

**Univerzita Karlova v Praze**  
**Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

**Bakalářská práce**

**2005**

**Michal Soták**

**Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

**Bakalářská práce**

**Špecifickosť aktív a české insolvenčné právo**

**Vypracoval: Michal Soták**

**Konzultant: PhDr. Ondřej Vychodil, MA**

**Akademický rok: 2004/2005**

Prehlásenie

Prehlasujem, že som bakalársku prácu vypracoval samostatne a použil som iba uvedené  
pramene a literatúru

V Prahe dňa .....

## Pod'akovanie

Na tomto mieste by som chcel predovšetkým poďakovať Ondřejovi Vychodilovi za podporu a cenné rady, ktoré mi poskytoval počas písania tejto práce. Tiež chcem poďakovať jemu a jeho kolegovi Ondřejovi Knotovi za to, že mi sprístupnili výsledky ich prebiehajúceho výskumu. Moja vďaka patrí aj JUDr. Petrovi Lachnitovi ako aj ďalším právnikom, bankárom a investorom, ktorí mi poskytli cenné informácie a postrehy o úpadkovom procese v Českej republike. Zvlášť by som chcel poďakovať agentúre ČEKIA a jej riaditeľke Ing. Dagmar Vránovej za poskytnutie údajov o českých úpadkoch.

## Špecifickosť aktív a české insolvenčné právo

### **Abstrakt:**

Práca sa zaoberá vplyvom špecifickosti aktív na bankrot v českých podmienkach. Konkrétne skúma hypotézu, že české úpadkové právo je postavené tak, že hodnotu špecifických aktív zbytočne poškodzuje. V práci sú najprv predstavené Williamsonove modely špecifickosti aktív, dlhu a vlastného kapitálu. Následne je zhrnutá doterajšia diskusia o optimálnej podobe úpadkového práva. Práca ďalej popisuje štruktúru a postupy českej úpravy konkurzu a vyrovnania a predstavuje českú bankrotovú prax. Uvedené sú aj aktuálne štatistiky, a to zo zdrojov Ministerstva spravodlivosti, informačnej agentúry ČEKIA a z prebiehajúceho výskumu Ondřeje Vychodila a Ondřeje Knota z CERGE. Následne sú diskutované problémy českej úpravy a bankrotovej praxe v súvislosti so špecifickými aktívami, a to hlavne otázky súdnej diskrecie, postavenia veriteľov všeobecne a špeciálne zaistených veriteľov a predaj podniku ako celku. Niektoré z týchto problémov sú ilustrované na dvoch prípadových štúdiách: Ústav lekárske kosmetiky a Union Banka. Práca ústi do odporúčania preferovať pri bankrote v českých podmienkach predaj podniku ako celku pred reorganizáciou.

## **Asset specificity and Czech insolvency law**

### **Abstract:**

The thesis is concerned with the significance of asset specificity in Czech bankruptcy process. Concretely, it is exploring whether Czech insolvency law needlessly harms the value of specific assets. Firstly Williamson's model of asset specificity, debt and equity are introduced. Thesis than summarises actual discussion concerning optimal bankruptcy law. Than it focuses on the structure and procedures of Czech bankruptcy law and describes Czech bankruptcy practice. Thesis also presents up to date statistics from Ministry of justice, information agency ČEKIA and from research in progress by Ondřej Vychodil a Ondřej Knot form CERGE. What follows is an analysis of problems of current Czech law and practice in bankruptcy in connection with asset specificity. Analysis mainly focuses on the issues of judge discretion, creditors' and senior creditors' rights and going concern sale. Some of these problems are illustrated in two case studies: Ústav lékařské kosmetiky and Union Banka. As an outcome, thesis suggests to prefer going concern sale to reorganisation in Czech environment.

## Obsah:

Obsah: .....	7
1. Úvod .....	8
1. 1. Definície .....	9
2. Špecifickosť aktív a mechanizmy riadenia .....	14
3. Ciele a postupy úpadkového práva .....	18
3. 1. Potreba bankrotového práva .....	18
3. 2. Ex ante a ex post efektívnosť .....	19
3. 3. Likvidácia, reorganizácia a predaj podniku ako celku .....	20
3. 4. Rôzne úpravy úpadkového práva .....	23
3. 5. Optimálne úpadkové právo v rôznych krajinách .....	23
4. Bankrot v českých podmienkach .....	25
4. 1. Konkurzné konanie .....	26
4. 2. Nútené vyrovnanie .....	27
4. 3. Vyrovnanie konanie .....	28
4. 4. Česká bankrotová prax .....	28
4. 5. Typický český bankrot .....	31
4. 6. Štatistiky .....	32
5. Špecifické aktíva a úpadok .....	40
5. 1. Neexistencia trhu pre likvidované projekty .....	40
5. 2. Špecifické aktíva a zachovanie podniku ako celku .....	41
5. 3. Koniec úpadku .....	44
5. 4. Model Bairda a Rasmussena .....	46
6. Prípadové štúdie .....	49
6. 1. Metodológia .....	49
6. 2. Motivácia .....	51
6. 3. Hypotéza .....	53
6. 4. 1. Ústav lekárske kosmetiky, s.r.o. ....	54
6. 4. 2. Analýza .....	56
6. 5. 1. Union Banka, a.s. ....	59
6. 5. 2. Analýza .....	61
7. Diskusia .....	64
7. 1. Vplyv špecifickosti aktív na úpadok v ČR .....	64
7. 2. Firmy so špecifickými aktívami .....	65
7. 3. Priestor pre reorganizáciu a predaj podniku ako celku .....	67
7. 4. Problémy súčasnej úpravy úpadku .....	68
7. 5. Švédsko úprava bankrotov .....	70
7. 6. Odporúčania .....	72
8. Záver .....	74
9. Literatúra .....	76
10. Prílohy .....	80
Tabuľka 2: Údaje o úpadkoch z Ministerstva spravodlnosti ČR .....	80
Zoznam tabuliek a grafov .....	83

# 1. Úvod

Financovanie firiem externými zdrojmi je základom trhovej ekonomiky. Každý funkčný ekonomický systém preto musí efektívne riešiť otázky vzťahu veriteľa a dlžníka, insolvenencie a bankrotu. Ideálna úprava exitu firmy by mala chrániť veriteľov a zaisťovať čo najvyšší výnos úpadkov a tým čo najnižšiu úrokovú mieru pre dlžníkov. Tiež by mala napomáhať realokácii aktív tak, aby boli čo najlepšie využité a teda odstraňovať z trhu neúspešné projekty a naopak zachovávať tie životaschopné. Právna úprava bankrotu v Českej republike tieto ciele nenapĺňa, za čo bola mnohokrát kritizovaná, a to ako medzinárodnými inštitúciami, tak aj domácimi autormi.<sup>1</sup> V súvislosti s chystanou reformou úpadkového práva a súčasnými diskusiami o jeho optimálnom dizajne sa tak otvára priestor pre zváženie jednotlivých teoretických argumentov v českých podmienkach.

Medzi základnými argumentami tejto diskusie je aj argument špecifickosti aktív. Tento postreh hovorí, že v prípade bankrotu a likvidácie firmy dôjde k strate aktív, ktoré sa nedajú ľahko preniesť, či speňažiť alebo majú mimo bankrotujúcej firmy nízku hodnotu.<sup>2</sup> Strata ekonomickej hodnoty v prípade týchto aktív môže byť zásadná. Tento argument dáva zákonodarcovi oprávnenie k nastaveniu bankrotového procesu takým spôsobom aby pomocou inštitútov úpadkového práva strate špecifických aktív zabránil, alebo aby spôsobenú stratu znížil. Tím dôjde k zachovaniu ekonomickej hodnoty týchto aktív a teda zvýšeniu spoločenského blahobytu, ale aj nárastu výnosu bankrotu a teda aj k poklesu ceny kapitálu pre projekty so špecifickými aktívami.

Ambíciou tejto práce je koherentne predstaviť argument špecifickosti aktív a aplikovať ho na niekoľko českých príkladov. Základnou hypotézou tejto práce je tvrdenie, že súčasná česká úprava bankrotu zbytočne poškodzuje hodnotu špecifických aktív vo firmách v úpadku. Záver úvahy nad touto hypotézou by mohol byť vodítkom pre riešenie niektorých otázok spojených s vytváraním novej úpravy bankrotového práva v Českej republike.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Pozri napríklad World Bank (2004), IMF (2005), Diblík (2004), Klimeš (2004), Vychodil a Knot (2005).

<sup>2</sup> V posledných rokoch došlo k výraznému rozvoju v skúmaní konceptu špecifickosti aktív v súvislosti s bankrotom: Wilson a Zhang (2000), Stromberg (2000), Baird a Rasmussen (2002), Acharya, Sundram a John (2004) a Baird a Morrison (2005).

<sup>3</sup> Aj keď téma bankrotov jednotlivcov je rovnako veľmi závažná, táto práca sa zaoberá iba firemnými bankrotmi.



Na začiatku tejto práce definujem špecifickosť aktív ako aj iné dôležité pojmy, ktoré budem často používať. V druhej kapitole sa budem venovať teoretickému rámcu práce a to mechanizmom riadenia ekonomických vzťahov, konkrétne Williamsonovmu modelu dlhu a vlastného kapitálu. V tretej kapitole sa zameriam na súčasný stav diskusie o optimálnom úpadkovom práve. V štvrtej časti sa pokúsím popísať český bankrot a to tak, že najprv predstavím štruktúru a postupy českého zákona o konkurze a vyrovnaní a následne sa budem zaoberať tým ako vyzerá česká bankrotová prax. Uvedené budú aj dostupné štatistické údaje a to z troch zdrojov: Ministerstva spravodlnosti ČR, databázy MAGNUS informačnej agentúry ČEKIA a z prebiehajúceho výskumu Ondřeje Vychodila a Ondřeje Knoty z CERGE. Piata kapitola sa zaoberá otázkou špecifických aktív v úpadku. Tu sú predstavené podstatné teoretické koncepty a doterajší akademický výskum, ktoré spájajú otázku špecifickosti aktív, kapitálovej štruktúry a bankrotu. Najpodstatnejšími sú práce Bairda a Rasmussena (2002), Acharyu, Sundarama a Johna (2004) a Bairda a Morrisona (2005).

Šiesta časť práce je pokusom o analýzu otázky špecifickosti aktív v súvislosti s bankrotom na dvoch prípadových štúdiách: Ústav lekárske kosmetiky a Union Banka. V tejto časti je tiež predstavená použitá metodológia. V nasledujúcej kapitole s názvom Diskusia sa budem snažiť o syntézu predchádzajúcich poznatkov a záverov a o poskytnutie odporúčaní pre zákonodarcu.

## **1. 1. Definície**

V tejto práci sa bude opakovať niekoľko kľúčových výrazov. Pre celkové vyjasnenie argumentácie ich definujem.

### **Aktívum**

Pod aktívom sa obvykle rozumie zdroj (resource) s trhovou hodnotou alebo jednotka bohatstva schopná vytvárať príjem,<sup>4</sup> pričom trhová hodnota aktíva je determinovaná jej schopnosťou vytvárať príjem. Aktíva sa delia podľa niekoľkých kritérií, pre nás bude užitočné ich delenie na hmotné (tangible), ako stroje, budovy alebo pozemky,

---

<sup>4</sup> Pozri Ross a Westerfield (1988), kapitola 1.

a nehmotné (intangible) ako goodwill alebo intelektuálne vlastníctvo. Aktíva sa tiež delia na obežné a fixné alebo trvalé (durable).

### **Špecifickosť aktív**

Špecifickým aktívom je potom také aktívum, ktorého zvláštny charakter spôsobuje pokles jeho hodnoty ak je použité inak ako bolo pôvodne zamýšľané, teda ak je použité k alternatívnemu účelu, alternatívnym užívateľom, respektíve v alternatívnych podmienkach. V anglicky písanej literatúre sa pre nešpecifické aktíva používa výraz "redeployable", teda také, ktoré sú "znova použiteľné". Práve vtedy keď je sú transakčné náklady na presunutie (redeployment) aktív netriviálne, môžeme hovoriť o tom, že aktíva sú špecifické. Inak povedané, schopnosť špecifických aktív vytvárať finančný príjem je viazaná na konkrétne použitie a klesá s prenosom k alternatívnemu použitiu. Opakom špecifických aktív sú aktíva generické.<sup>5</sup>

Williamson (1996) uvádza šesť typov špecifickosti aktív:

1. "Site specificity", teda umiestnenie aktív takým spôsobom, ktorý vyhovuje konkrétnemu účelu, napríklad rozmiestnenie logistického centra v blízkosti predajní spoločnosti.
2. "Physical asset specificity", teda konštrukcia fyzických aktív, ktorá ich predurčuje k jednému konkrétnemu použitiu. Príkladom sú aktíva zostavené do produkčnej linky.
3. "Human asset specificity", teda zvláštne znalosti zamestnancov, vzťahujúce sa ku konkrétnym reáliám firmy, ako je napríklad znalosť klientov top manažmentom.
4. "Dedicated assets", teda generické aktíva, ktoré sú zostavené dokopy za konkrétnym účelom, napríklad aby slúžili konkrétnemu zákazníkovi.
5. "Brand name capital", teda aktíva, ktoré majú hodnotu len vo vzťahu ku konkrétnej značke.
6. "Temporal specificity", teda dočasne špecifické aktíva.

---

<sup>5</sup> Baird a Rasmussen (2002) niekedy používajú výraz "fungible assets", teda zameniteľné aktíva.

Aktíva môžu byť viazané na konkrétnu firmu a teda byť firemne špecifické (firm specific, firm dedicated), alebo na priemyselné odvetvie a teda byť sektorovo špecifické (industry specific).

Medzi špecifické aktíva sa dá zahrnúť množstvo položiek za súčasnej výbavy firm, ako špecializované prístroje alebo akékoľvek kapitálové vybavenie ktoré je vybudované na konkrétny účel v rámci firmy, špeciálne znalosti zamestnancov vo vzťahu ku kapitálovému vybaveniu, konkrétne tréňované tímy ľudí, či celkový know-how spoločnosti. Medzi firemne špecifické aktíva sa dajú zaradiť aj dlhodobé vzťahy, či už medzi zamestnancami navzájom, alebo medzi zamestnancami a zákazníkmi, prípadne dodávateľmi. Príkladom sektorovo špecifického aktíva je lietadlo, ktoré sa dá rovnako dobre využiť v akejkolvek leteckej spoločnosti, ale má malé využitie v inom sektore.<sup>6</sup> Ako príklad generického aktíva sa dá uviesť počítač alebo auto, ktorý sa dá ľahko prispôbiť akémukoľvek účelu.

### **Going concern surplus**

Hodnota, ktorú má firma kým sú jej (špecifické) aktíva pokope sa nazýva going concern value, respektíve prebytok ktorý pramení z toho, že jej aktíva sú viazané v rámci firmy oproti stavu, keď by boli oddelené sa nazýva going concern surplus.

### **Seniorita nárokov**

Firma financuje svoje aktíva pomocou dlhu alebo vlastného kapitálu. Rozdiel medzi trhovou hodnotou aktív a hodnotou dlhu predstavuje hodnotu firmy pre vlastníkov.<sup>7</sup> Vlastný kapitál má tak zostatkový, posledný nárok na aktíva firmy. Nárok dlhu má pred vlastným kapitálom prioritu. Medzi dlhom samotným môžeme rozlišovať senior a junior nároky, ktoré sa odvíjajú od miery zaistenia. Ak je pri výplate výnosov z bankrotu zachované poradie nárokovateľov podľa priority, hovoríme, že bola zachovaná absolútna priorita nárokov.

Ak sa firma nachádza v úpadku a je žiaduce aby bolo jej ďalšie fungovanie nejako financované, musia mať nové zdroje prioritu pred všetkými ostatnými, inak by ich takejto

---

<sup>6</sup> Baird a Rasmussen (2002), strana 13

<sup>7</sup> Ross a Westerfield (1988), strana 3

firme nikto neposkytol. Vtedy sa jedná o superprioritné, respektíve post petičné financovanie.

### **Default, úpadok, likvidácia a predaj podniku ako celku**

Default je neschopnosť firmy dostať finančnému záväzku. Default je indikovaný niekoľkými spôsobmi, väčšinou rôznymi testami likvidity alebo predĺženosti, prípadne ich kombináciou. V prípade, že firma neprejde testom, ktorý je stanovený v insolvenčnom práve, môže byť vyvolaný úpadok.<sup>8</sup> V prípade úpadku dôjde buď k likvidácii firmy a rozpredaju jej aktív po častiach, k predaju firmy alebo jej funkčnej časti ako going concernu, alebo k reorganizácii firmy, ktorá zahŕňa reštrukturalizáciu kapitálovej štruktúry a/alebo reštrukturalizáciu aktív firmy. V prípade predaja aktív alebo celej firmy je proces obvykle riadený stanovenou osobou (manažér, sudca, správca podstaty). Počas reorganizácie vznikne fórum stakeholderov (tých, čo majú nejaký podiel na bankrotovom procese), kde sa veritelia, akcionári a manažment dohodnú na tom, čo s firmou urobiť. Počas trvania tohoto fóra je firma obvykle chránená pred veriteľmi a riadi ju pôvodný manažment.<sup>9</sup>

V prípade predaja podniku ako celku dôjde k vyplateniu veriteľov z výnosu a na kupca prejde podnik očistený od záväzkov. Starý manažment alebo jeho časť môže byť zachovaná, obvykle je ale vedenie vymenené.

### **Reorganizácia**

Otázka definovania reorganizácie firmy je pomerne komplikovaná vďaka množstvu rôznych úprav, ktoré sú dnes v platnosti. Tu je niekoľko možných definícií reštrukturalizácie / reorganizácie:

"Konanie smerujúce k reštrukturalizácii dlhu podniku, tak aby ten mohol pokračovať vo fungovaní. Takéto konanie obvykle ústi k tomu, že veritelia získajú menšiu ako plnú náhradu záväzku, ale vyššiu akú by získali v prípade bankrotu."<sup>10</sup>

"Zmena kapitálu firmy, organizácie firmy, a/alebo jej manažmentu, potom, čo bol vytvorený plán počas bankrotového procesu podľa Kapitoly 11. Cieľom reorganizácie je eliminovať príčinu platobnej neschopnosti, vyrovnáť sa s veriteľmi a umožniť firme ďalej fungovať."<sup>11</sup>

---

<sup>8</sup> Podľa nastavenia úpadkového práva a podľa okolností je to buď veriteľmi, dlžníkom, alebo iným orgánom.

<sup>9</sup> Viac v Hart (2000), strany 7-15

<sup>10</sup> [strategis.ic.gc.ca/epic/internet/incilp-pdci.nsf/vwGeneratedInterE/c100687e.html](http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/incilp-pdci.nsf/vwGeneratedInterE/c100687e.html)

Proces reorganizácie môže zahrňovať množstvo rôznych ustanovení. Počas reorganizácie firmy podľa americkej Kapitoly 11, napríklad často dochádza k predaju podniku ako celku.<sup>12</sup> Podstata reorganizácie spočíva v zachovaní firmy ako legálnej entity a ochrane súčasného vlastníka a v následnom novom vyjednaní dlhových kontraktov, čím je firma čiastočne oddlžená. Nie je ale vopred dané čo presne sa má v rámci reorganizácie odohrať. Zmena kapitálovej štruktúry firmy aj reorganizácie činnosti firmy sú často spojené, niekedy ale dôjde len k jednej z nich. V literatúre sa tiež neustálil jeden názov, ktorý by tieto procesy odlišoval. V tejto práci preto budem výrazy reštrukturalizácia a reorganizácia používať ako synonymá, kým nebude výslovne uvedený opak.

Pre potreby mojej práce budem pod reorganizáciou rozumieť taký proces, ktorý má nasledovné črty: firma v úpadku pokračuje vo fungovaní ako legálna entita; je chránená pred zásahmi veriteľov a to aj zaistených, je udržiavaná v chode a financovaná superprioritným kapitálom; firmu riadi buď dlžník (debtor in possession, DIP) alebo nejakým spôsobom veriteľa (creditor in possession, CIP), obvyklejší je prvý prípad; ten kto firmu riadi vypracuje plán na zmenu kapitálovej štruktúry spoločnosti, ktorý umožní firme pokračovať vo fungovaní, pričom tento plán povedie k nižšiemu ako úplnému uspokojeniu veriteľov a teda obvykle dôjde k narušeniu absolútnej priority nárokov; tento plán obvykle obsahuje aj reorganizáciu aktív firmy; o tomto pláne nejakým spôsobom rozhodujú veriteľa a / alebo súd, reorganizácia teda môže byť niektorým veriteľom vnútená.

---

<sup>11</sup> [www.dartmouth-research.com/glossary\\_banking\\_PR.html](http://www.dartmouth-research.com/glossary_banking_PR.html), vzťahuje sa k americkej Kapitole 11

<sup>12</sup> Baird a Rasmussen (2002)

## 2. Špecifickosť aktív a mechanizmy riadenia<sup>13</sup>

V neoklasickej teórii sú firmy produkčnými funkciami. Z rôznych inputov pomocou technológie a výrobných faktorov produkujú outputy. To čo sa deje vo vnútri firmy neoklasická teória neskúma, firma je teda pre ňu "black box". Takýto prístup neoklasickej ekonómie k firme je umožnený jej predpokladmi ohľadom správania sa ekonomických agentov, a to, že tí sú racionálni a nesprávajú sa oportunisticky.

