

Poznatky ze studia literatury zabývající se vlivem právní úpravy na zahájení insolvenčního řízení[#]

*Tatiana Škerlíková**

Insolvenční zákon v České republice podstupuje v posledních letech mnoho změn.¹ Třemi hlavními cíli jsou zpřístupnění možnosti reorganizace (resp. oddlužení) více subjektům s cílem zachránit je před předčasným zánikem, zároveň ochránit věřitele i dlužníky před unáhleným nebo opožděným podáním návrhu na insolvenční řízení. Při pohledu na tyto tři cíle je jasné, že zásadní otázkou je načasování začátku řízení.

Richter (2008) ve své publikaci objasňuje jak Coaseho teorém, který ve svém převráceném významu předestírá, jak je právo koncipované. Při řešení úpadku společnosti lze narazit na několik různých mikroekonomických teorií, mezi které patří například teorie veřejné volby, teorie nákladů zastoupení, problém informační asymetrie, teorie her a z ní například vězňovo dilema, pak také teorie černého pasažéra, problém racionální apatie, hlasovací paradox, nebo vydírání v rámci kolektivního rozhodování. Právo se snaží aspoň část těchto nesrovnalostí korigovat. V rámci insolvenčního řízení je postavení, ale i práva a povinnosti všech zúčastněných stran vůči ostatním zúčastněným stranám upravené. Richter (2008) dále vysvětluje, jak toto nastavení práva, působí na chování subjektů ne jenom ex-post ale i ex-ante. Upozorňuje, že někdy jsou ex-ante účinky silnější než ty ex-post.

V dalším textu se zaměřím především na pohledy, které nejsou v jeho publikaci zahrnuty nebo na studie, které byly publikovány až poté, co byl základní zdroj k aktuálnímu českému insolvenčnímu právu vydán.²

Kategorizace pohledů na problematiku

Z důvodu přehlednosti článku jsem do druhého bodu zahrnula stručný popis směrů, se kterými se lze setkat.

Protože insolvenční řízení je ekonomickým procesem, lze ho jako jiné ekonomické procesy při stanovení zjednodušujících předpokladů namodelovat a predikovat lidské chování (intence a jednání agentů) na základě matematických modelů. Existuje řada modelů, které popisují průběh insolvenčního řízení (nebo i akce agentů před insolvenčním řízením). Já vypíchnu jenom jeden model. Je sice již z roku 1999, ale protože matematické modely nejsou v české právní literatuře běžně dostupné, stojí přesto za zmínku.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Ing. Tatiana Škerlíková – asistentka; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <xsket01@vse.cz>.

¹ Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon), který nahradil zákon č. 382/1991 Sb., o konkursu a vyrovnání je v České republice účinný od 1. 1. 2008, dále jen „zákon“. Tento zákon téměř každý rok podstupuje (někdy i několik) novelizací, které se týkají především stanovených podmínek pro podávání insolvenčních návrhů a popření pohledávek.

² Na tomto místě bychom jenom chtěla upozornit, že se nebudu zabývat otázkami související s vymahatelností práva, existencí tzv. insolvenčních mafií, korupcí nebo jinými specifickými vlivy, které mohou mít bezesporu silný vliv na danou problematiku.

Jedním z dalších teoretických směrů je názor, že insolvenční právo by se mělo orientovat na zachování hodnoty (tedy na co nejvyšší výtěžnost procesu) tj. ex-post efektivnost (Fisher a Martel, 2009). Nejjednodušším způsobem zhodnocení ex-post efektivnosti vidí několik autorů v hodnocení pomocí míry návratnosti (Davydenko a Franks, 2008).

Insolvenční právo je možno modelovat dle tzv. normativního pohledu, kdy se snažíme ex-ante ovlivňovat chování účastníků (agentů) 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. Na druhou stranu normativní teorie se snaží určit, kdy dlužník sám zahájí insolvenční řízení (nebo by ho měl zahájit), tj. najít optimální čas pro zahájení insolvenčního řízení, který uchrání ekonomické hodnoty co nejvíce. Na něj navazuje empirické zkoumání, které zjišťuje bod v čase, kdy společnost sama, nebo její věřitelé toto řízení zahajují pod vlivem různých insolvenčních právních.

