení reality. Na druhou úpadek je rozhodnutí, které mohou firmy v případě potíží udělat dříve nebo později. Tedy hranici lze optimálně stanovit s cílem maximalizovat hodnotu kapitálu (Leland, 1994). Davydenko se v článku zabývá vlastnostmi hodnotově založené hranice úpadku. Problém u těchto modelů je, že tržní hodnota firem se rychle mění. Nejproblematictější je prudký pokles způsoben reakcí trhu při náznacích úpadku,

Průměrná výše hranice solventnosti vypočtená z jeho vzorku je 66% (medián je 61.6%) z nominální hodnoty dluhu a kalibrovanou hranicí je 65% dluhu.<sup>13</sup> Předpovědi úpadku založené na hraniční metodě špatně určují větší část úpadkových firem, a to proto, že empiricky vysledované úrovně hranice jsou široce rozptýlené. Doposud nebyly identifikovány všechny faktory, které tuto hranici ovlivňují.<sup>14</sup> Také proto, že existuje mnoho hluboko insolventních společností, které jsou schopny se úpadku vyhnout nebo ho léta odkládat. Empiricky sledované hodnoty aktiv při úpadku pro typickou firmu jsou jednoznačně pod populární hranicí „čisté nulové hodnoty“. Davydenko (2011) tvrdí, že jedním z faktorů, které chybí u tradičních modelů na základě hodnoty, je bilanční likvidita.<sup>15</sup> Zdůrazňuje, že sledování likvidity by mělo být na stejné úrovni, ne jenom následujícím krokem. Navíc důležitost parametru likvidity se liší v závislosti na dostupnosti externího financování. Z toho vyplývá, že je potřeba také sledovat faktory, které ovlivňují náklady na získání externích finančních zdrojů (jak na úrovni společnosti, tak na úrovni celé ekonomiky). Ale ani zvážení obou parametrů, nestačí to k vysvětlení značného výkyvu kolísání u pozorovaného načasování

<sup>13</sup> K změření tržní hodnoty aktiv, použil vzorek rizikových firem (s hodnocením BB+ a nižším), u kterých byla sledovaná tržní hodnota půjček, bankovních úvěrů a kapitálu společností Merrill Lynch.

<sup>14</sup> Endogenní úpadkové modely od Lelanda a Tofta (1996) identifikují jenom některé z nich.

<sup>15</sup> Finanční tíseň vzniká i při nedostatku likvidity (detailně zkoumaly i Kim, Ramaswamy a Sundaresan, 1993). Nedostatek nastane při převýšení běžných závazků nad běžnými aktivy, a zároveň pokud je společnost odříznuta od možnosti získat nové externí finanční zdroje.

úpadku. Závěrem přiznává, že úpadek nemůže být bezchybně předpověděn na základě informací přístupných investorům.

Jak může insolvenční právo ovlivňovat kapitálovou strukturu nejprve teoreticky namodelovali a poté empiricky zkoumali Achrya, Sundaram, a Kose (2008). Na základě porovnání situace ve Spojených státech, které jsou „equity-friendly“ a ve Velké Británii relativně spíše „debt-friendly“<sup>16</sup> zjistili, že právo má vliv na zvolenou finanční páku firmy. Model predikoval, že klíčovým faktorem ovlivňujícím zvolenou kapitálovou strukturu je očekávaná likvidační hodnota firmy. Společnosti s nižší likvidační hodnotou budou využívat větší páky, dle práva které upřednostňuje „equity-holders“ než dle práva, které upřednostňuje „debt holders“. Zjistili, že velikost páky (zadlužení) závisí na očekávané likvidační hodnotě. Na druhou stranu přiznávají, že kapitálovou strukturu ovlivňuje i mnoho dalších faktorů.

#### 4. Shrnutí aktuální situace v České Republice

Richter (2011b) v dubnu na konferenci VŠE označil počet reorganizací za dostatečný<sup>17</sup>. Tvrzení doplnil o porovnání výsledků do konce roku 2010 se situací dle předchozího právního řádu. Pro doplnění obrazu je v následujícím přehledu přidán údaj o reorganizacích, které byly soudem povoleny, ale v průběhu řízení z různých důvodů přeměněny na konkurzní řízení.