Ekonómia transakčných nákladov (TCE) narába s obmedzenou racionalitou<sup>14</sup> a hrozbou oportunistiky v ekonomických vzťahoch. Z tohoto predpokladu plynie fakt, že všetky dohody medzi agentmi sú nekompletné, to znamená, že nepokrývajú všetky situácie, ktoré môžu v zmluvnom vzťahu nastať a že existuje hrozba zneužitia vzťahu z niektorej jeho strany. Aby bolo obmedzené riziko a neistota musí byť vzťah medzi agentmi riadení niečím viac než len prísľubom, a to mechanizmom riadenia.

Z behaviorálnych predpokladov TCE plynie aj potreba dôkladnej analýzy transakcií; transakcie sú základnou jednotkou skúmania. S rôznymi transakciami medzi ekonomickými agentmi sú spojené rôzne vysoké transakčné náklady. Podľa TCE vedie snaha znížiť tieto náklady k vzniku rôznych foriem riadenia ekonomických vzťahov. Dva základné (štandardné) riadiace mechanizmy sú trh a hierarchia. V prípade riadenia trhom ekonomický agenti k sebe pristupujú cez prostú interakciu ponuky a dopytu. Tým, že jedna strana uvedie svoj výrobok na trh a druhá ho kúpi za dohodnutú cenu sa ich vzťah (de facto) končí. V prípade hierarchie sú produkty medzi ekonomických agentov pridelované na základe arbitrárnych pravidiel. Tieto pravidlá musí niekto určovať a vynucovať.

Predstavme si vzťah odberateľa a dodávateľa. Odberateľ má najprv na výber veľké množstvo dodávateľov, potom si jedného vyberie. Ak je do ich vzťahu nutné investovať nejaké aktíva viazané konkrétne na nich (a teda sú špecifické, pretože nie sú znova použiteľné v inej konštelácii), vzniká medzi dodávateľom a odberateľom vzájomná závislosť.<sup>15</sup> Ak by totiž chcel odberateľ prejsť na iného dodávateľa musel by tieto náklady

---

<sup>13</sup> Táto kapitola je z väčšej časti zhrnutím z Williamson (1996), kapitola 3 a 7. Rovnaké myšlienky boli ale uvedené už vo Williamson (1985) a Williamson (1988).

<sup>14</sup> Kde obmedzene racionálne správanie sa je definované ako "zamýšľane racionálne, ale v skutočnosti iba limitovane racionálne", pozri Williamson (1996), strana 6.

<sup>15</sup> Tento proces sa nazýva fundamentálna transformácia.

vynaložiť znova. Tým vzniká v tomto vzťahu priestor na oportunistické správanie sa jednej strany.<sup>16</sup> Z toho ale tiež plynie, že druhá strana bude mať motiváciu takéto správanie sa zmluvne ošetriť a obmedziť. Ich kontrakt je ale nutne nekompletný, bude teda vyžadovať nejakú formu hierarchizovaného riadenia, napríklad stanoveného arbitra, alebo monitorovací proces. Z prítomnosti netriviálnych transakčných nákladov, plynúcich zo špecifickosti aktív, oportunistizmu a obmedzenej racionality (a teda nekompletných kontraktov) tak dostávame nutnosť istého stupňa hierarchizovania zmluvných vzťahov.

Podľa Williamsona<sup>17</sup> je to práve špecifickosť aktív, ktorá je najväčšou príčinou výskytu netriviálnych transakčných nákladov v komerčných dohodách, a teda aj neštandardných zmluvných usporiadaní. Ako sa ale táto úvaha vzťahuje k bankrotu?

Tu je nutný ďalší krok, a to ten, že TCE považuje financovanie dlhom a vlastným kapitálom, za viac než len finančný nástroj. Tieto dva spôsoby financovania vedú aj k dvom rôznym spôsobom riadenia firmy.<sup>18</sup> Medzi investorom a firmou vzniká vzťah, ktorý vyžaduje istý mechanizmus riadenia.

Williamson<sup>19</sup> píše (nasleduje Williamsonov model debt a equity):

Nech je financovanie dlhom mechanizmom riadenia, ktorý je definovaný nasledovne: 1) Dohodnutý úrok bude splácaný v pravidelných intervaloch. 2) Firma bude monitorovaná pomocou testov likvidity.<sup>20</sup> 3) Istina bude splatená v čase vypršania dlhu. 4) V prípade defaultu veritelia uplatnia prioritné nároky na aktíva firmy.

Williamson výslovne uvádza, že dlh je "unforgiving", teda neúprosný a v prípade defaultu dôjde k likvidácii firmy a presunu aktív k veriteľom. Potom je ale logické, že hodnota nároku na aktíva firmy klesá s rastúcim stupňom ich špecifickosti, čo ovplyvní správanie sa firmy. Tá začne buď používať generickejšie aktíva alebo sa bude financovať pomocou equity.

Obdobne, vlastný kapitál je definovaný ako mechanizmus riadenia spĺňajúci nasledovné: 1) Akcionári (vlastníci, predstavitelia equity), majú čo sa týka ich nárokov voči firme status zostatkového nárokovateľa (residual claimant status) a teda ich pohľadávky

---

<sup>16</sup> Ak by boli transakčné náklady nulové, takýto priestor by nevznikol. Viac v Williamson (1996) strany 60-61

<sup>17</sup> Williamson (1996), supra note strana 13 a strana 45

<sup>18</sup> Williamson (1996), strana 51

<sup>19</sup> Williamson (1996), strana 184

<sup>20</sup> Williamson výslovne uvádza test likvidity, ale môže sa jednať aj o iné druhy testov.

budú uplatnené ako posledné.<sup>21</sup> 2) Je dohodnutý po celú dobu existencie firmy. 3) Je vytvorená dozorná rada, ktorá a) je volená akcionármi, b) má právo vymeniť manažment, c) rozhoduje o odmene (plate) manažmentu, d) má prístup k vnútorným informáciám o výkonnosti firmy, e) môže rozhodnúť o vykonaní auditu, f) je oboznámená s dôležitými rozhodnutiami pred tým než sa vykonajú, g) inak monitoruje a kontroluje rozhodnutia manažmentu a chod firmy.

V tejto súvislosti je dozorná rada prostriedkom equity ako kontrolovať chod spoločnosti. Vytvára tak pohnútku riešiť problémy firmy tak aby bola going concern hodnota zachovaná a teda aby bola zachovaná hodnota špecifických aktív. Je teda menej "neúprosnou" formou riadenia. Možnosť investorov zasahovať do chodu firmy zvyšuje očakávanú hodnotu ich investície práve preto, že poskytuje možnosť riešenie rôznych hrozieb, ktoré by hodnotu investície znižovali. Týmto umožňuje znížiť cenu kapitálu pre projekty, ktoré zahŕňajú špecifické aktíva. "Použitie dlhu (a teda pevných pravidiel) je vhodné na financovanie znovupoužiteľných aktív, použitie equity (a teda diskrecie) je vhodné na financovanie aktív, ktoré nie sú znovupoužiteľné."<sup>22</sup>

Wilson a Zhang<sup>23</sup>, citujúc existujúcu literatúru, uvádzajú, že čím má firma viac rozptýlené vlastníctvo a/alebo vlastníctvo oddelené od riadenia tým viac čelí konfliktu záujmov a tým viac by mala využívať financovanie dlhom. Ten vlastníkom poskytne ďalší prostriedok monitoringu manažmentu. S rastúcou špecifickosťou aktív by sa mala firma viac financovať pomocou vlastného kapitálu (equity). Tím obmedzí svoje riziko bankrotu a teda aj riziko straty hodnoty špecifických aktív v prípade likvidácie.<sup>24</sup>

Aké dodatočné náklady predstavuje bankrot pre firmu so špecifickými aktívami? Hodnotu stratia napríklad prístroje zostavené špeciálne tak aby produkovali tovar potrebný len pre danú firmu, napríklad ako medziprodukt. Tie sa v prípade bankrotu buď nebudú dať použiť vôbec, alebo len pri vynaložení značných nákladov. Hodnotu ale stratí aj tá časť ľudského kapitálu, ktorá je viazaná ku konkrétnym reáliám insolventnej firmy, pretože už nebude využiteľná nikde inde. To isté ale platí pre generické aktíva zostavené tak, že ich

---

<sup>21</sup> Ako uvádza Ross a Westerfield (1988), strana 3: "Vlastný kapitál reprezentuje rozdiel medzi hodnotou aktív a dlhu firmy. V tomto zmysle predstavuje zostatkový nárok na aktíva firmy."

<sup>22</sup> Williamson (1988), strana 567

<sup>23</sup> Wilson and Zhang (2000), strany 4-8

<sup>24</sup> V ich článku sú potom na tieto dve tézy testované na vzorke 600 britských firiem. Dáta podporujú druhú tézu, prvá je zamietnutá.



ako celok vykazujú istú mieru špecifickosti. V prípade likvidácie firmy a predaji jej aktív po častiach by ich potenciálny nový používateľ musel tieto aktíva znovu zostaviť a tým vynaložiť dodatočné náklady.

Je teda vidno, že transakčné náklady spojené s presunom špecifických aktív k alternatívnemu využitiu pramena z dvoch základných dôvodov. Prvým je to, že niektoré aktíva nemajú žiadne alternatívne využitie, iba to ktoré plnia v konkrétnej firme (sektore) a pri presune mimo túto firmu (sektor) by ich hodnota veľmi výrazne klesla, pretože by bolo nutné tieto aktíva výrazne upraviť. Druhým zdrojom transakčných nákladov je fakt, že medzi aktívami v rámci jednej firmy existujú vzťahy, ktoré boli vybudované za vynaloženia istých nákladov. Tieto vzťahy môžu byť firemne alebo sektorovo špecifické.

Je teda vidieť, že na základe teoretického rámca TCE má špecifickosť aktív zásadný vplyv na kapitálovú štruktúru firmy a teda aj na spôsob jej riadenia. Tu ale treba uviesť, že Williamson a mnohí ďalší ekonómovia vo svojich úvahách nezvažovali možnosť záchrany podniku, ktorý zbankrotuje, ale naopak vždy predpokladali, že dôjde k jeho likvidácii a predaju jeho aktív po častiach. Ak by existovala možnosť predať bankrotujúci podnik ako celok, respektíve ho zreorganizovať tak aby úspešne pokračoval vo fungovaní, oslabilo by to motiváciu firiem so špecifickými aktívami financovať sa vlastným kapitálom. O tom budú pojednávať nasledujúce kapitoly.

### 3. Ciele a postupy úpadkového práva

#### 3. 1. Potreba bankrotového práva

Základným bodom úvahy o bankrotovom práve je existencia podnikateľa,<sup>25</sup> ktorý na financovanie svojich plánov potrebuje externé zdroje. Tie získa od investora, ktorým môže byť banka alebo poskytovateľ rizikového kapitálu (venture capitalist). Medzi podnikateľom a investorom potom vzniká zmluvný vzťah. Podnikateľ získa financie, investor prisľub budúcich cash flows. Zárukou úveru sú aktíva firmy, respektíve firma ako taká.

V prípade, že podnikateľ svoj záväzok nenaplní a jeho firma má mnoho veriteľov, hrozí že veritelia si budú chcieť zobrať z insolventnej firmy speňažiteľné aktíva čo najrýchlejšie a vyhnúť sa riziku, že neskôr nebude ich pohľadávka uspokojená (takzvaný "run na aktíva"). Zmluvy, ktoré upravujú vzťah dlžníka s veriteľom sú neúplné a pri ich veľkom množstve hrozí neschopnosť strán dohodnúť sa, čo vyplýva z prohibítivných transakčných nákladov. Je teda pravdepodobné, že insolvenca by viedla k likvidácii aktív takým spôsobom, ktorý by ich hodnotu výrazne znížil. Formálna, právom diktovaná procedúra má teda zabezpečiť organizovaný a pokojný priebeh úpadku a znížiť transakčné náklady a neistotu účastníkov na prijateľnú úroveň.<sup>26</sup>

Z tejto úvahy vyplýva pôvodný cieľ insolvenčného zákonodarstva, teda zabezpečenie práv veriteľa a vynútiteľnosti jeho pohľadávok, čo predstavuje jeden prvok ochrany vlastníckych práv. V smerovaní bankrotového práva sa teda dá vypozerovať motív ochrany aktív dlžníka tak, aby boli súkromné záujmy veriteľov čo najviac uspokojené, teda aby z firmy v úpadku vyťažili čo najväčšiu hodnotu.

V trhovej ekonomike všeobecne platí, že investori smerujú finančné toky k najperspektívnejším projektom, čím zvyšujú dostupné bohatstvo spoločnosti. V prípade neúspechu nejakého projektu, by teda mali byť finančné prostriedky v ňom uzavreté čo najrýchlejšie a najefektívnejšie presmerované k iným projektom. Širší, všeobecný cieľ bankrotového práva je teda realokácia zdrojov k ich efektívnejšiemu využitiu.

---

<sup>25</sup> Podnikateľom sa obvykle bude myslieť vlastník a manažér, ktorý predstavuje ako equity tak aj manažment.

<sup>26</sup> Viac v Hart (2000), strany 2-5

### 3. 2. Ex ante a ex post efektivita

Neexistuje jednoznačný návod ako vytvoriť efektívnu úpravu insolvenčného práva. Existuje ale zhoda na tom aké základné princípy by malo toto právo spĺňať.<sup>27</sup>

Zákony v oblasti úpadku majú byť koncipované v tom zmysle, aby ex post, teda po tom, čo už sa firma nachádza v insolvenčii, priniesli čo najlepšie výsledky. To znamená predovšetkým čo najmenšiu stratu hodnoty aktív firmy v bankrote. To by mnohokrát znamenalo zachovať firmu ako going concern a rozhodovať o jej osude bez ohľadu na senioritu pohľadávok. Takto by mohol byť zvolený taký scenár (predaj po častiach, predaj ako celok, reorganizácia), ktorý by viedol k najvyššiemu výnosu z bankrotu a zachovaniu najvyššej možnej ekonomickej hodnoty podniku.

V úpadku je ale dôležitá aj ex ante efektivita, teda efektivita v čase keď podnikateľ či investor iba zvažuje dopad bankrotového práva na svoju situáciu a budúce kroky. Tá je zásadne ovplyvnená rozdelením výnosov úpadku a procesom ktorým k tomuto rozdeleniu dôjde. Logickým postupom pri bankrote by bolo rešpektovať senioritu nárokov a teda najprv vyplatiť zaistených veriteľov, potom ostatných veriteľov a až potom vlastníkov firmy a manažmentu. Takýto prístup by motivoval dlžníka k disciplinovanosti voči veriteľom a viedol by k rozumnej návratnosti investície pre veriteľov aj v prípade bankrotu. To by obratom znížilo cenu kapitálu a rozšírilo množinu realizovaných projektov.

Je očividné, že ex ante a ex post efektivita sú do istej miery navzájom exkluzívne. Dizajn optimálneho bankrotového práva preto nie je jednoduchý a jednoznačný.<sup>28</sup> Ako uvádza Jan Klimeš: "Cieľov, ktoré by mala ideálna úprava spĺňať je mnoho a niektoré z nich si medzi sebou čiastočne odporujú."<sup>29</sup>

Pre manažment je fungovania firmy samo o sebe prínosné, a to už len tým, že zachováva ich zamestnanie. Z chodu firmy manažment čerpá aj ďalšie benefity. Ak by teda vedenie podniku z úpadku nič nezískalo viedlo by ho to k strategickému odsúvaniu vyhlásenia bankrotu, respektíve k odsúvaniu zverejnenia informácií na základe, ktorých by bankrot mohli vyhlásiť veritelia.<sup>30</sup> Preto môže byť rozumné do istej miery obmedziť

---

<sup>27</sup> Pre hlbšie preskúmanie týchto konceptov pozri napríklad Klimeš (2004), strany 31-35 a Knot a Vychodil (2005).

<sup>28</sup> Pozri Hart (2000) a Berkovitch a Israel (1999), strana 348

<sup>29</sup> Klimeš (2004), strana 31

<sup>30</sup> Pozri Diblík (2004), strana 59, supra note 59

absolútnu prioritu nárokov a teda poradie vyplácania účastníkov v bankrote a tým ex ante efektívnosť bankrotového práva a v bankrote vyplatiť aj manažment, respektíve vlastníkov firmy. To by viedlo k motivácii manažmentu vyhlásiť bankrot skôr, keď je ešte čo speňažovať a teda k ex post vyššiemu výťažku úpadku. Zároveň by to ale viedlo k nižšiemu výnosu bankrotu pre veriteľov, čo by znížilo ich ochotu poskytovať financie. Otázkou v tomto prípade je ako nastaviť právo tak aby pozitívne ex post efekt prevážil negatívny efekt na motiváciu veriteľov. To je jeden príklad dilemy, ktorej nutne čelí každá formálna úprava bankrotového procesu.

Dilema úpadkového práva sa dá popísať aj tak, že z hľadiska sociálnej optimality znamená slabá ochrana práv veriteľov nižšiu výnosnosť bankrotu a teda ex ante vyššiu cenu kapitálu a nerealizovanie niektorých investícií, ktoré by inak mali kladnú čistú súčasnú hodnotu (Net Present Value, NPV). Naopak silný dôraz na práva veriteľov vedie k likvidácii životaschopných firiem a teda k strate ekonomickej hodnoty.<sup>31</sup>

### **3. 3. Likvidácia, reorganizácia a predaj podniku ako celku**

Ako bolo uvedené v definícii, default môže viesť k niekoľkým scenárom.

- Súdnom alebo veriteľmi bude ustanovený správca (trustee, receiver), ktorý povedie insolventnú firmu. A) Jej aktíva predá po častiach a teda firmu efektívne zlikviduje. B) Firmu, alebo jej podstatnú časť predá ako going concern.
- Vo vedení firmy je ponechaný súčasný manažment, ktorý je chránený proti veriteľom. Ten predstaví plán na reorganizáciu, ktorý musí byť schválený súdom a/alebo veriteľmi. Ak plán nie je schválený, môže sa firma vrátiť k predchádzajúcemu scenáru. Ak schválený je, je vyjednaná nová kapitálová štruktúra firmy a tá je čiastočne oddlžená (discharged).

Rôzne formy procedúry úpadku rozhodujú o rozdelení výnosov úpadku a generujú teda rozličné pohnutky pre účastníkov konania. Zásadným spôsobom tak určuje ex post efektívnosť bankrotového práva a ex ante motiváciu ekonomických agentov.

---

<sup>31</sup> Ďalší častý argument proti úprave ktorá vedie k množstvu likvidácií je to, že obmedzujú vôľu podnikateľov riskovať. Pozri napríklad Couwenberg (2002), strana 1.

K riešeniu úpadku môže okrem likvidácie a predaja aktív po častiach dôjsť dvomi spôsobmi. Firma môže vstúpiť do právom upraveného procesu reorganizácie. Dlžník je obvykle nútený zreorganizovať aktíva a spolu s veriteľmi kapitálovú štruktúru firmy, čo vedie k istej forme uspokojenia veriteľov. Firma tiež môže byť predaná, a to buď ako celok, alebo po častiach. Zo získaných peňazí dôjde k uspokojeniu veriteľov a nový majiteľ získa podnik bez záväzkov. Tento nákup ako aj neskoršiu prevádzku firmy financuje ako chce, čo zodpovedá zmene kapitálovej štruktúry v reorganizácii. Podnik takisto riadi ako potrebuje, čo zodpovedá zmene štruktúry aktív počas procedúry reorganizácie.

Oba procesy sú teda z tohto hľadiska ekvivalentné. Čo ich odlišuje sú rôzne problémy s nimi spojené a teda aj rôzne postupy vyžadované od aktérov bankrotu pri jednotlivých procedúrach.<sup>32</sup> Pri reorganizácii je napríklad narušená absolútna priorita nárokov, pretože dlžník bude ťažiť z fungovania firmy isté benefity a to na úkor prioritných veriteľov, ktorých práva sú počas reorganizácie obmedzené. Pri predaji firmy ako celku k narušeniu priority nárokov nedochádza, pretože rozhodnutia o predaji aktív a použití výnosu sú oddelené. Dochádza ale k problémom s transakčnými nákladmi predaja a s likviditou trhu. Pri predaji podniku ako celku je tiež problémom ako financovať jeho chod. Firma v úpadku nie je obvykle schopná sa uživiť a ak by bol použitý nový superprioritný dlh, došlo by k faktickému narušeniu absolútnej priority nárokov a teda aj k popretiu jednej z hlavných výhod predaja ako celku. Preto je zásadným problémom pri takom predaji jeho rýchlosť.<sup>33</sup>

Najdiskutovanejším inštitútom úpadkového práva je práve reorganizácia,<sup>34</sup> zatiaľ čo akademický výskum v oblasti predaja podniku ako celku takmer neexistuje.<sup>35</sup> Preto mnoho autorov podporuje reorganizáciu bez toho aby zvažovali predaj podniku ako reálnu alternatívu. Je uvádzaných niekoľko dôvodov na podporu jej zavedenia. Jedným z nich je to, že reorganizácia je spojená s vyhlásením ochrany pred veriteľmi a pokračovaním starého manažmentu, čo znižuje pohnútky vedenia firmy strategicky odsúvať bankrot. Ďalšie dôvody závisia od normatívnych rozhodnutí jednotlivých krajín. Zatiaľ čo v USA je explicitným cieľom Kapitoly 11 umožniť dlžníkovi pokračovať v podnikaní, v Nemecku

---

<sup>32</sup> Pozri Couwenberg (2002), strana 2 a ďalšie kapitoly tejto práce.

<sup>33</sup> Pozri Stromberg (2000).

<sup>34</sup> A aj sa jej venuje takmer všetok západný akademický výskum.