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

Teorii matematicky zobrazil v roce 1999 Povel³. Jeho matematické zobrazení modelu bylo tehdy nové i z toho důvodu, že na rozdíl od předchozích modelů uvažoval tři možné výstupy podnikání místo dvou, pozitivní a negativní.

Možné úpravy insolvenčního práva rozděluje na tři základní skupiny tzv. měkkou, tvrdou a jednu hybridní úpravu. 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 investor⁴ za včasné nahlášení špatně se vyvíjející situace poskytl podnikateli odměnu. Tedy, při zhoršující se ekonomické situaci není podnikatel (nebo manažer) potrestán, ale naopak při včasné ohlášení 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 a dostává za kladné výsledky z projektu odměnu. V případě, že přes jeho snahu projekt nedopadne úspěšně, nebude podnikatel odměněn. Součástí tvrdšího modelu je i tzv. pravidlo absolutní přednosti „absolute priority rule“, které přesně určuje pořadí, ve kterém budou dluhy v případě likvidace uspokojené.

Český zákon toto pravidlo o prioritě seniorních pohledávek zná také a je uplatňované i v novém insolvenčním zákoně. Povel (1999) dále upozorňuje, že 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). V tom případě by se nejednalo o měkkou ale o hybridní nebo tvrdou úpravu.

Tento matematický model byl vytvořen pro jednoho podnikatele a jednoho investora (např. banku), který půjčí podnikateli na jeden projekt a uzavře s ním specifickou smlouvu. Autor v modelu nepočítá s problémem mezi věřiteli navzájem, a tedy odpadají všechny problémy související s kolektivním jednáním a rozhodováním. Společnost, resp. konkrétní

³ I když tento článek byl zveřejněn dlouho před vydáním knihy (Richter, 2008) a taky na něj vyšlo několik kritik, rozhodla jsem se ho zmínit, protože matematické modely jsou v učebnici insolvenčního práva opomíjeny.

⁴ Autor používá výraz investor místo věřitele. Je tak zdůrazněno jeho jedinečné postavení při financování projektu.

projekt, může dle jeho modelu hospodařit ve třech až 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 projekt může úplně selhat. Dále předpokládá, na základě použití teorie asymetrie informací, odlišné chování podnikatele (nebo managementu společnosti) dle tvrdosti uzavřené smlouvy (při řešení situace v případě úpadku bude postupováno pouze na základě dohody mezi půjčovatelem a podnikatelem, tj. neexistuje žádné insolvenční právo). Podnikatel především rozhoduje o snaze, kterou vynaloží a o tom, zda vyjeví skutečný výsledek projektu ve třetím a pozdějším období.⁵ Navíc chování agentů se odvíjí nejen od charakteru smlouvy, ale i od 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 (banka) může upřednostnit tvrdší úpadkové podmínky a motivovat manažera k větší snaze o kladné výsledky projektu nebo ho může podporovat ve včasném 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 (1999) 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 nejvíc nepříznivý vliv.

Empirické studie

Vlivy na chování ex-ante

To, jak se v praxi projevuje vliv insolvenčního práva na chování věřitelů (jako hlavních investorů) a tím i na vývoj celé ekonomiky dokazuje také empirická studie od Acharya a Subramaniana (2009). V článku rozdělují insolvenční legislativu pouze na právo vycházející vstříc buď věřitelům „debtor friendly“⁶, nebo dlužníkům „creditor friendly“. Tvrdí, že charakter insolvenčních zákonů má vliv na množství a velikost investic 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.

I když informace o následující studii jsou v české literatuře přístupné, nedá mi alespoň krátce nezmínit článek Adlera aj. (2006a) a pak aktualizovanou verzi později téhož roku (Adler aj., 2006b). Ve studii zjišťovali, jak se projeví posun kontroly v reorganizaci (úpadky spadající pod Kapitulu 11. amerického insolvenčního práva) z managementu (volen vlastníky firmy) na věřitele na finančním zdraví firem vstupujících do řízení. Volba insolvenčního správce je ve Spojených státech výjimečná. Management se v úpadku nazývá „debtor-in-possession“ tzv. „DIP“ (dlužník s dispozičním oprávněním k majetku). I v průběhu řízení mu zůstává kontrola nad majetkem, ke kterému mají věřitelé zástavní právo. Dlužníkovi je

⁵ Investor není schopen předvídat úpadek kvůli nedokonalé informovanosti; toto empiricky a teoreticky zkoumali např. Duffie a Lando (2001). Proč se společnosti snaží úpadku vyhýbat (neinformovat o špatné situaci), 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 započítání řízení přesto nesou věřitelé, dodává. Při pozdním započítání řízení jsou náklady především neefektivní využívání zdrojů a ztráta pozice na trhu.