Rok	Meziroční změna HDP	Nové návrhy na insolvenční řízení		Soudní rozhodnutí o návrzích		Změna řízení Přeměna v konkurs (do 30.6.11)**
		Obecní konkurz/insolvenční návrh*	Na reorganizaci/vyrovnaní*	Prohlášen konkurz*	Povolena reorganizace vyrovnaní <sup>18**</sup>	
k30.6.11	-	-	-		12	1
2010	+2,3	6 258	-	2 071***	19	8
2009	- 4,1	5 743	39	2 004	14	5
2008	+2,5	3 603	14	868	6	2
2007	+6,1	4 992	23	1 104	11	?
2006	+6,8	4 203	24	1 238	7	?

Tabulka 1: Počet povolených reorganizací a jejich přeměna v konkurs za jednotlivé roky

\*Richter, (2011b).

\*\*Údaje ze statistik připravených Creditreform, (2011).

\*\*\* Údaje pouze za podnikatele (ostatní řádky obsahují údaje za podnikatele i nepodnikatele).

- Šedá zóna zobrazuje hodnoty spadající pod předchozí právní úpravu.

Nový zákon je platný necelé 4 roky, počet schválených reorganizací soudem roste. Stoupá i počet úspěšně probíhajících reorganizací, ačkoli nejsou doposud ukončené. K 30. 6. 2011 pět firem došlo ke splnění reorganizačního plánu (Creditreform, 2011). Na druhou stranu při

<sup>16</sup> Autoři používají jiné pojmy, než ty, které byly uvedeny v článku předtím. Ke Spojeným státům přiřazují insolvenční právo, které označují tzv. „an equity-friendly bankruptcy code, equity-holders-friendly system“ nebo ve zkratce „EFS“ což by se dalo doslovně přeložit, jako právo upřednostňující kapitál, respektive vlastníky kapitálu (předtím označované jako „debtor-friendly“; tedy orientované na dlužníka). K Velké Británii přiřazují tzv. „debt-friendly code“ nebo „debt-friendly system“ pod zkratkou „DFS“. Po doslovném přeložení by se jednalo zákon upřednostňující dluh, tedy v článku spíše uváděné pod pojmem „creditor-friendly, tedy upřednostňující věřitele.

<sup>17</sup> Záznam z konference je dostupný na stránkách České televize, [cit. 30. 7. 2011],

<<http://www.ceskatelevize.cz/porady/10000000014-restrukturalizace-podniku-po-dvou-letech-krize-reflexe-dosavadnich-zkusenosti-a-vyhledy-do-budoucnosti/21025100016/>>.

<sup>18</sup> Pro doplnění jenom uvedu, že reorganizace povolená soudem ještě neznamená úspěšně realizovanou reorganizaci.



porovnání s počtem prohlášených konkurzů je počet reorganizací nepatrný, stejně jako jeho nárůst.

## 5. Závěr

Zhodnocení počtu reorganizací není limitováno pouze právní stránkou zákona a strohým posouzením vývoje jejich počtu. Insolvenční proces je důležité studovat i z ekonomického pohledu, individuálních pohnutek manažerů, zájmů vlastníků a preferencí věřitelů. Rozhodnutí, zda podat návrh na insolvenční řízení ovlivňují jak faktory finanční (stav likvidity), tak faktory tržní (tržní hodnota čistých aktiv), i zájmy jednotlivých skupin (stran). Společnosti navíc nereagují na problematiku jenom ex-post, ale ex-ante ovlivňují svoje postavení v možném budoucím řízení.

Lepší pochopení všech okolností, které ovlivňují spouštěče úpadku, může investorům pomoci při jeho přesnějším odhadování. Navíc při vhodné stimulaci managementu a vlastníků pomocí nových informací, se může podařit zachránit větší množství ekonomických hodnot. Empirické výzkumy, které byly provedeny porovnáním různých úprav v čase nebo mezi zeměmi, významně pomáhají při odhalování těchto parametrů.

Další zkoumání v rámci České republiky by se mohlo zaměřit na zhodnocení úspěšnosti realizovaných reorganizací, posoudit jestli naplnily svůj cíl a povedlo se jim společností v úpadku v porovnání se společnostmi v likvidaci zhodnotit.