<sup>35</sup> Couwenberg (2002), strana 1

služi ten istý proces na zachovanie going concern hodnoty v záujme maximalizácie hodnoty firmy pre veriteľov.<sup>36</sup> Adekvátne tomu v USA zostáva v prípade bankrotu vedenie firmy zachované, v Nemecku získajú kontrolu nad podnikom veritelia. Aj rovnako vymedzený proces reštrukturalizácie a reorganizácie môže prebiehať veľmi odlišne, kvôli rôznym cieľom, ktoré reorganizačné procesy majú.

Dôvody pre taký dizajn práva, ktorý by preferoval zachovanie fungovania firmy aj v prípade insolventnosti, sú väčšinou spojené s pozitívnymi externalitami, ktoré existencia firmy vytvára. Franks a Sussman (1999)<sup>37</sup> spomína spoločenskú hodnotu amerických železníc: "Rozhodnutie vedúce k likvidácii [podniku], je chybné, pretože nedokáže internalizovať going concern value." Franks a Sussman ale tento problém výslovne spájajú so situáciou, keď neexistuje efektívny trh pre likvidované projekty (to znamená, že firma sa nedá predat' ako going concern).<sup>38</sup> Berglof a Rosenthal (2000) uvádzajú, že právo zamerané na podporu reorganizácie a proti likvidácii, bráni šíreniu negatívnych šokov v ekonomike a má proticyklický charakter.<sup>39</sup> Ďalším argumentom pre reorganizáciu je prítomnosť špecifických aktív vo firme v úpadku. O tom bude pojednané v kapitole 5.

Rovnako ale existuje množstvo závažných argumentov proti reorganizácii. Reorganizácia spomaľuje bankrot tým, že rozdielne záujmy manažmentu, prioritných a bežných veriteľov vedú k dlhým a nákladným vyjednávaniam a odsúvajú tak riešenie finančnej krízy. V niektorých prípadoch reorganizácia odsúva likvidáciu neživotaschopných projektov, čím zostanú aktíva v nich neefektívne využité. Ochrana pred veriteľmi môže okrem going concern surplusu zachovať aj nekvalitný manažment, alebo manažment, ktorého cieľom je podviesť a okradnúť veriteľov. Aj čestné vedenie firmy môže vstúpiť do reorganizácie zo strategických dôvodov, a to aby sa zbavilo časti dlhov a podnikalo pri nižších nákladoch ako konkurencia.

So všetkými uvedenými problémami sa môže vysporiadať kvalitný bankrotový sudca, ktorý dokáže rozhodnúť v akých prípadoch je reorganizácia opodstatnená. S rastúcou kvalitou právnych systémov a sudcov sa teda dá predpokladať, že spomenuté argumenty proti reorganizácii môžu zoslabnúť. Jej úspech ale každopádne závisí na

---

<sup>36</sup> Bayer (2003), strana 3. Nemecká reorganizácia poskytuje veľmi málo benefitov pre manažment firmy, kvôli čomu nerieši otázku negatívnej pohnútky odsúvať bankrot.

<sup>37</sup> Franks a Sussman (1999), strana 14

<sup>38</sup> Viac o tejto téme v časti Špecifické aktíva počas úpadku.

arbitrárnom rozhodovaní súdu, čo je samo o sebe argument proti nej.<sup>40</sup> Argumenty proti reorganizácii súvisiace so špecifickosťou aktív uvádza Baird a Rasmussen (2002), čo bude rozvedené v kapitole 5.

### **3. 4. Rôzne úpravy úpadkového práva**

Základnými cieľmi práva upravujúceho bankrot je teda zlikvidovať neefektívne firmy a realokovať ich aktíva k alternatívnemu použitiu a zachrániť životaschopné firmy, ktoré sú len dočasne insolventné. Predpokladom pre takýto postup je skoré vyhlásenie bankrotu, ktoré vyžaduje kvalitný monitoring a pozitívnu motiváciu pre dlžníka a také rozdelenie výnosov bankrotu, ktoré minimalizuje cenu kapitálu. Ako problematické sa ale ukazuje už rozhodovanie o tom, či je podnik životaschopný alebo nie, respektíve, či sa v ňom nachádza funkčný celok, ktorý má ekonomickú hodnotu. Už tu musí zákonodarca nastaviť úpadkové právo do istej miery predpojato. Inak povedané neexistuje úprava, ktorá by za každých okolností splňovala všetky spomenuté ciele, každé konkrétne riešenie bude buď likvidovať niektoré životaschopné firmy, alebo zachovávať niektoré neživotaschopné.

### **3. 5. Optimálne úpadkové právo v rôznych krajinách**

Všeobecne uznávaným faktom o úpadkovom práve je aj predstava, že neexistuje jedno riešenie univerzálne aplikovateľné pre všetky krajiny<sup>41</sup>. Mnohokrát sa úprava insolventie výrazne líši aj v inak blízkych krajinách ako Veľká Británia a USA.<sup>42</sup> Je teda zmysluplné skúmať konkrétnu realitu tej ktorej krajiny a na jej základe zhodnotiť aké ustanovenia by sa v jej zákonoch mali alebo nemali vyskytovať. Aj keď existujú všeobecne platné princípy rozumnej úpravy bankrotu, voľba smeru akým má byť zamerané úpadkové právo do značnej miery závisí od normatívneho rozhodnutia zákonodarcu.

Berkovitch a Israel (1999) sa pokúsili o komplexnú analýzu problému úprav bankrotu v rôznych krajinách, keď navrhli korešpondujúce bankrotové procedúry pre

---

<sup>39</sup> Berglof a Rosenthal (2000), strana 8. Pozri aj Domowitz a Tamer (1997).

<sup>40</sup> Pozri Knot a Vychodil (2005), strany 8-10

<sup>41</sup> Pozri Hart (2000), strana 1

<sup>42</sup> Claessens et al. (2001), strana 4

krajiny s bankami ovládaným finančným systémom, s trhovým finančným systémom a s nerozvinutým finančným systémom.

Acharya, Sundaram a John (2004) delia bankrotové právo na dva základné druhy: systém priateľský voči dlhu a teda veriteľom (debt friendly system, DFS) a systém priateľský k vlastníkom (equity friendly system, EFS).<sup>43</sup> Toto rozdelenie tak predstavuje dve základné odpovede na dilemu úpadkového práva. Aj keď toto rozdelenie právnych prístupov je zjednodušujúce,<sup>44</sup> pre potreby tejto práce postačuje. Pod DFS je kontrola insolventnej firmy pridelená veriteľom. Tí majú iba limitovaný prospech z pokračujúceho fungovania podniku a preto je v tomto systéme príliš veľa likvidácií. Pod EFS je to naopak, manažment a akcionári z prípadnej likvidácie získajú len málo, je pre nich teda skoro vždy výhodné pokračovať vo fungovaní firmy. Preto je v tomto systéme príliš málo likvidácií.

Súčasnú bankrotovú procedúru sú ekonómami z mnohých pohľadov kritizované. Hlavným dôvodom kritiky je vysoká miera arbitrárnosti v procese úpadku, keď o výsledku často rozhoduje sudca, či manažment. V reakcii na tento stav vzniklo niekoľko trhovo orientovaných alternatív, ktoré predovšetkým zahŕňajú rôzne druhy aukcií. V tejto súvislosti pozri Kordana a Posner (1998: strana 3), Baird (1986), Bebchuk (1988), Berkovitch, Israel a Zender (1997), Hart (2000) a Francois a Morellec (2004).

---

<sup>43</sup> Acharya, Sundaram a John (2004), strany 2-4

<sup>44</sup> Bankrotové systémy sa dejú deliť ešte minimálne podľa toho či sú náchylné firmu v insolvencii zlikvidovať, alebo nechať pokračovať, čo nie je vždy determinované iba tým či je systém EFS alebo DFS.



## 4. Bankrot v českých podmínkách

Ambíciou tejto práce nie je komplexne popísať českú realitu v oblasti bankrotu. To už s úspechom urobilo niekoľko autorov.<sup>45</sup> V tejto kapitole budú uvedené pre túto tému relevantné poznatky o českej situácii.

Ako už bolo spomenuté východiskovým bodom úvah o bankrote je potreba externého financovania firmy a vznik vzťahu dlžník – veriteľ, respektíve podnikateľ – investor. V českých podmienkach sú významnou skupinou zaistený veritelia. Ak nie sú ich pohľadávky plnené, môžu na majetok dlžníka vyhlásiť exekúciu a speňažiť zástavu. K tomu môže dôjsť ešte pred samotnou insolvenciou, počas nej má zaistený veriteľ možnosť si vybrať, čo sa zúčastní kolektívnej procedúry, alebo uspokojí svoje pohľadávky oddelene. Ak veriteľ nie je zaistený zostáva mu možnosť vyhlásiť na dlžníka konkurz.

Úpadok dlžníka je podľa českého práva indikovaný dvoma spôsobmi: 1) platobnou neschopnosťou, 2) predĺžením, oboje za podmienky, že má dlžník viac než jedného veriteľa. Platobná neschopnosť znamená, že dlžník sa nachádza v objektívnej neschopnosti plniť svoje peňažné záväzky a nachádza sa v nej "dlhšiu dobu". V prípade platobnej neschopnosti väčšinou návrh na konkurz podajú veritelia. Predĺženie je situácia keď má dlžník viac záväzkov ako obchodného majetku, pričom do majetku sa zahŕňajú aj očakávané výnosy z pokračovania podnikateľskej činnosti. V prípade predĺženia je dlžník povinný na seba podať návrh na konkurz.

Dlžníkov majetok sa stane predmetom konkurzu a tvorí konkurznú podstatu. Tá musí byť dostatočne vysoká na pokrytie nákladov konkurzného procesu, inak je konkurz zrušený kvôli nedostatku majetku. Zákon predpisuje rovnaký postup pri úpadku všetkých subjektov, to znamená aj finančných spoločností, ktoré sa podrobia rovnakému procesu ako ostatné právnické osoby.

Ďalšie konanie môže viesť k trom výsledkom:

- Konkurz
- Vyrovnanie

---

<sup>45</sup> Čerpám predovšetkým z Diblíka (2004) a Klimeša (2004) a ÚZ Zákona o konkurze a vyrovnaní.

- Nútené vyrovnanie

O vstupe do jednej z týchto procedúr sa rozhoduje vopred, pričom platí, že dlžník môže podať návrh na konkurz aj na vyrovnanie, zatiaľ čo veritelia môžu podať návrh iba na konkurz.

#### **4. 1. Konkurzné konanie**

Po návrhu na konkurz na dlžníka je tento návrh preskúmaný súdom. Počas tohoto skúmania (do 15 dní od podania návrhu) môže dlžník požiadať súd o ochranu pred veriteľmi (stay), ktorá podľa českého práva trvá 3 až 6 mesiacov. Výsledkom ochrannej lehoty, môže byť to, že navrhovateľ stiahne svoj návrh, prípadne je povolené vyrovnanie, alebo bude konkurz pokračovať. Vyhlásenie ochrannej lehoty spôsobí to, že správca nie je ustanovený, ostatné účinky konkurzu ale nie sú odložené (veritelia nadobúdajú práva ako pri konkurze).

Ak je súdom vyhlásený na dlžníka konkurz, je zároveň ustanovený správca konkurznej podstaty. Veritelia potom majú 1 až 3 mesiace na to, aby zaregistrovali svoje pohľadávky voči úpadcovi. Úpadca je povinný zostaviť zoznam svojich aktív a pasív a odovzdať ich správcovi podstaty.

Účelom konkurzu je zaistiť a speňažiť všetok majetok dlžníka. Aby bol tento účinok naplnený, dochádza vyhlásením konkurzu k niekoľkým právnym účinkom. Všetky konania voči majetku úpadcu sú zastavené a nie je možné naňho vyhlásiť exekúciu. Neplatné sú tiež niektoré kroky úpadcu za posledných 6 mesiacov.<sup>46</sup>

Následne dôjde k rozhodovaniu o oprávnenosti pohľadávok. V tejto súvislosti sa vedú takzvané incidenčné spory.

Veritelia hrajú v konkurznom konaní svoju úlohu. Na schôdzi veriteľov si buď zvolia svojho zástupcu, alebo ustanovia veriteľský výbor (ten musí byť ustanovený ak je veriteľov viac ako 50). Výbor, respektíve zástupca predovšetkým dohliada na správcu podstaty.

Veritelia sú na začiatku konkurzu rozdelený do skupín, a to na:

---

<sup>46</sup> Pozri Diblík (2004), strany 20-21 a Klimeš (2004), strany 28-29.

- veriteľov prvej triedy,
- veriteľov druhej triedy,
- veriteľov, ktorí majú svoje pohľadávky vecne zaistené (podľa zástavného, alebo zadržiacieho práva)
- veriteľov s nárokom za podstatou a s pracovnými nárokmi

Veritelia prvej triedy majú voči úpadcovi nárok plynúci z ich zamestnaneckého vzťahu pred vyhlásením konkurzu. Do druhej triedy sú potom zaradení ostatní veritelia. Veritelia s nárokmi za podstatou a s pracovnými nárokmi sú tí ktorých pohľadávka vznikla po vyhlásení konkurzu.<sup>47</sup>

Zaistení veritelia majú možnosť svoje zaistenie ku konkrétnej veci prihlásiť. Ak to urobia je ich pohľadávka oddelene uspokojená do výšky 70 percent výnosu z predaja veci a zbytok nároku je zaradený do príslušnej triedy v konkurze. Ak svoje zaistenie neprihlásia sú zaradení medzi ostatných veriteľov.

V konkurze sú najprv uspokojené nároky za podstatou a pracovné nároky, následne zaistení veritelia a potom prvá a druhá trieda veriteľov. Medzi prvú a druhú triedu je výnos rozdeľovaný pomerom 30 ku 70, kým nie sú nároky jednej z tried plne uspokojené.

V rámci konkurzu už existuje len jeden spôsob uspokojenia veriteľov, a to speňaženie majetku dlžníka. K tomuto speňaženiu môže dôjsť nasledovne: 1) verejnou dražbou, podľa zákona o verejných dražbách, 2) súdnou dražbou, teda súdnym výkonom rozhodnutia, 3) mimo dražbu, takzvaným predajom z voľnej ruky. V praxi prevažuje tretí spôsob, druhý sa nepoužíva takmer vôbec.<sup>48</sup>

Výsledkom konkurzu je faktická a právna likvidácia podniku. Ak by po konkurznom konaní zostal dlžníkovi nejaký majetok, môžu od neho veritelia vymáhať plnenie svojich pohľadávok až do ich úplného vyčerpania.

## **4. 2. Nútené vyrovnanie**

Možnosť vyvolať nútené vyrovnanie je súčasťou konkurzného konania. Dlžník môže počas konkurzu, predtým než sú veritelia rozdelení do tried, navrhnúť nútené

<sup>47</sup> Pre podrobnejší popis pozri Klimeš (2004), strana 44, Post petiční financování.

<sup>48</sup> Diblík (2004), strana 23

vyrovnanie. Odloží sa tým speňažovanie majetku dlžníka. Dlžník predloží plán vyrovnania a financovania podniku. Súd následne túto žiadosť posúdi a hlasujú o nej veritelia, ktorých sa takéto konanie dotkne. Schváliť ho musia tri štvrtiny prihlásených veriteľov, existujú ale dôvody pre ktoré môže súd túto formu úpadku zamietnuť aj napriek súhlasu veriteľov.

#### **4. 3. Vyrovnacie konanie**

Vyrovnanie navrhuje dlžník pred tým než dôjde k vyhláseniu bankrotu. Ten predkladá návrh súdu a veriteľom a v tomto návrhu špecifikuje ako plánuje uspokojiť ich nároky. Dlžník je povinný doložiť, že zaplatí v plnej miere prednostné pohľadávky, alebo ich zaplataenie zaistí. Vyrovnacie konanie nesmie dotknúť nárokov zaistených veriteľov, tí budú uspokojovaní oddelene. Ostatným veriteľom musí dlžník zaistiť aspoň 30 percentný výnos z nárokov do dvoch rokov od začatia vyrovnacieho konania.

Veritelia schvaľujú plán 50 percentnou väčšinou, ktorá musí zároveň reprezentovať 75 percent pohľadávok voči úpadcovi. Ak je plán vyrovnania schválený a dodržaný, dochádza k oddlženiu úpadcu, teda k odpusteniu dlhov, ktoré neboli uspokojené vo vyrovnacom konaní.

#### **4. 4. Česká bankrotová prax**

Priebehy bankrotov sú v ČR poznačené niekoľkými okolnosťami. Všeobecne je bankrotová procedúra v ČR vnímaná ako nejasne definovaná, nevytvárajúca pozitívnu motiváciu pre veriteľov a dlžníkov, príliš dlhá a nákladná a závislá na arbitrárnych rozhodnutiach sudcov a správcoch konkurznej podstaty.<sup>49</sup> Zákon o konkurze a vyrovnaní je napísaný spôsobom, ktorý umožňuje mnoho protichodných výkladov, čím stúpa rozsah diskrecie sudcu v jednotlivých prípadoch úpadku. To, spolu s celkovo nízkou vymáhateľnosťou práva, vedie k negatívnemu pohľadu na bankrot v ČR a nízkej účinnosti ustanovení zákona. Jeden z opýtaných právnikov vystihol všeobecný názor na zákon o konkurze a vyrovnaní slovami: "Súčasná právna úprava bankrotu nedostatočne chráni veriteľov tam kde je potrebná likvidácia a neumožňuje reorganizáciu tam kde je na ňu vôľa zúčastnených strán."

---

<sup>49</sup> Pozri napríklad World Bank (2004), strana 6.

Definičným znakom českých konkurzov je pomalá práca súdov a množstvo neuzavretých prípadov. Podľa odhadov právnikov s ktorými som sa rozprával trvá typický konkurz 3 až 7 rokov. Táto situácia sa ale postupne zlepšuje s celkovým skvalitňovaním právneho prostredia v ČR. Právnici mi tiež potvrdili, že veľmi významný je v tejto súvislosti faktor učenia sa. Účastníci konkurzov (veritelia, dlžník, sudcovia a správcovia) si čoraz viac uvedomujú, že výnos úpadku závisí od ich spolupráce a dobrej vôle. To je dobre vidieť aj na prípade Union Banky, ktorý je uvedený v kapitole 6.

V českej praxi je vyrovnanie veľmi vzácné, podobne ako nútené vyrovnanie a väčšinou sa jedná len o niekoľko prípadov za rok. Za obvyklé príčiny tohoto stavu sú označované nereálne nároky na dlžníka vo vyrovnaní, nejasná definícia úpadku a jeho procedúr, nemožnosť veriteľov kontrolovať úpadcu vo vyrovnaní a neuspokojivé zabezpečenie post petičného financovania. Snaha o dohodu medzi veriteľom a dlžníkom je podľa World Bank (2004) často zmarená tým, že "dlžník môže predlžovať vyjednávanie viediac, že veritelia nemajú motiváciu vstúpiť do formálneho úpadku, pretože v ňom málokedy niečo získajú."<sup>50</sup> Ako ukazujú štatistiky, minimálne je využívaná ochranná lehota pred veriteľmi. Konkurz a následná likvidácia právnickej osoby je tak najobvyklejší scenár pri riešení úpadku v ČR.

V ČR prevažuje dlhové financovanie podnikov, a to predovšetkým pomocou bankových úverov a leasingových zmlúv, ktoré sú obvykle zaistené. Zaistenie je používané predovšetkým kvôli zníženiu rizika investície, čo umožňuje financovať projekty, ktoré by inak boli v českých podmienkach nefinancovateľné. Pôsobenie zaistených veriteľov je ale v spojení s priebehom českého bankrotu často vyslovene deštruktívne. Právnici, ako aj oslovený bankári, mi potvrdili, že kvôli problémom spojeným s úpadkom je pre zaistených veriteľov výhodné tlačiť dlžníka k tomu aby čo najviac odsúval bankrot. Tým sa môžu efektívne uspokojiť bez toho aby museli absolvovať komplikovaný proces úpadku.

Svoj podiel na tomto stave má aj nekvalitné zástavné právo, Richter (2003: strana 32) píše, že "môže nastať množstvo situácií, v ktorých dôsledku bude výnos realizácie zástavného práva k podniku [ako celku] nižší, než by bol výnos realizácie zástavných práv ... zriadeným k jednotlivostiam patriacim dlžníkovi." To ale znamená, že firmy, ktoré sa do bankrotu dostanú sú často prázdne škrupinky, z ktorých sa dajú vytážiť už len symbolické

---

<sup>50</sup> World Bank (2004), strana 6

sumy a kde sa vôbec nedá uvažovať nad reorganizáciou alebo predajom podniku. Klimeš (2004) na základe údajov ktoré mal k dispozícii píše, že k predaju podniku ako celku, alebo jeho časti došlo v 14 percentách prípadov pri veľkých podnikoch a v 7 percentách prípadov pri stredných podnikoch,<sup>51</sup> čo podporuje tvrdenie o nefunkčnej úprave v tejto oblasti. Predaj podniku ako celku vyžaduje ešte jednu vec, a to rýchlosť, pretože podnik v úpadku sa logicky dostáva do stále väčších problémov. Rýchlosť je ale kategória v ktorej český bankrot nevyniká. Dá sa predpokladať, že ak by bola česká úprava efektívnejšia, boli by zaistení veritelia ochotnejší uspokojovať svoje pohľadávky v rámci konkurznej alebo vyrovnacej procedúry,<sup>52</sup> a to by následne zvýšilo šance na nejakú formu prežitia podniku.