⁶ Při použití předchozí terminologie se tato úprava přibližuje měkké úpravě.

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 spustila novela v „Uniform Commercial Code – UCC“⁷. 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 aj., 2006b). Zajištění věřitelé tuto změnu, která dovolila věřiteli nárokovat zajišťovací právo k pohledávkám na bankovním účtu dlužníka, pravidelně využívají, v případě, že 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 na základě smlouvy převod této kontroly. Tito věřitelé jsou nakonec schopni předurčovat výstup reorganizace. Na druhou stranu manažeři mohou manipulovat s finančními výkazy (Povel, 1999) a z toho jim vzniká určitá flexibilita, kdy mohou společnost přihlásit do úpadku (Adler aj., 2006a). Manažerovi totiž efektivní řešení tísně dlužníka nepřinese prospěch (především pokud by jim hrozila výměna nebo náhrada za specializovaný tým insolvenčních poradců).

Davydenko a Franks (2008) pojednávají o tom, jak rozdíly insolvenčních řádů v různých zemích působí na chování bank jako hlavních půjčovatelů s tím, že se zaměřují na rozdíly v garantovaných právech věřitelů. Zkoumají míry návratnosti ve třech zemích a výsledky porovnávají s mírou zajištění úvěrů požadovanou bankovním sektorem.⁸ 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 buď legislativou nakloněnou ve prospěch věřitelů, nebo ve prospěch dlužníků. Jejich příspěvek analyzoval databázi celkem 2 280 malých a středních podniků, které nesplatily své bance dluhy ve Francii, Německu a Velké Británii.⁹ Zjistil, že požadavky bank na zástavy a záruky se výrazně mění, což je odrazem odlišné úpravy insolvenčního zákona v jednotlivých zemích. Na výzkum (Davydenko a Franks publikovali první výsledky studie již v roce 2006) poukázal i Richter (2008) a porovnal ho s teorií nulového součtu, na kterou upozornil Schwartz (1981). Davydenko a Franks (2008) navíc dodávají, že i když navýšení míry zajištění snižuje riziko ztráty, neeliminují tak konečný efekt vyplývající z dané legislativy úplně.

Pokud se detailněji podíváme na popis jednotlivých legislativ, které uvádí Davydenko a Franks (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 (Povel (1999) tuto úvahu teoreticky více rozpracoval). Před uvedením výsledků jejich empirického zkoumání, je shrnuta charakteristika legislativ jednotlivých zemí, tak jak je v článku z roku 2008 popsána¹⁰.

⁷ Právo, které má za úkol harmonizovat legislativu o prodeji a dalších obchodních transakcích v jednotlivých státech USA – tj. obchodní právo.

⁸ Omezení studie: Protože studie byla zaměřena pouze na chování bank, které se v rámci insolvenčního řízení téměř vždy řadí do skupiny zajištěných věřitelů, jsou závěry studie platné pouze pro míru návratnosti této skupiny tj. skupiny zajištěných věřitelů. Studie nezkoumala celkovou míru návratnosti.

⁹ Ke své studii tedy nepoužívají data z insolvenčních rejstříků jak je tomu u většiny studií, ale použili data poskytnuté přímo bankami. V ČR zatím podobná studie nebyla připravena, i když banky disponují detailními informacemi o nesolventních klientech.

¹⁰ Některé úpravy již přešli zásadními změnami, tyto nejsou v textu zahrnuty.