## Literatura

- [1] ADLER, B., CAPKUN, V. a WEISS, L., 2006a. *Theory and Evidence on the Bankruptcy Initiation Problem*. Bankruptcy Initiation In The New Era of Chapter 1, Hosted by The Berkeley Electronic Press
- [2] ADLER, B., CAPKUN, V. a WEISS, L., 2006b. *Destruction of Value in the New Era of Chapter 1*. NYU Working Paper No. CLB-06-032.
- [3] ACHARYA, V., a SUBRAMANIAN, K., 2009. *Bankruptcy Codes and Innovation*. Review of Financial Studies 22, s. 4949–4988.
- [4] ACHARYA, V., SUNDARAM, R. K. a KOSE J., 2008. *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*, Journal of Financial Intermediation,
- [5] CREDITREFORM, 2011. *Vývoj insolvencí v České republice v červnu 2011*. [on-line], Praha, Creditreform, c2011, [cit. 20. 7. 2011], <[http://web.creditreform.cz/cs/resources/pdf/20111062\\_TZ\\_vyvoj\\_insolvenci\\_06\\_2011.pdf](http://web.creditreform.cz/cs/resources/pdf/20111062_TZ_vyvoj_insolvenci_06_2011.pdf)>.
- [6] DAVYDENKO, S., 2011. *What Triggers Default? A Study of the Default Boundary*. SSRN: eLibrary. Unpublished working paper. University of Toronto.
- [7] DAVYDENKO, S. a FRANKS J., 2008. *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K.* Journal of Finance, Vol. 63, č. 2., s. 565-608.
- [8] DUFFIE, D., a LANDO, D., 2001. *Term structures of credit spreads with incomplete accounting information*, Econometrica 69, s. 633-664.
- [9] JURÍČKOVÁ HEGLASOVÁ, A., 2010. *Restrukturalizace společností v rámci insolvenčního řízení*. Řízení a modelování finančních rizik Ostrava, 5, s. 173-179.

- [10] KIM, J., RAMASWAMY K., a SUNDARESAN, S., 1993. *Does default risk in coupons affect the valuation of corporate bonds? A contingent claims model*. Financial Management 22, s. 117–131.
- [11] LELAND, E., 1994. *Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure*. Journal of Finance 49, s. 1213–1252.
- [12] LIDOVÉ NOVINY, 2010. *Kauza Berka: účelové konkurzy a milionové tunely*. [on-line], Praha, Česká tisková kancelář, Reuters, Mafra, c2010, [cit. 30. 7. 2011], <[http://www.lidovky.cz/tiskni.asp?r=ln\\_noviny&c=A100617\\_000010\\_ln\\_noviny\\_sko](http://www.lidovky.cz/tiskni.asp?r=ln_noviny&c=A100617_000010_ln_noviny_sko)>.
- [13] LOPUCKI, L.M., 2003. *The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy*. Stanford Law Review 56, s.645–672.
- [14] POVEL, P., 1999. *Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedures*. Journal of Law Economics & Organization 15, s. 659-84.
- [15] RICHTER, T., 2011b. *Reorganizace povolené v třetím roce účinnosti InsZ*. [on-line], Praha, Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikohospodářská, Katedra podnikové ekonomiky, c2011, [cit. 30. 7. 2011], <[http://kpe.fph.vse.cz/wp-content/uploads/2011/05/02\\_Richter.pdf](http://kpe.fph.vse.cz/wp-content/uploads/2011/05/02_Richter.pdf)>.
- [16] RICHTER, T., 2011a. *Reorganizing Czech Businesses: A Bankruptcy Law Reform Under a Recession Stress-Test*. [on-line], SSRN [cit. 13. 8. 2011], <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1735334](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1735334)>.
- [17] SKEEL, D., 2003. *Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11*. University of Pennsylvania Law Review 152, s. 917–951.
- [18] SMUTNÝ, P. a BAŠE, R., 2011. *Aspekty rozhodování při zvažování neformální a formální restrukturalizace*. [on-line], Praha, Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikohospodářská, Katedra podnikové ekonomiky, c2011, [cit. 30. 7. 2011], <[http://kpe.fph.vse.cz/wp-content/uploads/2011/05/04\\_Smutny\\_Base.pdf](http://kpe.fph.vse.cz/wp-content/uploads/2011/05/04_Smutny_Base.pdf)>.
- [19] WARREN, E., a WESTBROOK, J.L., 2003. *Secured Party in Possession*. American Bankruptcy Institute Journal.