Ako píše Diblík (2004: strany 43-44), Komora špecialistov pre krízové konanie a insolvenčiu uvádza, že výnosnosť konkurzov bola približne 15 percent celkovo a 12,5 percenta pre druhú triedu veriteľov. Iné zdroje uvádzajú 5 a menej percent. V USA sa výnosnosť pre nezaistených externých veriteľov (teda ekvivalent 2. triedy) pohybuje na 29 percentách, vo Veľkej Británii sú to asi tri percentá. Úpadkový systém vo Veľkej Británii je pritom veľmi blízky českému, čo sa týka prístupu k zaisteným veriteľom.<sup>53</sup>

Nízka výnosnosť úpadku vyplýva do značnej miery z faktu, že firmy sú často efektívne zlikvidované pred tým než sa do konkurzu dostanú a to napriek tomu, že väčšinu návrhov na konkurz podávajú úpadcovia.<sup>54</sup> To súvisí s celkovou nefunkčnosťou bankrotovej procedúry, preto sa úpadcovia aj veritelia snažia bankrotu čo najdlhšie vyhnúť.<sup>55</sup> Takáto snaha uniknúť formálnej procedúre bankrotu otvára pre účastníkov konkurzu možnosť rozohrávať strategické hry vedúce k poškodzovaniu veriteľov dlžníkom, prípadne veriteľov navzájom. Ak má napríklad podnik veľkého veriteľa, ktorý má záujem na fungovaní firmy a vyhnúť sa úpadku, môžu ho menší veritelia vydierať hrozbou vyhlásenia konkurzu na dlžníka. Takýto postup je vidieť na prípade ÚLK, uvedenom v kapitole 6.

Komplikovaný priebeh bankrotu logicky odradzuje podnikateľov od začínania rizikových projektov a investorov od ich financovania. Aj tu ale funguje faktor učenia sa.

---

<sup>51</sup> Klimeš (2004), strana 75. Nie je jasné k akému roku sa dáta vzťahujú.

<sup>52</sup> Pozri Richter (2003), strany 23-26 a 32.

<sup>53</sup> Údaje sa vzťahujú k situácii pred najnovšími reformami v USA a Veľkej Británii. Franks a Sussman (1999), strana 5.

<sup>54</sup> Konkrétne čísla ako aj ďalšie štatistiky sú uvedené nižšie v časti Štatistiky.

Ako mi povedali právnici zaoberajúci sa bankrotom a neskôr potvrdili bankári v ČR sa používa niekoľko techník na financovanie rizikových projektov, ktoré umožnia podnikateľovi zachovať jeho business aj v prípade krachu. Medzi štandardné techniky spravovania rizikových projektov<sup>56</sup> patrí v českom prostredí vytvorenie dvoch spoločností, materskej a dcérskej, pričom materská firma vlastní všetok hmotný majetok. Ten je prenajímaný dcérskej firme, ktorá má zamestnancov a vykonáva reálnu činnosť, ktorá je externe financovaná. V prípade hrozby úpadku je všetko hodnotné (zamestnanci) z dcérskej spoločnosti húfne prenesené do matky. Podnikateľ tým zachováva kritické komponenty svojho businessu: hmotný majetok, kľúčových zamestnancov, know-how a samého seba so svojimi kontaktmi. Keďže sú tieto praktiky známe a rozšírené, nestráca tým často ani dôveru zákazníkov.

#### **4. 5. Typický český bankrot**

Pre analýzu procesu úpadku v Českej republike a pre lepšie pochopenie problémov, ktoré má súčasná zákonná úprava bankrotu je príhodné uviesť ako prebieha typický český bankrot. Pod pojmom typický bankrot v tejto súvislosti rozumiem prípad, ktorý reprezentuje najväčšiu skupinu bankrotov. Informácie mi poskytol predovšetkým JUDr. Peter Lachnit, následne mi ich potvrdili ďalší právnici zaoberajúci sa insolvenčnými

1. Dlžník na seba vyhlási konkurz.
2. Súd ustanoví správcu konkurznej podstaty.
3. Správca kontaktuje štatutárne orgány firmy a snaží sa zistiť rozsah majetku spoločnosti.
4. Správca sa snaží kontaktovať dlžníka. Tomu je väčšinou osud firmy ľahostajný, prinútiť ho spolupracovať je obvykle obtiažne.
5. Správca zisťuje, že firma nemá žiadny majetok, maximálne sa jedná o staré počítače. V niektorých firmách zostávajú posledný zamestnanci, väčšinou sú už ale prepustený.

---

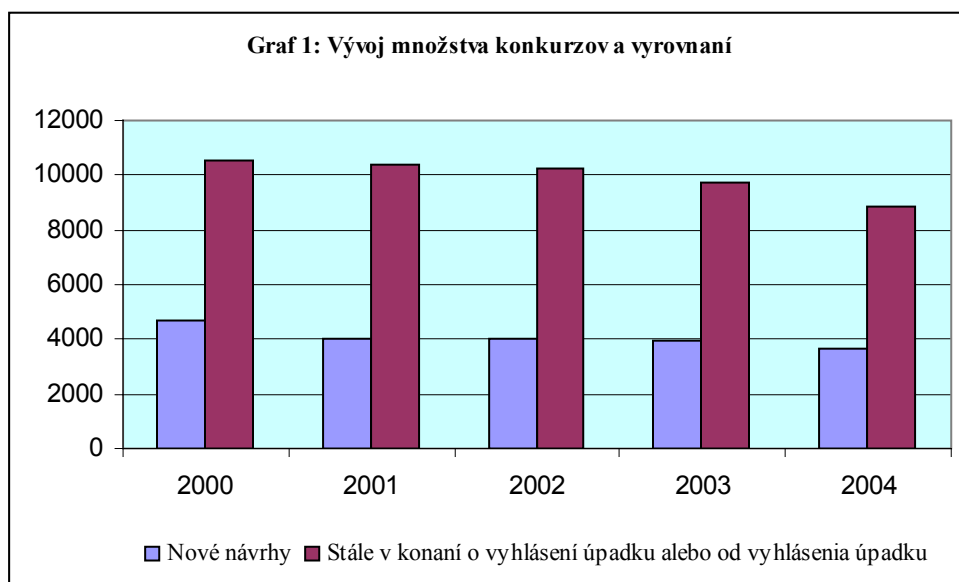
<sup>55</sup> Úpadcovia preto, že tým reálne odložia nutnosť splatiť dlh, veritelia preto, že z formálnej procedúry úpadku málokedy niečo získajú.

6. Správca zisťuje, že efektívne je už firma dávno zlikvidovaná. Častokrát už 5 rokov pred vyhlásením bankrotu reálne neexistuje.
7. Pohľadávky voči firme sú väčšinou staršie ako 5 rokov. Najväčší veritelia sú štátne inštitúcie, a to sociálny úrad, finančný úrad a zdravotné poisťovne a tí sú voči svojim pohľadávkam ľahostajný a nekonajú. Občas sa medzi veriteľmi vyskytne nejaký dodávateľ, ten si ale pohľadávku dávno odpísal.
8. Správca zruší konkurz pre nedostatok majetku, alebo dôjde k symbolickému výťažku z bankrotu.

#### 4. 6. Štatistiky

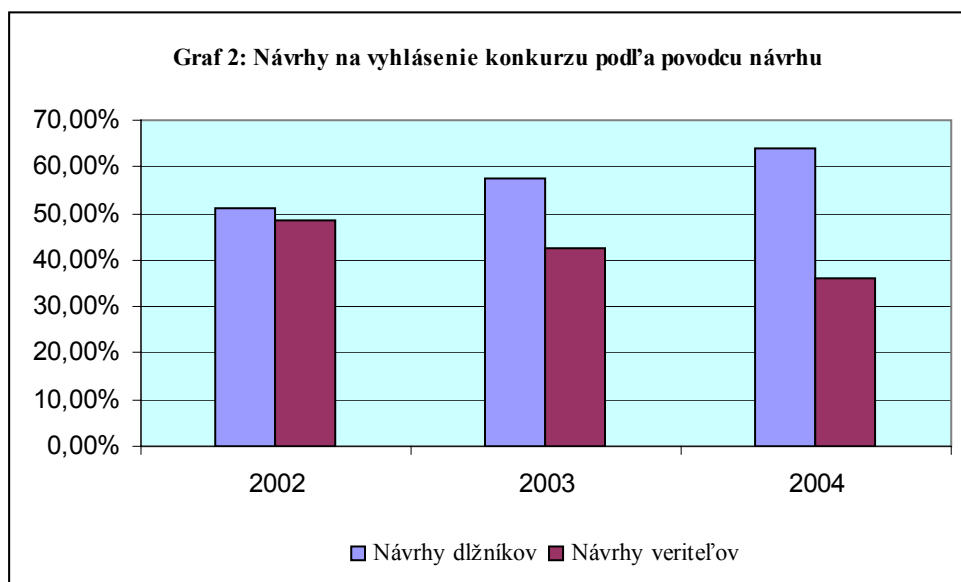
Pohľad na štatistické údaje posilňuje výklad problémov z predchádzajúcich odstavcov a ilustruje ich rozsah. Viditeľné sú predovšetkým problémy s vybavovaním súdnej agendy, kde v predchádzajúcich rokoch došlo kvôli preťaženosti súdov k nahromadeniu množstva prípadov. Táto situácia sa postupne zlepšuje. Nižšie bude uvedený prehľad dostupných štatistických údajov o českých bankrotoch.

Nasledujúce údaje pochádzajú z Ministerstva spravodlnosti ČR. Kompletný prehľad dostupných údajov z tohto zdroja je v prílohe, v Tabuľke 2.

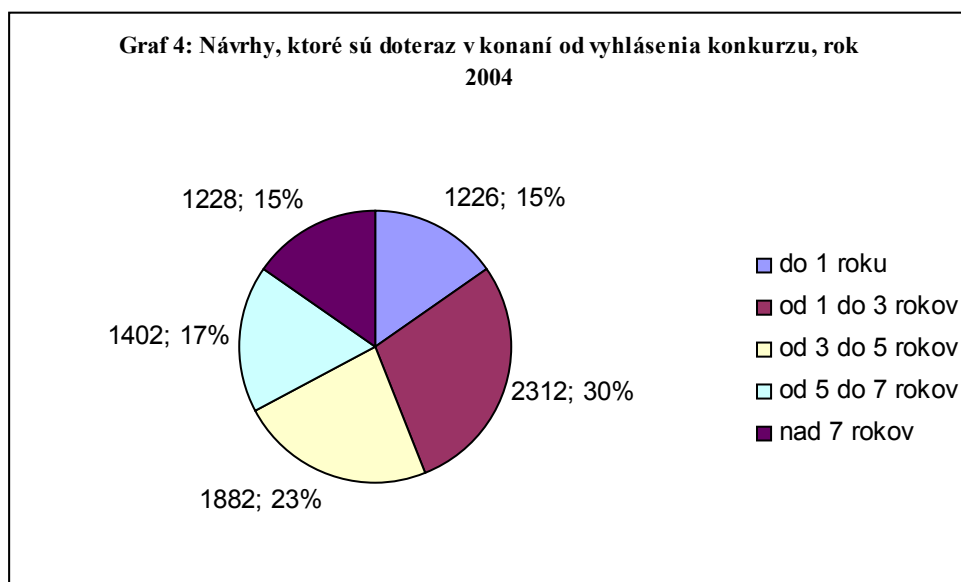
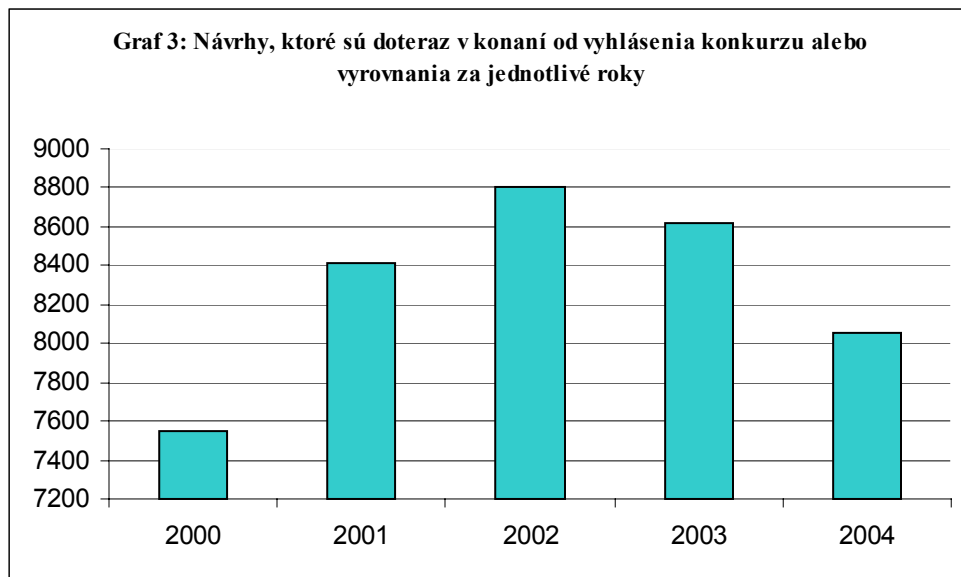


<sup>56</sup> Rizikový projekt definuje vysoká volatilita budúcich cash flows. Za predpokladu, že strata hodnoty špecifických aktív pri bankrote v ČR je značná sa dajú všetky projekty so špecifickými aktívami zahrnúť





Prvý graf dokumentuje vývoj českých bankrotov smerom od transformácie. Počas transformácie museli postupne zbankrotovať neefektívne firmy ťahajúce za sebou dedičstvo socializmu. S bankrotom veľkých firiem bola spojená reťazová reakcia úpadkov menších spoločností. Ďalšiu vlnu pravdepodobne spôsobila privatizácia bánk, ktoré následne začali vehementnejšie presadzovať svoje veriteľské práva. Náhly príval konkurznej agendy, ale zahltil aj tak preťažený súdny systém, čo viedlo k rastu objemu nevybavených prípadov. Ten dosiahol vrchol v roku 2000 a odvtedy klesá. Dá sa tiež očakávať, že sudcovia sa naučili efektívnejšie spracovávať túto agendu. Druhý graf ukazuje, že veľká väčšina návrhov na konkurz je dnes podávaná dlžníkmi, čo súvisí s postihmi, ktoré hrozia za nevyhlásenie konkurzu od novelizácie zákona v roku 2000.

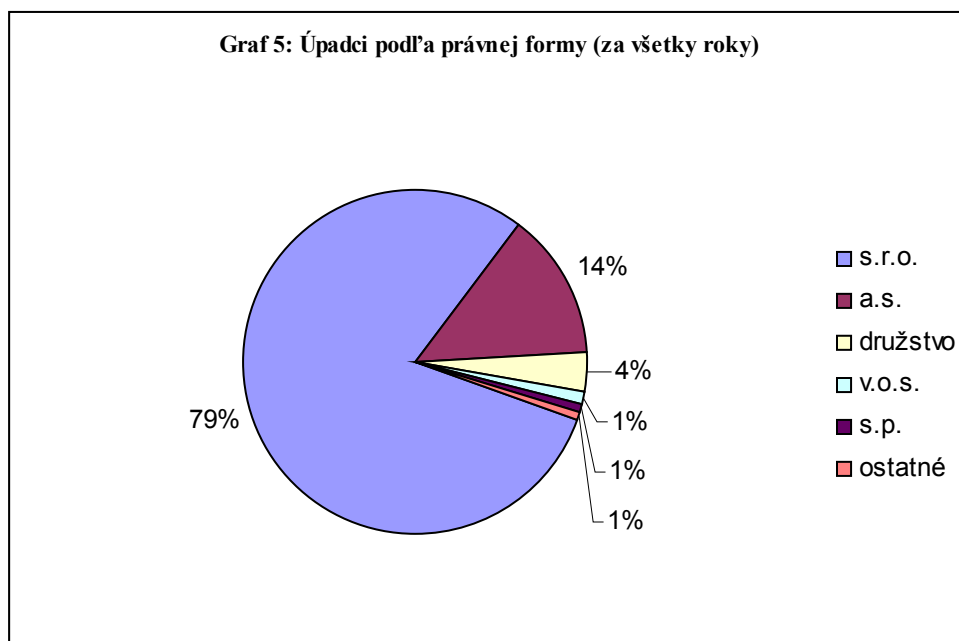


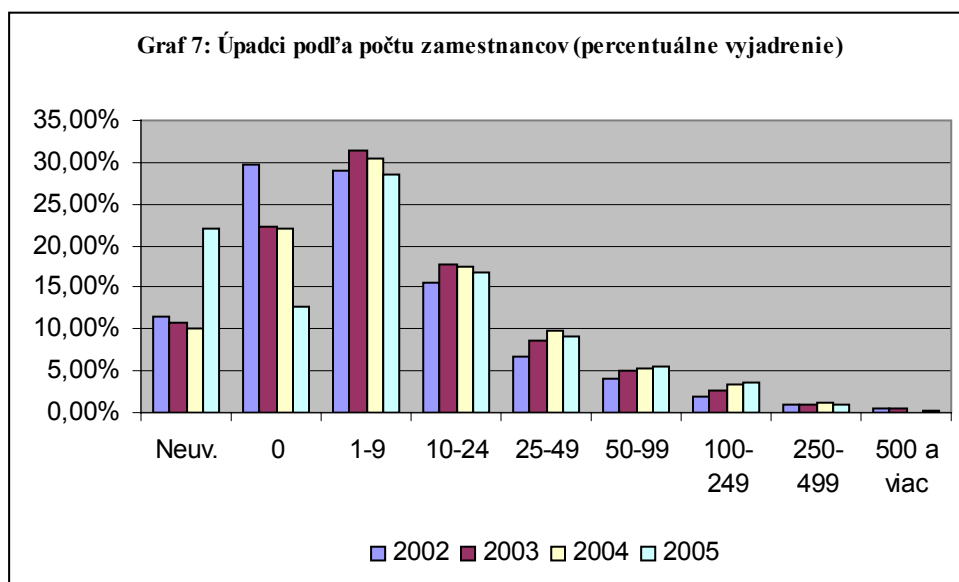
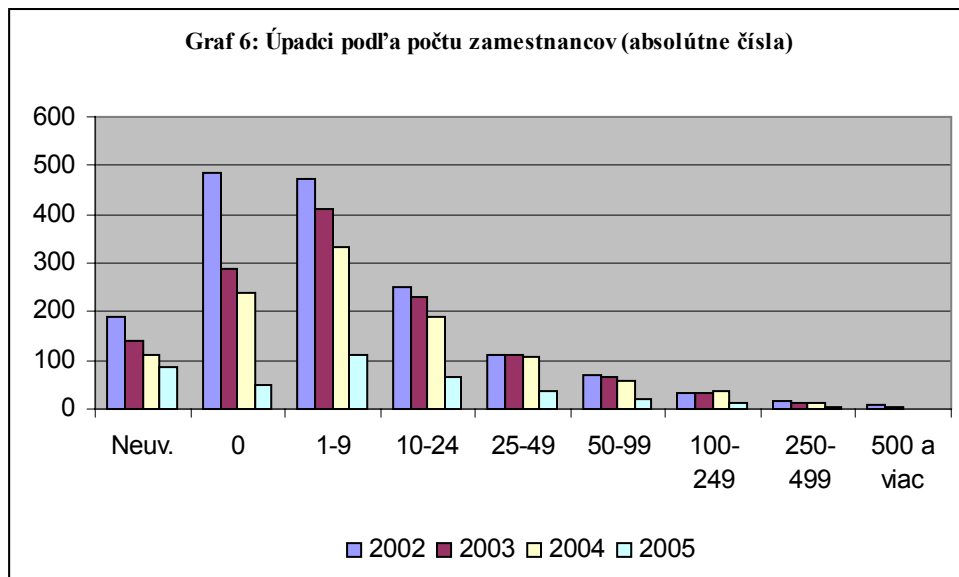
Tieto grafy ukazujú prípady, ktoré sú v konaní od vyhlásenia konkurzu alebo vyrovnania a teda ilustrujú pomalosť a dĺžku českého bankrotového konania. V roku 2004 bola väčšina (55 percent) prípadov úpadku v konaní viac ako 3 roky, čo ukazuje na prietahy v súdnom konaní. Tieto údaje sa zhodujú s odhadmi právnikov o dĺžke úpadkového konania.