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. Jak autoři článku dále argumentují, toto řešení neupřednostňuje ani věřitele ani dlužníka. Naopak potlačuje zájmy obou. Empiricky to potvrzuje nižší míra návratnosti pro zajištěného věřitele.¹¹ 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 amerických¹² (obě úpravy jsou považovány za „debtor friendly“ tj. nakloněné ve prospěch dlužníka) 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.

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 (půjčovatelů) je ještě silnější než v Německu. To, že banky mají v průběhu úpadku tak silnou pozici, jim zvyšuje vyjednávací pozici i ex-ante (tedy ještě 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 svým klientům radí.

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 uspokojováni 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.

¹¹ To, že aktiva nemusí být prodána za nejvyšší dostupnou nabídku, snižuje průměrnou hodnotu vzorku a zároveň uplatnění preferenčního práva ukrajuje z peněz pro zajištěné věřitele další část.

¹² V roce došlo k zásadním změnám v Jednotném obchodním zákoníku „Uniform Commercial Code“, ale přesto nedošlo k zásadní změně orientace zákona, který je pořád považován za „debtor-friendly“.

Při rozboru souhrnně vyjádřené míry návratnosti pro banky je vidět, jak jsou silně ovlivněné formální insolvenčí. 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 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 a Franks vyšetřovali, 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 (poukazováno pouze na míru návratnosti pro zajištěné věřitelé), 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.

Na jeho průzkum reagovali detailnější studií Blazy aj. (2010). Zjistili, že pokud budeme hodnotit všechny třídy věřitelů individuálně, hodnocení bude obráceně. Autoři na vzorku 900 firem z let 1993-2005 zkoumali míry návratnosti při rozdělení věřitelů na seniorní, juniorní a ostatní. Při zopakování výše popsaného testu od Davydenka a Frankse (2008) dospěly ke stejnému výsledku. V pokračování analýzu ošetřili o kvalitu aktiv na začátku řízení a o strukturu věřitelů (tedy zjišťovali data pro každou skupinu věřitelů individuálně). Po očistění dat, byly zjištěné míry návratnosti u Francie a Velké Británie podobné (data byla upravena, protože ve Francii je vyšší podíl seniorních věřitelů), ale v Německu pro seniorní a juniorní skupinu věřitelů mnohem vyšší.¹³ Svoji studii uzavírají tvrzením, že insolvenční právo je v Německu efektivnější.

Ex-post vlivy právních úprav na míru návratnosti

Zajímavou studii připravili Blazy a Nigam (2011). Snažili se najít odpověď na otázku, jestli je možné identifikovat vlastnosti insolvenčního řízení, které by přispívalo k vyšší míře návratnosti. Na rozdíl od předchozích příspěvků ve své analýze použili tzv. právní koeficienty, které jsou běžně používány při seřazování právních systémů v jednotlivých zemích¹⁴. Cílem jejich studie bylo identifikovat prvky právních řádů, které mají přímý vliv na míru návratnosti.

¹³ Studie sleduje výsledky odděleně pro každý možný typ procedury (soudního procesu) v dané zemi. Celkem odděleně sledovali výsledky pro 6 různých právních úprav (3 ve Velké Británii, 2 ve Francii a 1 v Německu).

¹⁴ Tyto lze najít například detailním přehledu, který připravuje Světová banka (World Bank, 2010), nebo alespoň v článcích autorů, který na její přehledy odkazují (Schönfeld – Smrčka, 2012; Richter, 2008; Škerlíková, 2011).

Porovnávali právní řády Velké Británie (konkrétně 4 právní úpravy insolvence: správu „administration“, nucenou správu „receivership“, nucenou likvidaci „compulsory liquidation“ a dobrovolnou likvidaci „voluntary liquidation“) a Francie (soudní narovnání „redressement judiciaire“ a soudní likvidace „liquidation judiciaire“) pomocí vzorku 833 firem za období 1193-2005 pro Francii a za období 1998-2005 pro Velkou Británii.¹⁵ Jednalo se především o středně velké a menší společnosti, obecně souhrnně označované pod názvem SME. V studii odděleně sledovali míry návratnosti pro jednotlivé skupiny věřitelů (zaměstnanci, stát, zajištění věřitelé jedním aktivem, zajištění věřitelé skupinou aktiv a nezajištění věřitelé) a výši nákladů na insolvenční řízení.¹⁶ Protože míra návratnosti závisí na stavu, ve kterém se společnost při vstupu do insolvence¹⁶ nachází (což se odvíjí především od hodnoty aktiv), autoři do své analýzy přidali proměnnou, kterou nazvali „míra pokrytí“. Je vypočtena jako podíl hodnoty aktiv při vstupu do insolvence k celkové dlužné částce. Ještě než vyhodnotili analýzu, bylo na první pohled zřejmé, že míra pokrytí je výrazně vyšší v údajích z Francie u obou právních řádů¹⁷.