Nasledujúce údaje pochádzajú z databázy MAGNUS, informačnej agentúry ČEKIA. Údaje boli spracované zo súboru, ktorý obsahoval dáta o 4968 úpadkoch

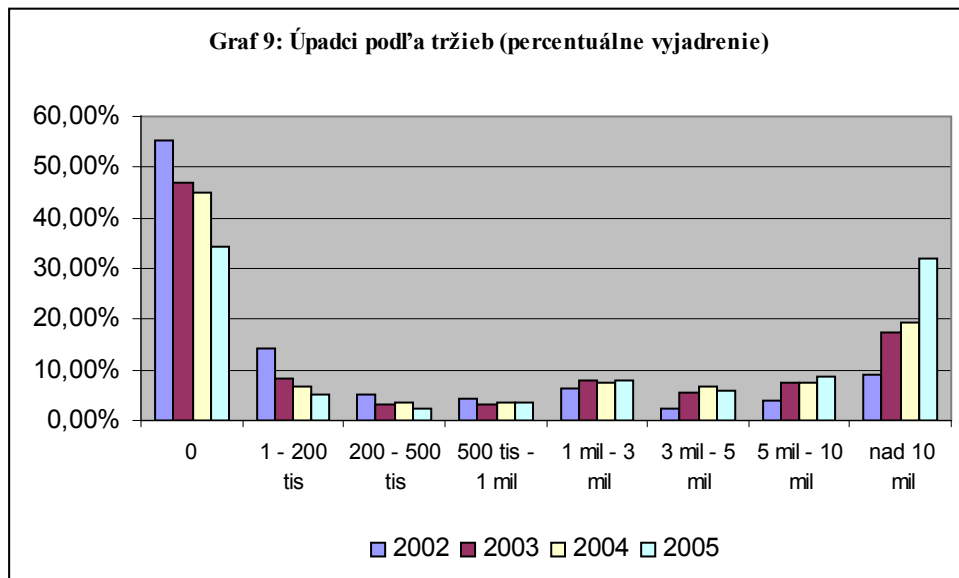
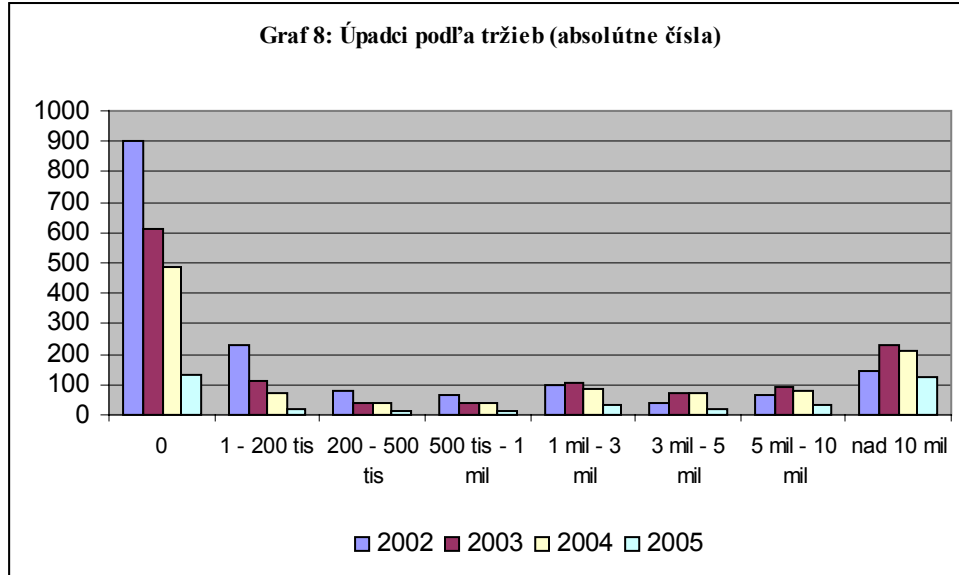
vyhlásených v rokoch 2002 až 2005, za jednotlivé roky to postupne bolo 1975, 1512, 1090 a 391 pozorovaní. Tieto údaje sú aktuálne k 20. 5. 2005, obsahujú tak pomerne menej pozorovaní za rok 2005. Je nutné upozorniť na niekoľko limitov týchto dát. Súbor obsahoval aj bankroty živnostníkov. Kvôli systému, ktorým bol vytváraný sa doňho ale dostali len niektorí živnostníci, preto som ich nebral do úvahy a pracoval tak len s 4411 úpadkami (za jednotlivé roky to bolo 1629, 1303, 1088 a 391 pozorovaní).

Čo sa týka zbytku, jedná sa o spoločnosti, ktorých úpadok bol vyhlásený v danom roku. Súbor neobsahuje žiadne informácie o dátume ani forme ukončenia bankrotu. Uvádzaný počet zamestnancov je platný pre dátum vyhlásenia úpadku. Uvádzaná výška tržieb sa vzťahuje k roku 2002, pre úpadky vyhlásené v rokoch 2002 a 2003, respektíve 2003 pre úpadky vyhlásené v rokoch 2004 a 2005, čo znamená, že je zaznamenaná v inom okamihu ako výška tržieb. Nasledujúce grafy nám teda povedia niečo o tom, aké sú firmy ktoré do úpadku vstupujú, menej už o tom, čo sa s nimi následne deje. V celom súbore sa vyskytovalo len 12 vyrovnaní, čo znamená, že ich počet nerastie. Nasledujúce údaje sa tak vzťahujú v podstate iba ku konkurzu.





Nevyzerá to tak, že by tieto grafy poukazovali na nejaký výrazný trend v počte zamestnancov v českých firmách v konkurze. Ich výpovedná hodnota je ešte znížená veľkým množstvom prípadov, kde nebol počet zamestnancov uvedený. Z druhého grafu sa zdá, že existuje mierna tendencia rastu pomerného počtu spoločností s 50 až 249 zamestnancami medzi bankrotmi.



Na týchto grafoch sa dá vypozerovať jasná tendencia k rastu počtu spoločností s vyššími tržbami. Tu je ale treba upozorniť na dve veci. Jednak je to nekompletnosť údajov z prebiehajúceho roku 2005. Ešte dôležitejší skresľujúci vplyv na tieto údaje má fakt, že keďže pri tržbách sa jedná o čísla z rokov 2002, respektíve 2003, firmy na ktoré bol vyhlásený konkurz v roku 2005 sú od času keď boli merané ich tržby viac vzdialené. Čím ďalej v čase sa ale firmy nachádzajú od bankrotu tým sú ekonomicky zdravšie, čo skresľuje uvedené údaje. Dáta ale ukazujú, že priestor pre rehabilitáciu spoločnosti, či už

reorganizáciou alebo predajom, existuje. Ako kritická sa javí byť včasnosť vyhlásenia úpadku, vďaka ktorej by bolo možné zachytiť firmy v období keď ešte je čo zachraňovať.

Ďalšie údaje pochádzajú od Ondřeje Vychodila a Ondřeje Knota z CERGE.<sup>57</sup> Tí skúmali bankroty, ktoré boli uzatvorené v roku 2004. Jednalo sa o 1158 bankrotov, z toho 903 firemných. Vzorka teda obsahovala len bankroty, ktoré boli ukončené rozdelením výnosov medzi nárokovateľov, nezahŕňala tie ktoré boli zrušené pre nedostatok majetku,<sup>58</sup> alebo z iného dôvodu. Výskum priniesol nasledujúce výsledky:

- Vo vzorke bolo 110 (12,2 percenta) akciových spoločností, 697 (77,2 percenta) spoločností s ručením obmedzeným, 12 (1,3 percenta) verejných obchodných spoločností, 61 družstiev (6,8 percenta), 3 komanditné spoločnosti a 20 firiem s inou právnou formou (dokopy 2,6 percenta). To takmer presne zodpovedá rozdeleniu právnych foriem z databázy agentúry ČEKIA, ktorá obsahuje firmy, ktoré do bankrotu vstúpili. Dá sa teda povedať, že miera rušenia bankrotov kvôli nedostatku majetku, alebo z iných dôvodov, nie je ovplyvnená právnou formou úpadcu.
- V 88 prípadoch (10 percent) bol vymenovaný konkurzný správca. Vzhľadom na všeobecnú nespokojnosť so správcami sa toto číslo môže zdať byť nízke, čo by naznačovalo, že veritelia majú na výber správcu malý vplyv.
- Už pred vstupom do bankrotu bolo 192 firiem (21 percent) v likvidácii. To poukazuje na neskoré vyhlasovanie bankrotu.
- Dĺžka trvania úpadku sa pohybovala medzi 11 a 127 mesiacmi s priemerom 50,6 mesiaca (4,2) roka, pričom najčastejšie trvajú bankroty 3 až 4 roky. To potvrdzuje čísla Ministerstva spravodlnosti a odhady právnikov.
- Vlastný kapitál firiem v úpadku je veľmi často zákonné minimum 100 tisíc Kč (41 percent prípadov), alebo od 100 tisíc Kč do 1 milióna (31 percent prípadov). 23 percent spoločností malo vlastný kapitál nad milión Kč. Tieto čísla dokumentujú malé množstvo majetku v bankrotoch, čo nás opäť vedie k záveru, že tie sú vyhlasované neskoro.
- Pri 431 prípadoch bol k dispozícii pôvodca návrhu. V 275 (63,8 percenta) to bol dlžník, v 156 (36,2 percenta) veriteľ.

---

<sup>57</sup> Sú to údaje z prebiehajúceho výskumu: "Bankruptcy Procedures in the Czech Republic: Long Way to Nothing." Ondrej Vychodil (joint work with Ondrej Knot), May 1, 2005.

<sup>58</sup> A takých je veľké množstvo, pozri Tabuľku 2.

- Návratnosť pre druhú triedu veriteľov bola k dispozícii pri 544 firmách. Z nich 102 malo návratnosť vyššiu ako 10 percent, pri ostatných 442 to bolo v priemere 2,2 percenta. Tieto čísla sú veľmi nízke a to nie sú do vzorku zahrnuté zrušené bankroty. Návratnosť úpadkov v ČR sa tak dá počítat' na jednotky percent.

Z uvedených štatistík je zjavné, že české bankroty sú vyhlasované neskoro, trvajú dlho a majú minimálnu návratnosť. Dá sa teda povedať, že české úpadkové právo je neefektívne ako ex post tak aj ex ante.

## 5. Špecifické aktíva a úpadok

### 5. 1. Neexistencia trhu pre likvidované projekty

V dizajne bankrotového práva sa dá vypozerovať motív ochrany aktív nachádzajúcich sa v insolventnej firme. Tieto aktíva majú byť ochránené jednak v záujme samotných veriteľov, ktorým formálna úprava umožní prekonať protichodné záujmy a nakoniec z bankrotu vyťažiť čo najväčšiu hodnotu; ale tiež v záujme spoločnosti, ktorá bude profitovať z realizácie projektov s kladnou NPV, zachovania perspektívnej firmy na trhu, prípadne realokácie jej častí do rúk efektívnejšieho vlastníka. Zachovanie hodnoty aktív firmy niekedy vyžaduje to aby tie zostali pokope. Dôležitým faktorom je v tejto súvislosti prítomnosť špecifických aktív vo firme.

Tie sú znovu alternatívne použiteľné len za značnej straty hodnoty. V procese bankrotu by teda musela byť firma so špecifickými aktívami predaná ako celok, respektíve by museli byť identifikované a predané jej kľúčové časti. To ale môže byť mnohokrát nerealistická predstava, keďže trh pre likvidované projekty je často nelikvidný, prípadne vôbec neexistuje. Na potvrdenie alebo vyvrátenie hypotézy, že nelikvidita trhu je významnou prekážkou predaja firmy ako going concernu ale nemáme dostatočné empirické dôkazy. Hart (2000: p. 6-7) píše: "Aj keď nemáme žiadne jednoznačné dôkazy o tom či peňažné aukcie firiem v praxi fungujú dobre, máme mnoho nepriamych dôkazov, že dlžníci, veritelia a spoločnosť im vo všeobecnosti neveria." Rovnako Couwenber (2002: p. 3) a Stromberg (2000: p. 2642) sa pozastavujú nad minimálnym množstvom ekonomického výskumu, ktorý by sa venoval predajom aktív, či už po častiach alebo dokopy.

To, že sú špecifické aktíva po častiach ťažko adekvátne speňažiteľné vyplýva z ich definície. S predajom podniku ako celku sú ale spojené aj iné problémy, ktoré pravdepodobne spôsobujú jeho nízku popularitu. Jednak je veľmi obtiažne identifikovať kľúčové časti podniku bez jeho vnútornej znalosti. Tú má iba manažment, ten ale nemá motiváciu sa na predaji podieľať, keďže ním častokrát príde o prácu. Manažment alebo samotný vlastník tiež môžu byť pre predávaný podnik tak dôležitý, že going concern surplus bude existovať len v ich prítomnosti vo firme, čo efektívne znemožní jej predaj. Ďalšou vecou je nemožnosť predat podnik, kvôli nelikvidnosti kapitalového trhu, ktorá je



bud' spôsobená inštitucionálne alebo vyplýva z existencie transakčných nákladov na získavanie informácií, prípadne iných transakčných nákladov.

Iný prístup k otázke nelikvidných trhov pre špecifické aktíva sa dá nájsť v Schleifer a Vishney (1992) a Schwartz (2002). Tí vo svojom teoretickom prístupe uvažujú o sektorovo špecifických aktívach namiesto firemne špecifických aktív. Sektorovo špecifické aktíva strácajú hodnotu ak sú prevzaté firmou mimo daného odvetvia. Pretože je recesia v danom odvetví väčšinou spoločná (teda problémy firmy v danom sektore sú korelované s problémami ostatných firiem v tomto sektore), firmy z daného odvetvia nemajú dostatok likvidity na nákup aktív zbankrotovaných spoločností. Špecifické aktíva tak nie sú adekvátne oceňované v aukciách a reorganizácia je častokrát lepšou alternatívou.<sup>59</sup> Tento argument síce vybočuje z línie firemne špecifických aktív, viedol ale k rozvoju rozsiahlej a použiteľnej metodológie.<sup>60</sup>

Špecifické aktíva sa tak zdajú byť zásadnou prekážkou pri napĺňaní základného cieľa bankrotového práva: realokácia zdrojov k efektívnejšiemu využitiu, a to práve kvôli vysokým transakčným nákladom spojeným s ich prenosom.

Treba ale upozorniť na práce Thorburna (2000) a Ravida a Sundgrena (1998), ktorý na údajoch zo Švédska a Fínska ukazujú, že predaje podnikov ako celkov v rámci likvidačných procedúr sú uskutočniteľné. Stromberg (2000) síce poukazuje na nízku likviditu trhu v niektorých prípadoch, spôsobenú práve firemnou a sektorovou špecifickosťou aktív, celkovo ale z jeho štúdie vyplýva, že predaj podniku ako celku je funkčnou alternatívou reorganizácii.<sup>61</sup> Na to upozorňuje aj Baird a Rasmussen (2002), čo bude rozvedené v časti Koniec úpadku.

## **5. 2. Špecifické aktíva a zachovanie podniku ako celku**

Z uvedených dôvodov množstvo autorov podporuje taký dizajn úpadkového práva, ktoré dá firme možnosť prežiť v celku a zachovať tak firemne špecifické aktíva pohromade, respektíve zachovať going concern surplus. Väčšina autorov spája otázku zachovania

---

<sup>59</sup> Pozri napríklad Schwartz (2002), strana 12.

<sup>60</sup> Pozri časť Metodológia.

<sup>61</sup> Stromberg (2000) konkrétne spomína spätný predaj starému manažmentu ako prostriedok na riešenie nelikvidity trhu. Pozri časť Švédska úprava bankrotov.

podniku s inštitútom reorganizácie a nezaoberajú sa skúmaním alternatívy predaja podniku ako celku.<sup>62</sup>

Predstavme si napríklad podnik ktorého hodnota v prípade likvidácie približne pokryje veriteľské nároky. Veritelia ho budú chcieť, čo najrýchlejšie rozpredať po častiach a vyhnúť sa tak riziku ktoré pre nich plyní z jeho ďalšieho pokračovania. Ak sú ale aktíva podniku špecifické povedie jeho likvidácia k strate značnej ekonomickej hodnoty, ktoré tieto aktíva vykazujú nad likvidačnou hodnotou. Preto je rozumné v tomto prípade uvažovať nad spôsobom ako takýto podnik zachrániť a teda ako zachovať jeho aktíva pokope aj so vzťahmi medzi nimi.

Súčasná diskusia v ekonomickej obci sa obvykle zaoberá porovnaním výhod a nevýhod likvidácie a reorganizácie. V tomto prostredí vznikol pomerne široký konsenzus preferujúci niektorú z foriem reorganizácie insolventnej firmy. "Centrálne úloha bankrotových zákonov v modernom kapitalistickom hospodárstve je podpora reštrukturalizácie," uvádza Joseph Stiglitz.<sup>63</sup> "Úloha vlády spočíva predovšetkým v definovaní pravidiel, ktoré povedú k efektívnej snahe o reštrukturalizáciu súkromnými stranami, ale tiež v priamej pomoci tam kde sa súkromné snahy ukážu ako nedostatočné na vyriešenie insolventie pri prijateľnej výške straty spoločenskej produkcie," uvádza Claessens et al. (2001). Ešte širší a pevnejší konsenzus o prospešnosti reorganizácie panuje medzi zákonodarcami na celom svete. "Dôraz na reorganizáciu predstavuje najvýraznejší aspekt celosvetovej reformy [úpadkového práva]," píše Jay Lawrence Westbrook.<sup>64</sup> Táto zhoda je do značnej miery spôsobená popularitou americkej Kapitoly 11 a bankrotu podľa nej. Hart (2000: 7) uvádza: "Pokiaľ viem, *všetka* diskusia o reforme [bankrotového práva] smeruje k zavedeniu procedúry podobnej Kapitole 11."<sup>65</sup> Podobným smerom sa ubera aj myslenie súčasných českých politikov.<sup>66</sup>

Špecifickosť aktív je v tejto súvislosti pomerne nový koncept, rozvinutý Williamsonom v 80-tych rokoch. Preto v diskusii o bankrote mnohokrát nevystupuje explicitne, ale iba vo forme going concern surplus, alebo iného priblíženia. Franks a

---

<sup>62</sup> Couwenberg (2002), strana 1, Stromberg (2000), strana 2642

<sup>63</sup> Joseph E. Stiglitz: "Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles" v Claessens (2001).

<sup>64</sup> Jay Lawrence Westbrook: "Systemic Corporate Distress" v Claessens (2001).

<sup>65</sup> Paradoxom je, že USA úpravu bankrotového práva sprísňuje a posúva ju smerom k menšej ochrane dlžníkov.

Sussman (1999)<sup>67</sup> v súvislosti s bankrotom hovoria o strate takej ekonomickej hodnoty, ktorá "je internalizovaná v danej firme, ale nemá trh kde by mohla byť ocenená a prenesená k tretej strane." Do tejto definície spadajú aj niektoré špecifické aktíva. Berkovitch, Israel a Zender (1997) vo svojom článku "Optimal bankruptcy law and firm-specific investments." hovoria o bankrote a firemne špecifickom ľudskom kapitály a konštatujú, že je dôvodom aby bola úprava bankrotu priaznivá pre pôvodný manažment podniku. V obdobnom duchu sa vyjadrujú Berglof a Rosenthal (2000)<sup>68</sup> a Schwartz (2002).<sup>69</sup> Ako už bolo spomenuté objem literatúry využívajúcej koncept špecifickosť aktív v súvislosti s bankrotom v poslednej dobe rastie.

Baird a Rasmussen (2002) píšú vo svojom článku "The End of Bankruptcy", že "Zákon o firemnej reorganizácii je všeobecne obhajovaný snahou zachovať going concern value." Tá ale podľa nich "existuje len do tej miery pokiaľ sa vo firme nachádzajú špecifické aktíva, ktoré majú kdekoľvek inde nízku hodnotu." Ak by mohli byť aktíva podniku efektívne využité niekde inde nebolo by čo zachraňovať, pri likvidácii by sa aktíva rozpredali a využili v iných podmienkach.

Archetypálny prípad podniku, pre ktorý je použitie inštitútu reorganizácie podľa ekonómov žiaduce je americká železnica 19 storočia. Tá bola súkromným podnikom s obrovským množstvom malých investorov a aktívami ktoré sa nedali využiť na iný ako stanovený účel. V roku 1884 došlo v USA ku krachu Wabash Railway. Tesne pred defaultom sa jej manažment obrátil na federálne súdy, aby vyhlásili dvoch členov manažmentu za správcov bankrotujúcej firmy.<sup>70</sup> Právnici zastupujúci Wabash argumentovali tým, že tento krok je nutný na zachovanie železnice ako going concernu. Inak by došlo k exekúcii majetku železnice a tá by nemohla pokračovať v činnosti. Súd návrh manažmentu prijal a zamietol všetky požiadavky veriteľov na predaj majetku firmy. Toto rozhodnutie jednoznačne porušilo zmluvu medzi veriteľmi a železnicou. Správca bol dovedty obvykle menovaný ako agent veriteľov, ktorého cieľom bolo zmocniť sa majetku dlžníka a uspokojiť pohľadávky voči firme. V prípade Wabashu správcovia z manažmentu

---

<sup>66</sup> Pozri článok Martina Jahna "Zákon pomôže i malým podnikateľom." v Hospodárskych Novinách zo 4. 2. 2005.

<sup>67</sup> Franks a Sussman (1999), strana 14

<sup>68</sup> Berglof a Rosenthal (2000), strana 6

<sup>69</sup> Schwarz (2002), strana 2

<sup>70</sup> Správca sa v tomto zmysle v anglickej terminológii označuje ako "receiver".

pomocou kombinácie svojich schopností a nátlaku spriazneného súdu dohodli plán reorganizácie firmy. Takto vznikol princíp "equity receivership", základ budúcej Kapitoly 11.<sup>71</sup> Tento príklad bol ostatnými súdmi nasledovaný a rozšírený aj na iné firmy ako železnice.<sup>72</sup>

Otázku špecifickosti aktív, úpadkového práva a kapitálovej štruktúry firiem prvý krát spojili Acharya, Sundaram a John v "On the Capital-Structure Implications of Bankruptcy Codes" (2004). Tu ukazujú, že špecifickosť aktív je kritický faktor ovplyvňujúci kapitálovú štruktúru firmy. Skúmanie prebehlo pomocou agregovania miery zadĺženosti v jednotlivých sektoroch ekonomiky a skúmania vzťahu tejto zadĺženosti k agregovanej miere špecifickosti aktív.

V ich výskume, vykonanom pomocou porovnania Spojených štátov a Spojeného kráľovstva, sa podniky s vysoko špecifickými aktívami zadlžovali viac v bankrotovom systéme priateľskom k equity, teda v USA, a že opak je pravdou pre firmy s nízkou špecifickosťou aktív.<sup>73</sup> Okrem toho ich analýza ukázala, že rozdiel medzi optimálnymi úrovňami dlhu v dvoch skúmaných krajinách je rastúcou funkciou špecifickosti aktív. To znamená, že v EFS dochádza k realizácii väčšieho množstva projektov so špecifickými aktívami ako v DFS, čo podporuje existujúcu teóriu.

### **5. 3. Koniec úpadku**

Baird a Rasmussen (2002) uvádzajú komplexnú argumentáciu, viazanú na koncept špecifických aktív, ktorou sa snaží ukázať, že tradičná forma reorganizácie podľa Kapitoly 11 je v súčasnosti v Spojených štátoch neefektívna a že je de facto prežitkom. V článku "The End of Bankruptcy" predstavili tri zásadné argumenty svedčiace proti pôvodnému významu reorganizácie. Je to jednak rastúca prenositeľnosť firemne špecifických aktív, väčšia kvalita kontraktov, ktorá umožňuje pridelenie kontrolných práv firmy do správnych rúk už pred samotnou insolvenciou a tým zabráni stratám na hodnote aktív a nakoniec možnosť predat' firmu v úpadku ako celok ako reálnu alternatívu voči reštrukturalizácii.

---

<sup>71</sup> A tým vznikla aj americká rescue culture, bližšie napríklad The Economist: "An ode to failure", 24. február 2004.

<sup>72</sup> Táto časť je prevzatá z Franks a Sussman (1999), strany 9-10.

<sup>73</sup> K podobným záverom dochádza aj Stromberg (2000) na údajoch zo Švédska.

Baird a Rasmussen rozdelili aktíva ktoré sú podozrivé zo špecifickosti na tri skupiny: fyzické aktíva, nehmotné aktíva a zamestnanecké tímy. Autori tvrdia, že súčasný stav americkej ekonomiky k prenositeľnosti aktív smeruje. V prípade fyzických aktív sa presadzuje tendencia k štandardizácii a vymeniteľnosti. Priestory v ktorých firmy podnikajú alebo predávajú sú čoraz viac unifikované, takisto ako kancelárske vybavenie. V situácii keď viac ako 60 percent HDP tvoria služby sú najdôležitejšie fyzické aktíva, ako počítače a priestory, ľahko speňažené po častiach.

V tejto situácii sú najhodnotnejšie nehmotné aktíva ako know-how, business plan, skúsenosti v danom obore a intelektuálne vlastníctvo. Podľa Bairda a Rasmussena ale tieto aktíva majú nulovú hodnotu vo firme, ktorá je v úpadku. Kvalita kapitálových trhov umožňuje úspešným firmám s kvalitným know-how a business plánom ľahko expandovať a znásobiť svoj model.<sup>74</sup> Tým ale stráca know-how firiem ktoré sú len o "trochu" horšie akúkoľvek cenu. Baird a Rasmussen uvádzajú príklad WalMartu. Táto firma nič neprodukuje, iba vyvinula spôsob ako dodať tovar k zákazníkovi: "Takýto know-how má ale hodnotu iba vtedy ak dáva WalMartu výhodu oproti jeho konkurentom."

Baird a Rasmussen ďalej diskutujú otázku kľúčových tímov zamestnancov. Tí sú tiež špecifickým aktívom (respektíve ich vzťahy a ľudský kapitál). Tieto tými majú "hodnotu väčšiu ako prostý súhrn každého z nich". Autori ale argumentujú, že môžu ako celok ľahko pôsobiť kdekoľvek inde a ich hodnota nezávisí od konkrétnej firmy a teda, že ich ľudský kapitál je sektorovo špecifický a nie firemne špecifický.

Ďalším argumentom Bairda a Rasmussena je rastúca kvalita úverových zmlúv. Tie umožňujú veriteľovi získať kontrolu nad firmou už pri prvých signáloch blížiaceho sa bankrotu. "Kontrolné práva sú investorom koherentne pridelené na základe ich investičného kontraktu. Ak sú transakčné náklady na vytvorenie takéhoto kontraktu nízke, potreba reorganizácie mizne." (strana 27) Baird a Rasmussen tvrdia, že taká je súčasná situácia v USA.

Aj keby ale tieto práva neboli pridelené koherentne existuje možnosť predať firmu v úpadku ako celok a vyhnúť sa tak problémom spojeným s likvidáciou. "Súčasný vývoj na kapitálových trhoch takéto predaje umožňuje." (strana 34)

---

<sup>74</sup> Pričom ich rýchla expanzia je umožnená práve nešpecifickosťou fyzických aktív.

Baird a Rasmussen tak identifikujú dva zásadné dôvody prečo reorganizácie v tradičnom zmysle vymizli. Za prvé kvôli väčšej prenositeľnosti firemne špecifických aktív a za druhé kvôli rastúcej schopnosti súkromných aktérov nájsť spôsob ako sa o firmu so špecifickými aktívami postarať.

LoPucki (2003) vo svojej reakcii na Bairda a Rasmussena tvrdí, že nesprávne identifikovali pôvod going concern surplusu. Ten podľa LoPuckeho nespočíva v prítomnosti špecifických aktív ale vo vzťahoch "medzi ľuďmi, medzi aktívami a medzi ľuďmi a aktívami."<sup>75</sup> Na vybudovanie týchto vzťahov vynaložila firma isté náklady a likvidáciou sa tieto náklady premrhajú. LoPucki uvádza príklad zbankrotovanej reštaurácie, kde zostali dve aktíva, dlhodobý prenájom priestorov a reštauračné vybavenie. Súd v tomto prípade zistil, že oddelene mali tieto aktíva cenu 60 tisíc resp. 21,5 tisíc dolárov, teda dohromady 81,5 tisíc dolárov. Správca ale tieto dve aktíva predal spolu a dostal za ne 165 tisíc dolárov, čo je takmer dva krát viac ako keby boli predané oddelene.<sup>76</sup>

Pri identifikácii vzťahov ako kľúčového komponentu going concern surplusu ale LoPucki iba poukazuje na iný druh špecifických aktív, konkrétne v tomto prípade je to zostavenie generických aktív takým spôsobom, ktorý vytvára špecifický vzťah (Williamsonov druh 4), inakedy je to špecifický ľudský kapitál (Williamsonov druh 3).

#### **5. 4. Model Bairda a Rasmussena**

Argumenty Bairda a Rasmussena predstavujú model, ktorý nám umožňuje, aj keď len približne, zaoberať sa otázkou, či počas bankrotového procesu v Českej republike dochádza k strate hodnoty špecifických aktív. Budeme skúmať nasledovné:

1. Aktíva firiem sú v čoraz väčšej miere generické.
2. Investičné kontrakty umožňujú koherentne alokovať vlastnícke práva pred samotným bankrotom, to znamená, že existuje možnosť zmluvných strán efektívne obísť formálnu bankrotovú procedúru (contract out of bankruptcy).

---

<sup>75</sup> LoPucki (2004), strany 5-6

<sup>76</sup> LoPucki (2004), strana 7

3. Kapitálový trh je dosť efektívny na to aby:

- Umožnil ekonomicky efektívnym firmám získať adekvátne financovanie (to znamená, že perspektívne firmy nebudú mať problémy s financovaním).
- Umožnil predaj podniku, alebo jeho časti, ako going concern.

#### **Ad 1.**

Nedá sa presne rozhodnúť či sú aktíva českých firiem generické alebo špecifické. Dá sa predpokladať, že aktíva veľkých výrobných firiem vykazujú značnú mieru špecifickosti, zatiaľ čo aktíva malých firiem z oblasti služieb sú značne generické a že s postupným koncom transformácie bude špecifickosť aktív v istom zmysle klesať. Bližšie o tom bude pojednané v kapitole 6, kde bude predstavená aj relevantná metodológia.

#### **Ad 2.**

Kvalita investičných kontraktov bola v ponovembrovej českej transformácii veľmi nízka. Aj tie zmluvy ktoré boli dobre napísané, boli mnohokrát ťažko vynútiteľné kvôli nízkej kvalite a vysokej nákladovosti českej justície. Táto situácia sa bude ale určite zlepšovať,<sup>77</sup> otázkou je či tak, že to povedie k optimálnemu priebehu úpadku.

Dá sa očakávať, že kvalita kontraktov porastie hlavne v prípade veľkých zaistených veriteľov, ako sú banky. To ale môže viesť k ešte väčšej prevahe zaistených veriteľov pri bankrote a k úplnému vylúčeniu možnosti predaja firmy ako going concernu, respektíve reorganizácie firmy. Aby sme teda dosiahli rozumný postup zaistených veriteľov v úpadku nestačia nám len súkromné zmluvy, potrebujeme aj takú formálnu úpravu bankrotu, ktorá by ich motivovala ku kolektívnemu postupu a teda k čo najvyššiemu výťažku bankrotu pre všetkých veriteľov. Naopak, efektívna právna úprava bankrotu by vytvorila tlak na mimosúdne vyrovnanie medzi veriteľmi a dlžníkom.

Možnosť zmluvne predísť bankrotu je ale aj v súčasnej anglosaskej teórii sporná.<sup>78</sup> O to ťažšie je si predstaviť, že by takáto alternatíva fungovala v kontinentálnom právnom prostredí ČR, kde je väčšina noriem kogentná a možnosti private ordering sú o to menšie. Aj keby táto možnosť bola v zákone ustanovená, záviselo by jej praktické využitie do

---

<sup>77</sup> Pozri IMF (2005).

<sup>78</sup> Všeobecne možnosť contract bankruptcy obhajujú zástupcovia TCE. Ako hlas proti nim pozri LoPucki (1999).

značnej miery na vynútiteľnosti súkromných zmlúv, čo nie je silná stránka českého prostredia.

### **Ad 3.**

Trh kapitálu v ČR je pomerne nerozvinutý. Český akciový trh je malý a plní skôr funkciu monitorovania veľkých firiem ako funkciu zdroja kapitálu. Poskytovatelia rizikového kapitálu sú v porovnaní s USA a západnou Európou v ČR pomerne nevýznamnou časťou trhu.<sup>79</sup> České banky prešli transformáciou len v nedávnej dobe a ako vyplýva z predchádzajúcej argumentácie, nie sú najvhodnejším zdrojom financovania pre projekty so špecifickými aktívami. Dá sa teda predpokladať, že český trh kapitálu nie je schopný zabezpečiť efektívne financovanie projektov s kladnou NPV a to hlavne projektov so špecifickými aktívami. Dá sa ale očakávať, že v najbližších rokoch dôjde k značnému zlepšeniu tejto situácie.

Možnosť predaja firmy ako going concernu je v českom prostredí otázná, ako už bolo uvedené v kapitole 4. Čo sa stane ak dôjde k úprave českého práva smerom, ktorý uľahčí predaj podniku ako going concernu? Thornburn (2000) uvádza, že zo študovaného vzorku švédskych firiem v úpadku 75 percent prežilo ako going concern<sup>80</sup> vďaka predaju a to buď so starým alebo novým manažmentom.<sup>81</sup> V prípade Fínska je toto číslo 29 percent.<sup>82</sup> Dá sa teda predpokladať, že s rastúcou kvalitou českého práva a kapitálového trhu môže množstvo predajov podniku ako celku pomerne dramaticky vzrásť. Predaj celého podniku v rámci likvidačnej procedúry tak môže byť reálnou alternatívou voči reorganizácii.

Z platnosti uvedených troch bodov by vyplývala zbytočnosť inštitútu reorganizácie (ale nie zbytočnosť formálnej úpravy bankrotu). Aj keď na otázky týmito bodmi položené nevieme jednoznačne odpovedať, môžu predstavovať isté vodítko pri ďalších úvahách.

---

<sup>79</sup> Pre komplexný pohľad na otázku financovania českých firiem pozri Palata (2004).

<sup>80</sup> Toto číslo je ale nadhodnotené, pretože skúmaná vzorka obsahovala len firmy s viac ako 20 zamestnancami.

<sup>81</sup> Švédská procedúra je sa v mnohých ohľadoch bližšie teoretickému ideálu, keďže je založená na trhových aukciách, umožňuje správcovi rozhodnúť o tom ako najlepšie speňažiť firmu (po častiach alebo pokope) a je veľmi rýchla. Pritom v podstate neumožňuje reorganizáciu. Viac napríklad v Stromberg (2000).

<sup>82</sup> Ravid a Sundgren (1998). Fínsky systém sa v podstatných náležitostiach nelíši od švédskeho.



## 6. Prípadové štúdie

### 6. 1. Metodológia

#### Aproximácie špecifickosti aktív

Ak chceme identifikovať vplyv špecifických aktív na bankrot musíme ich aproximovať pozorovateľným javom. Wilson a Zhang (2000)<sup>83</sup> zhrnuli doteraz teoreticky predstavené aproximácie do týchto pre nás použiteľných bodov: A) Aktíva dospelých (z hľadiska vývojového cyklu) a/alebo non-high-tech firiem nie sú špecifické.<sup>84</sup> B) Úroveň výdavkov na vedu a výskum indikuje špecifickosť aktív. Wilson a Zhang tiež používajú priamu aproximáciu špecifickosti aktív.<sup>85</sup> Predpokladajú, že tá silne koreluje so špecifickosťou produkčnej línie firmy (customized product line) a s tým, či je produkt firmy odlišný od ostatných na trhu. Táto charakteristika v ich empirickom výskume funguje dobre.

Ďalšia aproximácia je použitá v Acharya, Sundaram a John (2004) a pochádza z Berger, Ofek a Swary (1996), Stromberg (2000) a Acharya, Bharath a Srinivasan (2003).<sup>86</sup> Veľkosť špecifických aktív vo firme je určená podielom účtovnej hodnoty (book value) strojov a vybavenia na celkovej účtovnej hodnote aktív. Pre takéto aktíva budem používať označenie SA (specific assets). Veľkosť nešpecifických aktív je vyjadrená ako podiel hotovosti a ekvivalentov hotovosti plus pozemkov na účtovnej hodnote aktív. Pre takéto aktíva budem používať označenie NSA (non-specific assets). Aktíva ktoré nespádajú do týchto kategórií sa nachádzajú niekde "medzi" a budem ich označovať ako IA (intermediate assets). Použitie tejto aproximácie je prinajlepšom sporené. Jednak sa týka predovšetkým sektorovej špecifickosti a nie firemnej a tiež je to veľmi hrubé priblíženie špecifických aktív. V horeuvedených empirických výskumoch ale táto aproximácia fungovala dobre.

Pri skúmaní konkrétnych prípadov budem vychádzať z uvedených aproximácií, ale budem sa tiež snažiť overiť špecifickosť aktív logickou úvahou, v tom zmysle či je hodnota

---

<sup>83</sup> Wilson a Zhang (2000), strana 8

<sup>84</sup> Pôvodne z Williamson (1988).

<sup>85</sup> Wilson a Zhang (2000), strana 11

<sup>86</sup> Pozri hlavne Berger, Ofek a Swary (1996), strany 261-278 a strany 284-286 a Stromberg (2000), strana 2664. Táto metodológia je najnovšie použitá v Baird a Morrison (2005).

aktív firmy viazaná na iné aktíva firmy, respektíve či existujú iné firmy, ktoré by mohli dané aktívum využiť. Nepriamou indikáciou špecifickosti aktív je aj snaha účastníkov bankrotu udržať firmu pokope. Budem si klásť nasledujúce otázky: Má aktívum výrazne vyššiu hodnotu v spojení s inými aktívami firmy? Ak áno môžu takéto vzťahy vzniknúť aj v inej firme? Aké by boli náklady na prenos tohto aktíva do inej firmy a vytvorenie vzťahov, vďaka ktorým bolo toto aktívum hodnotné v súčasnej firme?

Predchádzajúce aproximácie vypovedajú veľmi málo, alebo nič o veľmi významnej a ťažko merateľnej súčasti firmy: zamestnancoch. Schwartz (2002) zhŕňa teoretický prístup k tejto otázke. Firma má zamestnancov, ktorý sa dajú rozdeliť do dvoch skupín, na tých so všeobecnými schopnosťami (general human capital), ktorí si nájdu prácu aj po likvidácii firmy. Druhá časť zamestnancov má schopnosti viazané na konkrétnu firmu (firm specific human capital), tým pádom sa v prípade likvidácie firmy hodnota ich ľudského kapitálu prudko zníži.<sup>87</sup> Tu je nutné dodať, že ľudský kapitál zamestnancov môže byť tiež sektorovo špecifický, čo pri vysokej homogenite niektorých odvetví znamená jeho ľahkú prenositeľnosť. Pri skúmaní jednotlivých prípadov tak budem rozmyšľať či sa znalosti ľudí viažu k reáliám danej firmy, alebo daného sektoru, alebo či majú všeobecný charakter. Firemne špecifický ľudský kapitál môže zahŕňať napríklad znalosť výrobných postupov vlastných len pre konkrétnu firmu. Sektorovo špecifický ľudský kapitál môže zahŕňať napríklad špecializované znalosti finančných profesionálov, ktoré sa dajú ľahko uplatniť v každej finančnej firme, ale málokde inde. Medzi všeobecné schopnosti patrí napríklad schopnosť obchodovať, vyjednávať, rýchlo sa učiť alebo znalosť jazykov.

### **Životaschopnosť podniku**

Ďalšou otázkou je ako odlíšiť podnik, ktorý je neživotaschopný od takého ktorý má finančné problémy, ale je perspektívny. Tu si treba uvedomiť, že prostriedky, ktoré si firma požičala sú ex post utopenými nákladmi, ekonomická hodnota firmy je teda determinovaná ziskom očisteným od nákladov na správu dlhu.<sup>88</sup> Tento fakt nám ale neposkytuje odpoveď na všetky otázky.

---

<sup>87</sup> Schwartz (2002), strany 2-3

<sup>88</sup> Pozri napríklad Schwartz (2002), strana 1.

Firma, ktorá je insolventná len dočasne nemusí byť nutne neživotaschopná. Len málokto by bol schopný naraz splatiť všetky svoje záväzky pretože jeho aktíva majú rôznu likviditu. Pre nás a rovnako aj pre zákonodarcu je ale problém jasne definovať čo to znamená dočasná insolvenca oproti dlhodobej insolvencii. Firma financuje svoje aktíva pomocou pasív, teda pomocou dlhu alebo vlastného kapitálu. Na rozvahe sa objaví zaknihovaná hodnota (book value) aktív, čo vlastne znamená, že sú tam uvedené náklady na obstaranie týchto aktív. Tie sa potom logicky rovnajú súčtu výšky dlhu a zaknihovanej hodnote vlastného kapitálu, čo je opäť náklad, tentokrát investorov na zakúpenie podielu vo firme. Aktíva firmy ale vykazujú rôznu mieru likvidity, preto je len málokto firma schopná splatiť naraz všetky svoje záväzky. Trhová hodnota aktív firmy sa odvíja od ich schopnosti produkovať cash flow. Firma má pre vlastníkov kladnú hodnotu ak je schopná produkovať čisté cash flows vyššie ako náklady na správu dlhu.<sup>89</sup> To znamená, že životaschopná firma je taká, ktorej aktíva majú vyššiu trhovú hodnotu ako je výška jej dlhu. Z tohto hľadiska by nebola životaschopná skoro žiadna firma v úpadku. Treba si ale uvedomiť, že samotný fakt úpadku firmu poškodí už len z toho hľadiska, že všetky jej záväzky sa stanú splatnými, zatiaľ čo jej aktíva stále vykazujú rôznu mieru likvidity. Preto je z teoretického hľadiska veľmi ťažké definovať jednoznačne životaschopnosť podniku.

Firma, ktorá je v danom momente v úpadku je navyše málokedy životaschopná. Ak sa hovorí o jej životaschopnosti, väčšinou sa tým majú na mysli jej vyhliadky do budúcnosti. Preto je jednoznačné uchopenie tohto pojmu takmer nemožné. V tejto práci tak budem hľadať hlavne nepriame dôkazy o životaschopnosti podniku ako ochotu veriteľov ponechať firmu pri živote.

## 6. 2. Motivácia

Existujúca teória naznačuje, že firmy používajúce vysoko špecializované aktíva by sa mali financovať vlastným kapitálom aby obmedzili riziko bankrotu. Financovanie pomocou equity znižuje volatilitu výnosov a tým umožňuje realizovať projekty so špecifickými aktívami. Externé financovanie vlastným kapitálom je v Českej republike veľmi obmedzené.<sup>90</sup> O to dôležitejšie je čo sa deje so špecifickými aktívami počas

---

<sup>89</sup> Ross a Westerfield (1988), strana 24

<sup>90</sup> Pozri Palata (2004), strana 56.

bankrotu. Ak by úpadok v českom prostredí znamenal výraznú stratu hodnoty špecifických aktív, mohlo by to viesť k prohibítivnej cene kapitálu. Situáciu ilustrujú nasledujúce rovnice:<sup>91</sup>

Podnikateľ potrebuje sumu vo výške  $I$ , na to aby realizoval investičnú príležitosť. Túto sumu si musí požičať. Veriteľ očakáva s pravdepodobnosťou  $p \in (0,1)$  úspechu projektu a výnos  $F$  a s pravdepodobnosťou  $1-p$  neúspech, bankrot a výnos  $x$ . Za podmienky dokonalej konkurencie a teda nulových ziskov, bude veriteľ očakávať v prípade úspechu výnos  $F$ , tak aby očakával celkovú návratnosť investície rovnú vlozenej sume  $I$ :

$$I = pF + (1 - p)x$$

Úpravou dostaneme:

$$F = \frac{I - x(1 - p)}{p}$$

S rastom výnosu bankrotu  $x$  klesá požadovaná suma  $F$  a teda aj efektívna úroková miera, respektíve cena kapitálu  $r$ :

$$r = \frac{F}{I} - 1.$$

Pri rozumne nastavenom bankrotovom práve teda dochádza k rastu výnosu bankrotu a tým k poklesu efektívnej úrokovej miery pre podniky. Ak české právo likviduje projekty so špecifickými aktívami, ktoré tým stratia na hodnote, je úroková miera pre takéto projekty vyššia než pre tie bez špecifických aktív.