Abych mohla přiblížit, jak provedli porovnání, je potřeba nejprve vysvětlit pojem právní koeficienty. Právní koeficienty lze najít například v každoročně připravovaném výstupu Doing Business report od Světové banky jak již je zmíněno výše. Ovšem často bývá jejich důvěryhodnost zpochybňovaná. Jedná se jak o způsob tvoření těchto koeficientů (často jsou použita významná zobecnění), tak o způsob použití těchto slovních interpretací zákona převedených na čísla. Jsou to určité vlastnosti práva kvalitativně vyjádřené, nejedná se tedy o kvantitativní prvek. Další výpočty s použitím indexu (kvalitativních vlastností) jsou tedy diskutabilní. Autoři, protože jejich cílem není kategorizovat země, ale systém práva jako takový, vytváří vlastní systém charakteristik jednotlivých právních úprav. Vytvořili deset (v revidované studii se jich uvádí pouze sedm (Blazy aj. 2012)) specifických koeficientů, pomocí kterých se snažili zodpovědět na otázku: „Jaké jsou znaky insolvenčního procesu, které přinášejí vyšší návratnost?“ Ve studii se jim povedlo určit tyto znaky: dostupnost procesu, ochrana aktiv dlužníka, ochrana a koordinace nároků věřitelů, orientace na reorganizaci a náklady řízení (myšleno i jako výdaje za služby poskytované odborníky za účelem dosažení vyšší návratnosti nebo také náklady na verifikaci údajů a audit)¹⁸. Na druhou stranu je tady záporná závislost mezi koeficientem vedeného pod názvem zveřejnění informací „production of public information“ a mírou návratnosti. Zveřejňování informací ex-post¹⁹, tedy již po zahájení insolvenčního řízení bylo identifikováno jako faktor snižující míru návratnosti. Toto působení lze vysvětlit zdiskreditováním insolventní společnosti a odražením klíčových

¹⁵ Průměrné míry návratnosti zjištěné pro jednotlivé právní procesy byly následující: správa „administration“ (21 %), nucená správa „receivership“ (30 %), nucená likvidace „compulsory liquidation“ (9 %) a dobrovolná likvidace „voluntary liquidation“ (13 %), soudní narovnání „redressement judiciaire“ (46 %) a soudní likvidace „liquidation judiciaire“ (20 %).

¹⁶ Slovem insolvence se tady myslí insolvenční řízení.

¹⁷ Toto vyplývá z povahy práva, které je označováno jako „debtor-friendly“.

¹⁸ V aktuálnější verzi studie (Blazy aj. 2012) jsou v závěru dva znaky, které by měli přinášet vyšší míru návratnosti, vypuštěné. Konkrétně se jedná o orientaci na reorganizaci a náklady řízení. Navíc jsou v aktualizované verzi studie již možnosti přímého uplatnění výsledků ze zkoumání v praxi potlačené. Především z důvodu komplexnosti právních úprav a potřeby zohledňovat jich zároveň se způsoby financování zdravých společností a uspořádání finančního systému.

¹⁹ Informace jsou, kromě jiných důvodů, o probíhajících řízeních zveřejňované i proto, aby se předcházelo chybám prvního a druhého stupně. Tyto chyby jsou v anglických příspěvcích běžně označované jako chyby typu jedna a dva „type I errors“ a „type II errors“. Chyba typu I nastane, pokud se budou likvidovat aktiva společnosti, které by při reorganizaci měly vyšší hodnotu. Chyba typu II nastane, pokud proběhne reorganizace u společnosti, u které by byla vhodnější likvidace.

partnerů zadlužené firmy od další spolupráce.²⁰ Pozitivním znakem studie je, že uvádí míry návratnosti dle jednotlivých tříd věřitelů. Na nedostatek podobných studií upozorňují ve svém článku Hnilica a Ševčík (2012), kde zmiňují, že není známo „nakolik jsou v insolvenčních řízeních v jednotlivých ekonomikách uspokojeni věřitelé zajištění a nezajištění“. V této studii to bylo umožněno i proto, že využívá originální data získána přímo z insolvenčních spisů.

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.²¹ O existenci bonitní hranice, která odděluje společnosti v úpadku²² od společnosti vyhýbající se úpadku, aktuálně pojednává Davydenko (2010). 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 stranu 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. Firma, která nakonec vstoupí do tohoto úpadku, tj. zahájí insolvenční řízení, má rázem mnohem nižší hodnotu než pár období před vstupem do 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.²³ 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.²⁴ Také proto, že existuje mnoho hluboko insolventních společností, které jsou schopny se úpadku vyhnout nebo ho léta odkládat.

²⁰ Kislingerová (2012) uvádí, že data produkovaná insolvenčním rejstříkem jsou nedostatečná, vzhledem k její základní výhradě k formě, zpracování dat a možnostem jejich dalšího možného využití při současné struktuře, nemělo by po odstranění této vady docházet k zvýšenému poškození stran. To jaký vliv má zveřejňování informací v českém insolvenčním rejstříku zatím nebylo zkoumáno.

²¹ Související výzkum, který na problematiku nahlíží z druhé strany, vysvětluje, jak může insolvenční právo ovlivňovat kapitálovou strukturu. Toto nejprve teoreticky namodelovali a poté empiricky zkoumali například Acharya, Sundaram, a Kose (2008), ale taky mnoho dalších autorů. Na základě porovnání situace ve Spojených státech, které jsou „equity-friendly“ a ve Velké Británii relativně spíše „debt-friendly“ zjistili, že právo má vliv na zvolenou finanční páku firmy. (Pozn. Autoři používají jiné pojmy, než ty, které byly uvedeny k předchozím příspěvkům. Ke Spojeným státům přiřazují insolvenční právo, které označují tzv. „an equity-friendly bankruptcy code, equity-holders-friendly systém“ nebo ve zkratce „EFS“ což by se dalo doslovně přeložit, jako právo upřednostňovaný kapitál, respektive vlastníky kapitálu (předtím označované jako „debtor-friendly“; tedy upřednostňovaného dlužníka). K Velké Británii přiřazují tzv. „debt-friendly code“ nebo „debt-friendly system“ pod zkratkou „DFS“. Po doslovném přeložení by se jednalo zákon upřednostňovaný dluh, tedy v článku spíše uváděné pod pojmem „creditor-friendly“, tedy upřednostňovaného věřitele.) 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.

²² Tady je slovo úpadek myšleno jako vstup společnosti do insolvenčního řízení.

²³ 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.

²⁴ Endogenní úpadkové modely od Lelanda (1996) identifikují jenom některé z nich.

Empiricky sledované hodnoty aktiv při úpadku pro typickou firmu jsou jednoznačně pod populární hranicí „čisté nulové hodnoty“. Davydenko (2010) tvrdí, že jedním z faktorů, které chybí u tradičních modelů na základě hodnoty, je bilanční likvidita.²⁵ 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 k vysvětlení značného kolísání u pozorovaného načasování úpadku. Závěrem přiznává, že úpadek nemůže být bezchybně předpověděn na základě informací přístupných investorům.

Krátce k souvislostem s Českou republikou

Vzhledem k rychle se měnícím podmínkám v rámci České republiky je těžké porovnávat aktuální výsledky s jinými zeměmi. Zároveň časová řada, po kterou nedocházelo k žádným výrazným změnám, je krátká. Přesto je zřetelný nárůst podání insolvenčních návrhů v roce 2011 oproti roku 2010 a podobný trend se očekává i v tomto roce. Tento nárůst byl a je očekáváno, že bude zapříčiněn důvody jinými²⁶ než těmi, které jsou analyzovány v tomto článku. Přesto některé z uvedených studií uvádí vhodný návod, jak „jinak“ lze porovnávat právní řády. Navíc potvrzuje již dávno známý předpoklad o těžkostech při snaze pokračovat v obchodování po zveřejnění určitých informací v insolvenčním rejstříku.