Otázkou je nakoľko sú takéto projekty dôležité pre budúci vývoj českej ekonomiky. Je možné, že ich význam klesá, tak ako to naznačuje Baird a Rasmussen (2002). Ak sa ale pozrieme na nepriamu aproximáciu použitú Wilsonom a Zhangom (2000), ktorá meria

---

<sup>91</sup> Prevzaté zo Schwartz (2002), strana 5.

špecifickosť aktív výdavkami na výskum, respektíve tým či je firma high-tech, alebo ak zoberieme do úvahy ich priamu aproximáciu, ktorá predpokladá, že špecifickosť aktív koreluje so špecifickosťou produkčnej línie a produktu samotného, dá sa očakávať, že ich význam bude zachovaný aj do budúcnosti.

Efektívna úprava úpadku tak môže viesť k uľahčeniu financovania high-tech alebo špecializovaných firiem, ktoré sú dnes príliš rizikové.

### **6. 3. Hypotéza**

Základnou hypotézou tejto práce je, že rôzna miera špecifickosti aktív vplýva na priebeh a výsledok úpadku v Českej republike. Konkrétne, že hodnota špecifických aktív v úpadku je v ČR stratená a to kvôli orientácii českého bankrotového procesu na likvidácie.

#### **6. 4. 1. Ústav lékařské kosmetiky, s.r.o.**

*(Popis případu převzatý z diplomové práce Jaroslava Míková: "Současný stav konkurzní problematiky", 2001, IES FSV UK, strany 62-70. Analýza a tabulky sú moje.)*

Ústav lékařské kosmetiky (ÚLK) bol založený v roku 1958, za účelom poskytovania kozmetických služieb a výroby a predaja kozmetických prípravkov. Po páde komunizmu bola firma transformovaná na s.r.o. a privatizovaná manažmentu. Za vysokého dopytu sa prudko rozvíjalo oddelenie služieb aj výrobná-obchodná činnosť. Kvôli sporom medzi oddeleniami bola firma po istých ťažkostiach v roku 1996 rozdelená na ÚLKP, a.s., ktorá sa ďalej zaoberala výrobou (a dodnes funguje) a na ÚLK, s.r.o., kde zostali služby.

ÚLK mala odvážne plány. Za cca 100 miliónov Kč nakúpila od izraelskej firmy prístroje na trvalú laserovú depiláciu. Táto investícia bola financovaná pomocou leasingu firmami Omnipol, a.s. (najväčší veriteľ) a OB Leasing, a.s. Firma vďaka prvenstvu na trhu zaznamenala zásadný úspech, ktorý sa prejavil počiatočným prudkým rastom tržieb. Veľmi rýchlo sa ale objavili problémy, trvalá depilácia sa totiž ukázala byť dočasná a firma musela poskytovať zákazníkom opakovanú službu zdarma. Objavila sa tiež konkurencia, ktorá používala podobnú techniku. Napriek strate prestíže ale spoločnosť pokračovala v dosahovaní slušných tržieb.

Aby predbehol konkurenciu, rozhodol sa podnik v roku 1998 investovať do vybudovania siete pracovísk po celej ČR (dovtedy pôsobil len v Prahe). Investícia predstavovala cca 30 až 50 miliónov Kč, očakávaná návratnosť v krátkom horizonte bola 100 miliónov Kč. Výnosnosť expanzie bola ale precenená a firma sa vďaka vysokým leasingovým záväzkom dostala do finančných problémov.

Reakcia na vzniknutú situáciu bola nasledovná, v roku 1999 jeden z jednatel'ov zakladá ÚLK – estetická chirurgia, a.s. (kde mala ÚLK 20 percentný podiel), kam sú následne prevedené všetky služby a zamestnanci. V ÚLK zostávajú laserové stroje a dlhy. ÚLK – estetická chirurgia používa stroje z ÚLK a odvádza 70 percent tržieb z laserovej terapie do ÚLK na splátky leasingu. To ale nestačí na pokrytie záväzkov voči veriteľom. V roku 2000 si preto Omnipol odvádza stroje a ÚLK nezostane žiadny majetok.

Krátko potom získava firmu ÚLK firma Globreal 49 (na základe nesúvisiacej súkromnej pohľadávky majiteľa ÚLK). Nový jednatel' zisťuje situáciu v ÚLK až po prevzatí. Snaží sa dohodnúť s ÚLK – estetická chirurgia, aby mu vrátila "vytunelovanú" prevádzku, čo sa aj darí (vráti sa všetko okrem plastickej chirurgie, ÚLK – estetická chirurgia mení názov na Estetická chirurgia, s.r.o.). Nový jednatel' sa dohaduje aj s Omnipolom. Leasingová firma vidí v pokračovaní ÚLK jediná možnosť na návrat vložených prostriedkov a dodáva laserové stroje naspäť. ÚLK ruší svoje pobočky a dochádza k celkovej reorganizácii firmy.

Dňa 28. 8. 2000 ale dochádza k vyhláseniu konkurzu na ÚLK a to na návrh OB Leasing, a.s. a Corfina, a.s. dvoch menších veriteľ'ov. Jednatel' ÚLK a aj najväčší veriteľ' Omnipol sa snažia s týmito firmami dohodnúť na pokračovaní firmy, táto snaha je ale neúspešná. Súdom je vymenovaný správca konkurznej podstaty. Ten vymenil manažment a napadol všetky zmluvné vzťahy firmy. Z vedenia odchádza napríklad PR manažérka, ktorá mala dobré vzťahy s tlačou a vďaka nim propagovala ÚLK. Konkurz vyvoláva paniku medzi zákazníkmi a dodávateľmi.

V decembri 2000 odchádza od firmy časť zamestnancov a zákazníkov. Sudca následne kvôli zjavnej nekompetentnosti správcu podstaty a menuje nového. Ten spolupracuje so starým manažmentom a predáva firmu ako celok. ÚLK funguje dodnes. Zaujímavé je tiež to, že nároky najväčšieho veriteľa Omnipol neboli nakoniec súdom uznané a najväčším veriteľ'om sa stal OB Leasing. Firma tak nakoniec dlžila len niečo menej ako 22 miliónov.

**Tabuľka 1: Údaje o ÚLK, s.r.o.**

<b>ÚLK, s.r.o.</b>				
<b>Tržby</b>				
1996	1997	1998	1999	2000
5 942 046 Kč	17 410 858 Kč	27 580 892 Kč	10 263 299 Kč	5 566 649 Kč
<b>Nároky veriteľ'ov dohromady</b>		<b>Z toho:</b>		
46 896 596 Kč		<b>Ominpol</b>	24 991 071 Kč	
		<b>OB Leasing</b>	6 852 964 Kč	
		<b>Corfina</b>	2 369 612 Kč	
		<b>Globreal 49</b>	9 599 990 Kč	

## 6. 4. 2. Analýza

Aj keď prípad ÚLK je v istom zmysle dedičstvom transformácie ponúka mi možnosť skúmať firmu so vysoko špecifickými aktívami a životaschopným jadrom. Na prípade je tiež vidieť ako v českých podmienkach pôsobí zaistené financovanie a ako sa počas úpadku správa manažment, veritelia, sudcovia a správca. Úpadok ÚLK spôsobila nezvládnutá expanzia firmy a pravdepodobne aj iné menšie nedostatky v jej vedení. Príčinou úpadku ale rozhodne nebola celková nefunkčnosť business modelu ÚLK, pretože firma s novým vlastníkom úspešne funguje dodnes.

O ÚLK nemáme presné údaje, ktoré by nám umožnili vypočítať pomery SA, IA a NSA. Môžeme ale dedukovať, že špecifickosť aktív ÚLK bola veľmi vysoká. Hodnota aktív spoločnosti do značnej miery spočívala v laserových strojoch.

Tieto stroje mali minimálne využitie a teda trhovú hodnotu inde ako v takejto firme, čo je vidieť aj na postupe hlavného veriteľa, Omnipolu, ktorý stroje nepredal, ale vrátil ich ÚLK. Dá sa predpokladať, že tieto aktíva neboli sektorovo špecifické ale firemne špecifické. To znamená, že existovali také vzťahy medzi týmito aktívami navzájom a medzi nimi a zamestnancami firmy, ktoré dokopy vytvárali významnú ekonomickú hodnotu. Ak by boli tieto aktíva sektorovo špecifické, zaistený veriteľ by ich mohol predat' iným firmám v sektore, pokiaľ by ten nebol v celkovej recesii, ako uvádzajú Schleifer a Vishny (1992). Sektor s kozmetickými službami sa ale ťažko mohol nachádzať v recesii keďže sa ÚLK až na nezvládnutú expanziu darilo veľmi dobre. Omnipol teda pravdepodobne po odobratí strojov z ÚLK zistil, že pre ne neexistuje trh a preto majú tieto aktíva vyššiu hodnotu v rámci tejto konkrétnej firmy, než kdekoľvek inde, respektíve, že tieto aktíva majú mimo ÚLK hodnotu blížiacu sa nule, zatiaľ čo v rámci podniku sú schopné generovať značné tržby, ktoré by mohli byť použité na splatenie záväzku.

Ľudský kapitál ÚLK tiež vykazoval istú mieru špecifickosti, ktorá spočívala v tom, že zamestnanci poznali laserové prístroje (ktoré sa nesprávali tak ako mali), čiže sa jednalo o vzťah medzi zamestnancami a aktívami (Williamsonov druh 3). Tieto znalosti by boli ťažko využiteľné inde ako vnútri ÚLK, ľudský kapitál istej časti zamestnancov mal teda v rámci ich konkrétnej firmy vyššiu hodnotu než mimo nej.

Čo sa týka ostatných aktív, dá sa povedať, že na finančné aktíva a pozemky pripadal len minimálny podiel. Podiel nešpecifických aktív na celkových aktívach podniku bola teda



veľmi malý. Z toho sa dalo vyvodzovať, že v prípade likvidácie firmy by výtazok z nej bol minimálny, čo si uvedomoval aj hlavný veriteľ.

Z popisu prípadu je tiež pomerne zrejmé, že ÚLK bola životaschopná. Príčina bankrotu sa dá identifikovať v neúspešnej a neufinancovateľnej expanzii firmy. Napriek tomu v ÚLK zostalo životaschopné jadro, ktoré generovalo značné tržby. To si uvedomil aj hlavný veriteľ, ktorý umožnil podniku pokračovať, v čom videl jedínú možnosť návratu svojej investície. Ak si zoberieme tržby firmy v poslednom "normálnom" roku, teda v roku 2000, predstavovali približne 22 percent z nárokov. Ak by sme rátali s hypotetickou ziskovou maržou 30 percent bola by návratnosť ÚLK voči dlhu asi 6 a pol percenta. Ak by sme si navyiac z nárokov na ÚLK odmysleli pohľadávku Globrealu 49, ktorá bola uspokojená tým, že táto firma prevzala dlžníka, boli by ukazovatele návratnosti ešte optimistickejšie, 27 a pol percenta, respektíve 8 percent.

Optimálnym riešením v tomto prípade by bolo firmu zachovať a to buď pomocou reorganizácie alebo predaja podniku ako celku. Aj keď by firmu kúpil nový majiteľ musel by pravdepodobne jej prevádzku zreorganizovať. K takémuto scenáru nakoniec došlo, aj keď sa tak stalo na základe niekoľkých náhodných udalostí.

V ÚLK došlo k istej dohode medzi veriteľom a dlžníkom na mimosúdnej báze. Tým došlo k záchrane hodnoty špecifických aktív a going concern surplusu. Došlo dokonca aj k zmene postupov vnútri firmy a reorganizácii jej aktív tým, že boli racionalizované jej pobočky. To by sa ale nestalo nebyť príchodu nového majiteľa a jednatela firmy (Globreal 49), ktorý sa k vlastníctvu podniku dostal viac-menej náhodou. Starý manažment, využívajúc variáciu bežnej stratégie riadenia rizikových projektov, sa snažil presunúť všetky cenné aktíva firmy do dcérskej spoločnosti a bankrotu tak uniknúť. Šťastím pre ÚLK a hlavného veriteľa bolo to, že zatiaľ čo sa Globreal 49 dostal k materskej firme, dcéra ÚLK – estetická chirurgia zostala starému vlastníkovi. Tým pádom začali byť záujmy ÚLK bránené a mohlo dôjsť k pokračovaniu jej fungovania, pretože to bol nový majiteľ, ktorý identifikoval životaschopné jadro podniku a dohodol sa s hlavným veriteľom.

Tu sa ukazuje, že nízka motivácia dlžníkov vstupovať do úpadku poškodzuje hodnotu špecifických aktív. Je tiež vidno, že za súčasných podmienok je faktický únik pred bankrotom veľmi jednoduchý, čo síce tiež zachráni hodnotu špecifických aktív, ale zníži to motiváciu veriteľov poskytovať kapitál projektom so špecifickými aktívami. Vďaka

neskorým bankrotom, respektíve vďaka tomu, že reálny obsah firmy je ešte pred bankrotom niekam prenesený, nemôže vzniknúť priestor pre reorganizáciu pod dohľadom veriteľov, alebo pre predaj firmy v úpadku ako celku. Tento priestor by slúžil práve k tomu aby hodnotné aktíva zostali pokope, zatiaľ čo je odstránená tá časť firmy, ktorá je neživotaschopná a veritelia by boli rozumne uspokojení.

Po vyhlásení konkurzu sa situácia ÚLK zhoršila. Správca konkurznej podstaty priniesol do firmy nové vedenie a s manažmentom (Globreal 49) nespolupracoval, čím narušil mnoho špecifických vzťahov medzi zamestnancami a zákazníkmi, dodávateľmi prípadne inými ekonomickými agentmi. Tým nevyužil firemne špecifický ľudský kapitál niektorých členov vedenia firmy a znížil going concern surplus firmy. Pôsobenie prvého správcu v tomto prípade bolo teda deštruktívne, čo uznal aj súd tým, že ho odvolal. Tu sa ukazuje, že lepšie informácie manažmentu a jeho firemne špecifické znalosti sú pre firmu významné a ich zachovanie v istej forme by mohlo viesť k zvýšeniu výnosu z bankrotov. Je tiež vidno, že diskrecia súdu je v českých podmienkach problematická. Sudca môže v mnohých prípadoch zabrániť rôznym excesom v bankrotovom procese, v tomto konkrétnom prípade ale hodnotu firmy v úpadku poškodil.

Firma bola nakoniec predaná ako celok, čo je rozhodne šťastný koniec. Menej šťastné je to, že nároky najväčšieho veriteľa neboli uznané, nedá sa teda celkom zmysluplne hovoriť o tom aký bol výnos bankrotu. Hlavný veriteľ mal v tomto prípade záujem na tom, aby firma pokračovala a to hlavne kvôli špecifickosti jej aktív a teda vlastnej neschopnosti speňažiť jej aktíva. Pokračovanie firmy by viedlo k pozitívnym výsledkom pre všetky strany, veriteľov, dlžníka a spoločnosť. Napriek rôznym problémom, ktoré česká úprava bankrotu má došlo k rozumnému vyriešeniu úpadku a ÚLK zostala zachovaná, aj keď k tomuto výsledku došlo zhodou niekoľkých šťastných okolností. Problematická bola v tomto prípade pomalosť priebehu celého prípadu. Trvalo pomerne dlho kým ÚLK do konkurzu vstúpila a trvalo dlho kým ten bol vyriešený. Počas tohto obdobia boli vzťahy medzi ÚLK a veriteľmi nejasné a panovala neistota ohľadom budúceho vývoja firmy, čo jej rozhodne nepomohlo.

### **6. 5. 1. Union Banka, a.s.**

*(Informácie o tomto prípade som čerpal z rozhovorov s právnikmi ktorý na bankrote Union Banky pracovali a z internetovej adresy [www.union.cz](http://www.union.cz), kde sa nachádzajú aj relevantné novinové články)*

Union Banka vznikla v roku 1991 ako malá regionálna inštitúcia. Od začiatku za ňou stáli veľké priemyselné kolosy, ktoré ju prostredníctvom Union Group vlastnili.

Union Banka (UB) sa dostala do konkurzu vďaka "tradičným" problémom českého bankovníctva 90-tych rokov. Manažment banky poskytoval nevýhodné úvery subjektom blízkym Union Group, čo viedlo k postupnému zhoršovaniu hospodárenia banky a nakoniec k úpadku.<sup>92</sup> Svoju úlohu v prípade UB zohrala aj agresívna a nákladná akvizičná politika, ktorá viedla k prevzatiu štyroch malých bánk. Podľa člena bankovej rady ČNB Pavla Racochu bolo vedenie banky nekvalitné a vedome nevytváralo dostatočné opravné položky.<sup>93</sup> Kontrola zo strany finančných autorít ale bola veľmi zdĺhavá a o stave banky sa veritelia dozvedeli až keď bolo neskoro. Banku sa svojím vstupom pokúsil zachrániť zahraničný partner Investmart o pomoci uvažoval aj štát, banke však nakoniec nepomohli. Pred vstupom do úpadku mala banka 1200 zamestnancov, asi 100 pobočiek a približne 130 tisíc klientov a približne 19 miliárd záväzkov, tvorených väčšinou depozitami.

Problémy banky vyvrcholili nedostatkom hotovosti na pobočkách. Keďže banka následne prišla o licenciu bola od februára 2003 zatvorená. V období od februára si bol manažment firmy vedomý problémov a pokúsil presunúť sídlo banky a zbankrotovať u spriazneného sudcu, s čím sa viaže veľmi známa kauza sudcu Berky. Tieto snahy ale boli neúspešné. Od 19. 5. 2003 sa banka nachádzala v likvidácii, ktorú vykonávala firma Value Added. Návrh na konkurz podalo 33 veriteľov. K vyhláseniu konkurzu na Union Banku došlo 29. 5. 2003 krajským súdom v Ostrave. Ten za správkyňu vymenoval Michaelu Huserovú. Veriteľský výbor bol kvôli množstvu zainteresovaných zvolený až v októbri 2003. Banka bola v úpadku z dôvodu insolventie aj z dôvodu predĺženosti, keď mala 19

---

<sup>92</sup> Takzvané RPL (related party loans) dosahovali až 5,3 miliardy korún. Ekonom 3. 7. 2003.

<sup>93</sup> ČTK, 11. 6. 2003. K podobnému záveru dospela aj parlamentná vyšetrovacia komisia.

miliárd korún záväzkov a iba cca 8 až 11 miliárd korún majetku. Najväčším veriteľom bol Fond ochrany vkladov s pohľadávkou 12,3 miliardy korún.

Likvidátor a správca sa dohodli na spoločnom postupe s cieľom zabezpečiť čo najväčšiu výnosnosť konkurzu. Starý top manažment bol s konkurzom nesúhlasil a bol z vedenia odstránený. Ešte pred vyhlásením konkurzu začala banka prepúšťať svojich zamestnancov, takže niekoľko mesiacov po vyhlásení konkurzu mala banka už len minimálne množstvo zamestnancov, a to hlavne podporného charakteru. Správkyňa ale pokračovala v zamestnávaní kľúčových zamestnancov a zostavila kvalitný tím ktorý previedol banku krachom.

Následne došlo ku zozbieraniu existujúcich pohľadávok a k súpisu majetku banky. Medzi veriteľom sa zaradili aj všetci malí klienti banky pretože ich pohľadávky boli Fondom poistenia vkladov uspokojené len do 90 percent a do maximálnej sumy 800 tisíc korún. Majetok UB tvorili tri základné veci, a to cenné papiere, pohľadávky voči klientom a budovy, respektíve pozemky. V majetku banky sa tiež nachádzali podiely v iných spoločnostiach, automobily, umelecké diela.

Konkurzná podstata banky nakoniec dosiahla výšku viac ako 8 miliárd korún. Registrované pohľadávky boli asi 17 miliárd.

Dňa 18. 6. 2003 sa odohrali prvé dražby majetku banky. Neskôr nasledoval predaj pobočiek. Tie podľa vyjadrenia Pavla Rozehnal z tímu správkyne banky veľmi rýchlo strácali hodnotu.<sup>94</sup> Záujmom správcu bolo predat' pobočky v celku a to aj so zamestnancami a vybavením, medzi ktorým bola aj kvalitná a funkčná počítačová sieť.<sup>95</sup> Kvôli komplikovanosti predaja ale k predaju došlo až v apríli 2004 a to iba za 183 miliónov korún. Do predaja bolo ako celok zahrnutých len 24 pobočiek z celkových 91 a kúpila ich realitná spoločnosť.

Vyhlásením konkurzu na banku sa všetky jej pohľadávky voči tretím subjektom stali splatnými. Tieto pohľadávky zahŕňali spotrebné úvery, úvery firmám a iné záväzky malých klientov voči banke. UB tieto úvery začala vymáhať a od malých klientov tým získala až 4,5 miliardy korún. Následne banka predala pohľadávky ktoré nevymohla. Tým získala ďalšie stamilióny korún a s predajom pohľadávok stále pokračuje.