Závěr

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 nebo finanční systém), tak faktory tržní (tržní hodnota čistých aktiv), zájmy jednotlivých skupin (agentů), tak legislativa. 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 resp. právních řádů, 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. Jak je vidět ve výstupech výzkumů zobecnění není vždy tím správným krokem při analyzování efektivnosti jednotlivých právních řádů a jednotlivé složky je potřeba analyzovat v detailu (viz porovnání výsledků studie od Davydenka a Franka (2008) a studie od autorů Blazy aj. (2010)).

²⁵ 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.

²⁶ Jedná se o posílení vymahatelnosti práva (zavedením finančních dopadů při apatii dlužníka nebo jeho agentů (managementu dlužníka) ukončením platnosti výjimky a dalších externích vlivů (Creditreform, 2012).

Literatura:

- [1] Adler, B. – Capkun, V. – Weiss, L. (2006a): *Theory and Evidence on the Bankruptcy Initiation Problem. Bankruptcy Initiation in the New Era of Chapter 11*. In: New Haven, American Law and Economic Association, 16th Annual Meeting Paper 56, 2006.
- [2] Adler, B. – Capkun, V. – Weiss, L. (2006b): *Destruction of Value in the New Era of Chapter 11*. [on-line], New York, New York University, c2006, [cit. 20. 1. 2012], <<http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26005/2/06-032.pdf>>.
- [3] Acharya, V. – Subramanian, K. (2009): *Bankruptcy Codes and Innovation*. Review of Financial Studies, 2009, roč. 22, č. 12, s. 4949–4988.
- [4] Acharya, V. – Sundaram, R. K. – Kose J. (2008): *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*. Journal of Financial Intermediation, 2008, roč. 20, č. 1, s. 25-54.
- [5] Blazy, R. – Chopard, B. – Nigam, N. (2012): *Building Legal Indexes to Explain Recovery Rates: An Analysis of the French and UK Bankruptcy Codes*. [on-line], Paris, Nanterre cedex, Université Paris Ouest, Nanterre – La Défense, Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie Working Paper No. 2011-02, c2012, [cit. 20. 1. 2012], <<http://ssrn.com/abstract=1980720>>.
- [6] Blazy, R. – Petey, B. – Weill, L. (2010): *Can Bankruptcy Codes Create Value? Evidence from Creditors' Recoveries in France, Germany and the UK*. [on-line], Strasbourg, Université de Strasbourg, Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie Working papers 2010-11, c2010, [cit. 20. 1. 2012], <<http://ifs.u-strasbg.fr/large/publications/2010/2010-11.pdf>>.
- [7] Blazy, R., – Nigam N. (2011): *Building Legal Indexes to Explain Recovery Rates: An Analysis of the French and UK Bankruptcy Codes*. [on-line], Strasbourg, Université de Strasbourg, Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie Working papers 2011-02, c2010, [cit. 20. 1. 2012], <<http://ifs.u-strasbg.fr/large/publications/2011/2011-02.pdf>>.
- [8] Creditreform (2012): *Vývoj insolvenčí v České republice v roce 2011*. [on-line], Praha, Creditreform, c2012, [cit. 20. 1. 2012], <http://web.creditreform.cz/cs/resources/pdf/20120102_TZ_Vyvoj_insolvenci_v_CR_2011.pdf>.
- [9] Davydenko, S. (2010): *What Triggers Default? A Study of the Default Boundary*. [on-line], Toronto, Rotman School of Management University of Toronto, c2010, [cit. 20. 1. 2012], <http://www.defaultrisk.com/pp_score_51.htm>.
- [10] Davydenko, S. – Franks J. (2008): *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U. K.* Journal of Finance, 2006, roč. 63, č. 2, s. 565-608.
- [11] Duffie, D., – Lando, D. (2001): *Term Structures of Credit Spreads with Incomplete Accounting Information*. Econometrica, 2001, roč. 69, č. 3, s. 633-664.
- [12] Fisher, T. – Martel, J. (2009): *An Empirical Analysis of the Firm's Reorganization Decision*. Finance, 2009, roč. 30, č. 1, s. 121-129.
- [13] Hnilica, J. – Ševčík (2012): *Některé aspekty možnosti omezit přijímání cizích zdrojů ze strany podnikatelských osob*. In: Kislingerová, E. – Krause, J. (eds.): *Transakční náklady českých ekonomických subjektů v insolvenčním řízení, možnosti jejich snižování a zlepšení statistiky insolvenčních řízení*. [CD-ROM]. Praha, Oeconomica, 2012, s. 32–38.

- [14] Kim, J. – Ramaswamy K. – Sundaresan, S. (1993): *Does Default Risk in Coupons Affect the Valuation of Corporate Bonds? A Contingent Claims Model.* Financial Management, 1993, roč. 22, č. 3, s. 117–131.
- [15] Leland, E. (1994): *Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure.* Journal of Finance, 1994, roč. 49, č. 4, s. 1213–1252.
- [16] Povel, P. (1999): *Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedures.* Journal of Law Economics & Organization, 1999, roč. 15, č. 3, s. 659-684.
- [17] Richter, T. (2008): *Insolvenční právo.* Praha, ASPI Wolters Kluwer, 2008.
- [18] Schönfeld, J. – Smrčka, L. (2012): *Důvody diskvalifikace sanačního principu v insolvenčním řízení.* In: Kislíngerová, E. – Krause, J. (eds.): *Transakční náklady českých ekonomických subjektů v insolvenčním řízení, možnosti jejich snižování a zlepšení statistiky insolvenčních řízení.* [CD-ROM]. Praha, Oeconomica, 2012, s. 64–75.
- [19] Schwartz, A. (1981): *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories.* Journal of Legal Studies, 1981, roč. 10, č. 1, s. 1-37.
- [20] Škerlíková, T. (2011): *Problémy insolvenčního řízení v České republice.* In: Procházka, D. (ed.): *12th Annual Doctoral Conference of the Faculty of Finance and Accounting.* Praha, Oeconomica, 2011.
- [21] World Bank (2010): *Doing Business 2011 Fact Sheet – Summary of Reforms in Eastern Europe and Central Asia.* [on-line], Washington, D. C., World Bank, c2011, [cit. 22. 11. 2010],
<<http://www.doingbusiness.org/~media/FPDKM/Doing%20Business/Documents/Fact-Sheets/DB11-ECA-Reforms.pdf>>.

Poznatky ze studia literatury zabývající se vlivem právní úpravy na zahájení insolvenčního řízení

Tatiana Škerlíková

ABSTRAKT

Tento příspěvek podává přehled o aktuálních ekonomických modelech a studiích pojednávajících o insolvenčním právu. V první části je uveden přehled dále popisovaných studií. V další části je popsán jeden teoretický matematicko-ekonomický model chování účastníků řízení. Třetí sekce obsahuje popis několika empirických studií. První dvě podkapitoly ve třetí sekci jsou věnované ex-ante a ex-post účinkům dle různých právních řádů. Poslední část třetí sekce popisuje aktuální průzkum stanovení období, kdy by společnosti měli vstoupit do insolvenčního řízení. Příspěvek tedy poskytuje přehled o aktuálních člancích zabývajících se otázkou, co spouští insolvenční řízení a tím jak se chovají účastníci řízení v rámci jiných právních řádů.

Klíčová slova: Úpadek; Načasování; Spouštěče úpadku; Právní indexy; Upřednostňování dlužníky; Upřednostňování věřitele.

Findings from Literature Review with Focus on the Law Influence on Bankruptcy Initiation

ABSTRACT

This paper gives an overview of current economic models and research dealing with insolvency law. The first part categorizes papers and research which is discussed further. In the next section one mathematical model is included. Third section consists of empirical research. Other two parts in third section describe empirical research about ex-ante and ex-post results under different jurisdictions. Last section of the third part describes current research on question when exactly companies should go default. In summary, the paper provides an overview of current papers dealing with the default triggers and behaviours of participants and their preferences determining default proceedings under different jurisdictions.

Key words: Default; Timing; Default triggers; Legal indexes; Debtor friendly; Creditor friendly.

JEL classification: G33.