---

<sup>94</sup> Ekonom, 3. 7. 2003

<sup>95</sup> Hospodárske Noviny, 11. 7. 2003

Celková výnosnosť bankrotu už presiahla 30 percent, čím sa značne vymyká z českého priemeru. Ako dôvod tohoto vývoja bola v médiách uvádzaná hlavne spolupráca správkyne, súdu a veriteľov a pomerne veľké množstvo majetku, ktoré v banke zostalo.<sup>96</sup>

## 6. 5. 2. Analýza

Úpadok finančnej spoločnosti sa rozhodne vymyká bežnému priebehu bankrotu, zvlášť ak sa jedná o veľkú retailovú banku. Napriek tomu je podľa mňa zmysluplné uviesť príklad Union Banky v tejto práci. Po prvé priebeh jej bankrotu bol, až na intermezzo s presunom ksudcovi Berkovi, veľmi štandardný a nedošlo k takmer žiadnej ingerencii vlády do tohto procesu. Vďaka tomu nie je výsledok bankrotu skreslený netrhovými silami a analýza tohto procesu nám môže povedať niečo o českých bankrotoch ako takých. Po druhé banka z definície nečelila zaisteným veriteľom. Po tretie špecifickosť aktív v Union Banke bola veľmi nízka. Tento príklad tak predstavuje akúsi hraničnú kauzu pri skúmaní českého bankrotu v súvislosti so špecifickosťou aktív.

Medzi aktívami UB logicky nebolo takmer žiadne strojové vybavenie. Miera špecifickosti aktív tak bola v jej prípade veľmi nízka. Naopak množstvo nešpecifických aktív v tejto spoločnosti dosahovalo veľmi vysokú hodnotu, pretože takmer celá jej hodnota bola tvorená cennými papiermi, pohľadávkami voči tretím osobám, ktoré v danom prípade predstavovali ekvivalent hotovosti a nehnuteľnosťami. Tieto aktíva mali v podstate rovnakú hodnotu v UB ako kdekoľvek inde.

Union Banka vstúpila do úpadku kvôli predĺženiu aj insolvenčii. To sa udialo predovšetkým kvôli nekvalitnému riadeniu banky. To ale predstavuje v podstate celý obsah bankového businessu, dá sa teda úspešne pochybovať, že by bolo v tejto firme čo zachraňovať (naviac banka už pred bankrotom prišla o licenciu).

Ľudský kapitál v UB pravdepodobne do istej miery špecifický bol, pretože sa dá predpokladať, že vyšší a stredný manažment mal vedomosti viažuce sa ku konkrétnym realitám banky, ktoré by sa dali ťažko využiť inde. Otázkou je aká bola ekonomická hodnota tohto kapitálu. Kvôli celkovému úpadku spoločnosti sa dá predpokladať, že ľudský kapitál vedenia UB bol minimálne o niečo horší ako v konkurenčných bankách. Keďže bankový sektor je pomerne štandardizovaný a homogénny, dá sa, v duchu argumentácie

---

<sup>96</sup> Hospodářské Noviny, 11. 8. 2004

Bairda a Rasmussena (2002), predpokladat', že ekonomická hodnota špecifického ľudského kapitálu bola v tomto prípade nižšia ako u manažmentu konkurenčných bánk.

Rovnako nebol úpadok UB spojený s celkovou krízou bankového sektoru v ČR a ako mi potvrdili právnici pracujúci na tomto prípade, kľúčový zamestnanci banky našli uplatnenie v ostatných českých finančných inštitúciách. Hodnota ich znalostí viažucich sa k bankovníctvu tak zostala aspoň do istej miery zachovaná. Radový zamestnanci banky získali vedomosti všeobecného charakteru, ich ľudský kapitál teda špecifický nebol a nebol dôvod na to aby museli pracovať v tejto konkrétnej firme.

Na základe tejto úvahy sa dá povedať, že aktíva banky by nemali vyššiu hodnotu ak by boli uzamknuté v rámci UB a boli ľahko speňažiteľné. Naopak mnohé jej aktíva by boli efektívnejšie využité mimo banky. UB tak mala minimálny going concern surplus. Optimálnym riešením bol predaj aktív banky po častiach.

Napriek pomalej práci finančných úradov (teda hlavne ČNB) bol výsledok bankrotu bol pozitívne ovplyvnený dodatočným monitoringom, ktorý na firmu vyvíjali okrem veriteľov regulačné úrady. Tie signalizovali problémy banky skôr ako sa to deje v prípade bežných českých bankrotov, čo umožnilo veriteľom pomerne rýchlo na banku vyhlásiť konkurz. Banka tak nestihla prísť o hodnotné aktíva.

Na konkurznom procese sa pozitívne podpísala aj práca správkyne podstaty. Tá spolupracovala so zamestnancami banky, čím mohla využiť ich informačnú výhodu. Správkyňa sa snažila udržať aktíva firmy v rozumných celkoch a predávať ich po balíkoch, čím do značnej miery zachovala ich hodnotu a zvýšila tak výnos bankrotu. Tu sa ukazuje, že jednotlivé subčasti podniku môžu mať tiež väčšiu hodnotu pokope ako oddelene a vykazovať tak istý druh špecifickosti, podobne ako v príklade, ktorý vo svojom článku uvádza LoPucki (2003: p. 5-6).

Banka mala veľké množstvo veriteľov (veriteľov a pasívnych klientov) a tí neboli zaistení, čo viedlo k tomu, že museli v bankrote postupovať spoločne a nikto z nich sa nemohol uspokojiť oddelene. Preto nedošlo k strategickým hrám medzi skupinami veriteľov a runu na aktíva spoločnosti, naopak, celý majetok banky bol držaný pohromade kým sa nerozhodlo ako ho optimálne speňažiť.

Je to práve skoré vyhlásenie konkurzu, nízka špecifickosť aktív, rozumný postup správkyne a postavenie veriteľov ktoré viedli k 30 percentnému výnosu konkurzu, v Českej

republike bezprecedentnému. Tento výsledok je o to zaujímavejší, že sa jednalo o veľkú retailovú banku, ktorá bola nekvalitne riadená a napriek tomu, že české bankrotové právo nemá oddelené ustanovenie pre bankrot finančných spoločností.

## 7. Diskusia

### 7. 1. Vplyv špecifickosti aktív na úpadok v ČR

Na uvedených príkladoch bolo ilustrované, aký dopad môže mať rôzna špecifickosť aktív na priebeh úpadku v českom prostredí. ÚLK predstavovala v istom zmysle hraničnú kauzu, pretože to bola životaschopná firma s vysoko špecifickými aktívami. Naopak Union Banka predstavovala opačný extrém, neživotaschopnú firmu s generickými aktívami. Špecifickosť aktív sa ukázala ako dôležitý faktor pri určovaní priebehu a to v tom zmysle, že pre podnik s nízkou špecifickosťou aktív je efektívna aj likvidácia. V prípade ÚLK sa ukázal charakter jej aktív ako rozhodujúci motív pre hlavného veriteľa aby nechal firmu ďalej fungovať pokope.

Z teoretického rámca a aj z doterajších úvah je tak očividné, že charakter aktív podniku je determinantom jeho hodnoty v rôznych scenároch bankrotu. Prítomnosť špecifických aktív tak môže byť indikátorom pri rozhodovaní, či má zákonná úprava úpadku v konkrétnom prípade preferovať zachovanie podniku pred likvidáciou. To platí obzvlášť pre Českú republiku. Dá sa očakávať, že voči dlžníkom prísne nastavené úpadkové právo povedie k tomu, že niektoré životaschopné projekty budú zlikvidované. To ale nepredstavuje pre ekonomiku krajiny problém pokiaľ neboli aktíva v takejto firme špecifické. Aj keď sú likvidáciou firmy odstránené všetky pozitívne externality plynúce z jej existencie, tie sa môžu veľmi rýchlo obnoviť vo forme novej firmy. Nešpecifické aktíva totiž môžu byť aj v prípade bankrotu ľahko prenesené do novej spoločnosti pri nízkych nákladoch a táto spoločnosť poniesie všetky výhody ktoré mala tá predchádzajúca.

Ak kvôli zlému finančnému riadeniu zbankrotuje malá obchodná firma, ktorej jediným majetkom sú počítače, dodávka a ľudský kapitál jej zamestnancov, ktorého hodnota spočíva vo všeobecnej schopnosti obchodovať, nedôjde k žiadnej tragédii. Počítače, rovnako ako dodávka môžu byť ľahko využité v ktorejkoľvek inej obchodnej firme a zamestnanci si rýchlo nájdu zamestnanie, ktoré využije ich všeobecne hodnotný ľudský kapitál. Vlastník-manažér si môže buď založiť novú firmu, alebo sa uplatniť podobne ako jeho bývalí zamestnanci. Navyiac sa dá očakávať, že sa evolučne presadí rozumnejšie finančné riadenie takýchto firiem.



Aj keď môže zlikvidovať niektoré životaschopné projekty so špecifickými aktívami je zavadenie prísnej úpravy bankrotového práva v ČR žiaduce. Prečo? Predovšetkým preto, že pod mäkkou, reorganizáciu preferujúcou úpravou závisí priebeh úpadku do značnej miery od kultúry právneho a firemného prostredia a od kvality sudcov. Dostupné znalosti o českom bankrotovom procese nám ukazujú, že je dlhý, drahý málo efektívny, že úpadky sú vyhlasované neskoro a že potenciálni účastníci sa konkurzného či vyrovnacieho konania boja a nedôverujú sudcom ani súdmi ustanoveným správcom. Riešením nie je rozširovanie komfortu pre dlžníkov, pretože reorganizácia je časovo náročný proces, náchylný na zneužitie. Riešením je zjednotenie zákona, posilnenie postavenia veriteľov a zrýchlenie bankrotovej procedúry. České právo by malo preferovať likvidáciu a predaj podniku ako celku, tam kde môže a dovoliť reorganizáciu len tam kde musí. Prísna úprava bankrotu následne prinesie vyššie spomínané výhody, ako je disciplinovanosť dlžníkov a nižšiu cenu kapitálu.

Takéto právo by nakoniec projektom so špecifickými aktívami pomohlo. Na príklade ÚLK bolo vidieť, že pre zachovanie hodnoty špecifických aktív je kritická spolupráca veriteľa a dlžníka a to v dobe keď je vo firme ešte čo zachraňovať. Veriteľ, ktorý vie, že v bankrotovom procese nebude podvedený nemá motiváciu speňažovať špecifické aktíva, pretože výnos z nich je minimálny. Naopak, ak veriteľ vie, že dlžník mu môže s aktívami kedykoľvek "utiecť", respektíve, že môže využívať nejasnosti zákona na strategické odkladanie bankrotu, má motiváciu svoju zástavu, respektíve nárok čo najskôr speňažiť a znížiť tak going concern prebytok. Lepšia úprava bankrotu by zvýšila motiváciu veriteľov zúčastňovať sa ho. To by prinieslo tlak na dlžníkov buď sa s veriteľmi dohodnúť, alebo čeliť návrhu na efektívny konkurz. Vďaka tomu by sa firmy do úpadku dostávali skôr a dalo by sa z nich ešte niečo zachrániť. Pre dlžníkov by tiež bolo ťažšie uniknúť bankrotu prenosom aktív do inej firmy. To by prinieslo rast výnosov úpadku a teda aj nižšiu úrokovú mieru pre projekty so špecifickými aktívami.

## **7. 2. Firmy so špecifickými aktívami**

Ideálna úprava by bola taká, ktorá by nelikvidovala životaschopné projekty so špecifickými aktívami. Ak by sme sa k nej chceli aspoň priblížiť pomohla by nám v tom schopnosť rozlíšiť firmy so špecifickými aktívami od tých s nešpecifickými. Súčasná

metodológia v tejto oblasti nie je dokonalá (viď časť Metodológia), dáva nám ale niektoré vodítka.

Ktoré firmy teda majú nešpecifické aktíva? Sú to predovšetkým malé spoločnosti podnikajúce v sektore služieb, tie totiž disponujú zväčša štandardným vybavením a ich zamestnanci všeobecne uplatniteľnými schopnosťami. Tých je v Českej republike, ako aj vo všetkých vyspelých krajinách, väčšina. Ako ale ukazuje prípad Union Banky, aj veľké firmy môžu disponovať nešpecifickými aktívami. Budú to hlavne firmy, ktoré sú založené na ľudskom kapitále a takmer žiadnych fyzických aktívach, teda finančné a poradenské spoločnosti a iné firmy z oblasti profesionálnych služieb.<sup>97</sup> Ich ľudský kapitál síce bude špecifický, ale iba sektorovo, všetci hodnotní zamestnanci zbankrotovanej firmy si tak ľahko nájdu uplatnenie, ktoré naplno využije ich ľudský kapitál.

Naopak firmy narábajúce s fyzickými špecifickými aktívami budú väčšinou ťažiť z rastúcich výnosov z rozsahu a relatívne vysokých nákladov vstupu na trh, budú teda stredne veľké alebo veľké. Bude sa teda jednať predovšetkým o veľké výrobné firmy.

V prípade bankrotov malých spoločností obvykle nie je čo zachraňovať. Ich aktíva pozostávajú so značnej miery zo štandardizovaného vybavenia a ľudského kapitálu vlastníka-manažéra. Mobilita malých firiem, teda rýchlosť ich vstupu a výstupu z trhu je, na rozdiel od veľkých firiem so špecifickými aktívami, vysoká, dá sa teda očakávať, že zbankrotovaná firma bude rýchlo nahradená. K takémuto záveru nás vedie aj pohľad na typický český bankrot.<sup>98</sup>

K podobným záverom dochádza aj Baird a Morrison (2005) na základe štúdie amerických údajov. Zisťujú, že v malej americkej firme je len približne 5 a pol percenta aktív špecifických.<sup>99</sup> To nenecháva pre malé firmy takmer žiadny priestor na reorganizáciu, likvidácia bude pre nich takmer vždy optimálna. V českých podmienkach by sme skoro určite dospeli k podobnému výsledku, respektíve so skončením transformácie a ďalším rozvojom sektoru služieb sa k tomuto číslu budeme blížiť.

Aj malé firmy budú obsahovať časti ktoré je lepšie zachovať pohromade, pretože medzi ich aktívami môžu existovať zavedené vzťahy, ktorých znovuvytvorenie by bolo

---

<sup>97</sup> K podobnému záveru prichádza aj Baird a Rasmussen (2002), strana 24, uvádzajúc príklad investičných bánk.

<sup>98</sup> Pozri časť Typický český bankrot.

možné len pri vynaložení netriviálnych nákladov. Aj tieto firmy tak môžu disponovať going concern surplusom. Takéto časti by bolo rozumné predávať pokope, prípadne tam kde je to možné predat' aj malú firmu ako celok. Umožňovať ale reorganizáciu paušálne všetkým firmám by znamenalo vo väčšine prípadov zbytočné predlžovanie fungovania neživotaschopnej firmy a teda aj neefektívneho využitia aktív a poškodzovanie veriteľov, čo by následne zdražilo kapitál pre všetky firmy. To by nebola adekvátne cena za zachovanie hodnoty aktív v malých firmách.

### **7. 3. Priestor pre reorganizáciu a predaj podniku ako celku**

Napriek tomu ale existujú aj v firmy, ktoré napriek tomu, že sú v úpadku majú pozitívnu ekonomickú hodnotu, ktorá by bola likvidáciou významne poškodená, v extrémnom prípade znížená na nulu. Sú to práve firmy ktoré operujú so špecifickými aktívami. Pre nich existujú dve rozumné možnosti riešenia úpadku, predaj podniku ako celku a reorganizácia.

Na otázku, či v existuje v ČR reálna možnosť predat' firmu v úpadku ako going concern, respektíve predat' jej životaschopné časti ako celok zatiaľ nemáme jednoznačnú odpoveď. Česká úprava predaj podniku ako celku pripúšťa, cesta k nemu môže ale byť kľukatá a dlhá ako ukazuje prípad ÚLK. Ako už bolo uvedené, 14 percent úpadkov veľkých podnikov končí predajom firmy ako celku, čo je pomerne malé číslo. Aj keď údaje Thorburna (2000) o švédskych firmách sú povzbudivé, český kapitálový trh je neefektívny a nelikvidný. Určite sa ale dá očakávať, že ak bude české právo upravené tak aby umožňovalo hladký predaj podniku ako celku, množstvo takých predajov vzrastie. Z takéhoto vývoja by potom ťažili všetky firmy v úpadku, pre firmy so špecifickými aktívami by to znamenalo dramatické zlepšenie ich vyhliadok.

Zatiaľ sa ale rozhodne nedá povedať, že predaj firiem ako celku a likvidácia budú optimálne v každom prípade. Zvlášť v pri veľkých výrobných firmách sa dá očakávať vysoká špecifickosť ich aktív a nemožnosť ich predaja ako celku aj keby boli životaschopné. Pre takéto firmy, ktorých ale bude minimum, by mala právna úprava obsahovať inštitút reorganizácie.

---

<sup>99</sup> Baird a Morrison (2005), strana 28. Použitá metodológia je rovnaká ako v Acharya, Sundram a John (2004).

Existuje ešte jedna potenciálna skupina firiem, ktoré by ťažili z reorganizácie. Sú to malé technologické firmy, ktoré realizujú rizikové projekty. Sú to práve tieto firmy, ktoré ťažia z existencie Kapitoly 11.<sup>100</sup> Sú to nové malé firmy, ktoré prinášajú technologické inovácie a ktoré do značnej miery stoja za ekonomickým úspechom Spojených štátov. Tieto firmy majú vysoko špecifické aktíva (podľa Wilson a Zhang, bod B) a ľudský kapitál a je teda rozumné ich nejakým spôsobom zachovať. Kvôli tomu, že sa jedná o malé technologické firmy je práve špecifický ľudský kapitál ich vlastníkov-manažérov vo vzťahu k špecifickým fyzickým aktívam to čo tvorí ich going concern surplus. Predaj týchto firiem môže byť preto problematický, preto je možné, že pre ne bude vhodná nejaká forma reorganizácia. Pre spravovanie rizikových projektov sa v ČR používa už spomínaný postup vytvorenia materskej a dcérskej spoločnosti. Ex post to síce zachraňuje značnú časť hodnoty týchto firiem, ale ex ante budú poskytovatelia financií menej ochotný vložiť kapitál do takýchto projektov. To bude znamenať drahšie financovanie pre takéto projekty a teda nerealizovanie niektorých z nich, ktoré majú kladnú NPV.

#### **7. 4. Problémy súčasnej úpravy úpadku**

Existuje niekoľko dôvodov prečo súčasná úprava úpadku neumožňuje vyššie spomenuté spôsoby riešenia insolventie. Základnou výčitkou voči Zákonu o Konkurze a vyrovaní (ZKV) je jeho neprehľadnosť, nejasnosť a možnosť mnohých výkladov. Účastníci bankrotu tak presne nevedia aké sú ich práva a povinnosti, čo zvyšuje diskreciu súdov a vedie k veľmi rozdielnym priebehom bankrotov.

Ďalším problémom je všeobecne malá miera kontroly dlžníka veriteľmi. V prípade konkurzného konania je kontrola vykonávaná len pomocou súdom dosadeného správcu, ktorý ale nie je veriteľmi nijak kontrolovaný. V prípade vyrovnania žiadna kontrola dlžníka veriteľmi de facto neexistuje, čo je jeden z dôvodov nefunkčnosti vyrovnacieho konania. Problémom je tiež nízka miera informovania veriteľov o stave podniku. Veriteľský výbor sa obvykle zide až niekoľko mesiacov po vyhlásení úpadku.

Druhá alternatíva záchrany a to predaj celku v rámci likvidačnej procedúry je tiež komplikovaná. Častokrát je problémom už pokračovanie fungovania podniku po vyhlásení konkurzu, kvôli ustanoveniam v daňových a účtovných zákonoch, ktoré pokračovanie

---

<sup>100</sup> Cowenberg (2002), strana 3.

sťažujú a nereálnej úprave nového financovania, ktorá mu nedáva dostatočnú záruku splatenia.<sup>101</sup> Nie je tiež jasné či predajom celého podniku, získa nový majiteľ aj jeho záväzky. Neisté je aj ako majú byť v prípade takéhoto predaja vyplatený zaistený veriteľia, pretože nie je upravený postup na ocenenie ich časti podniku,<sup>102</sup> čo opäť zvyšuje priestor pre ľubovôľu správcu a sudcu. Celkovým problémom je aj pomalý priebeh bankrotu, ktorý znižuje hodnotu a tým aj šancu na to, že bude za rozumných podmienok predaný ako celok.

Ako najväčší problém pri snahe umožniť reorganizáciu, prípadne predaj podniku ako celku, je úprava postavenia zaistených veriteľov.<sup>103</sup> Zásah do ich práv je totiž v priamom rozpore s cieľom zástavy, ktorým je zníženie miery rizika, ktorej takýto veriteľ čelí. Preto je nevyhnutné zabezpečiť ich práva v rámci konkurzu a vyrovnaní dostatočne na to aby títo veritelia mali motiváciu nepostupovať oddelene, ale uspokojiť sa v rámci kolektívnej procedúry.

Pre zaisteného veriteľa je dôležitá rýchlosť bankrotu, pretože v prípade jeho predĺžovania by bolo preňho výhodnejšie speňažiť zástavu oddelene, prípadne do úpadku vôbec nevstupovať a uplatniť zástavu pri prvom náznaku problémov dlžníka. Rýchlosť je dôležitá aj kvôli tomu, že hodnota zástavy môže počas bankrotového konania klesať a to buď objektívne poškodením zastavenej veci, alebo subjektívne vo forme nákladov príležitosti. Pre zaisteného veriteľa je tiež dôležité vedieť akú prioritu bude mať vo vzťahu k nemu post petičné financovanie.

Česká úprava je voči zaisteným veriteľom veľmi nepriateľská, nie však spôsobom ktorý by uľahčoval zachraňovanie insolventných firiem. Jednak, podobne ako ostatní veritelia, majú minimálny vplyv na to akým spôsobom je podnik, a teda ich zástava, speňažený. Poškodzuje ich tiež to, že v rámci konkurzu môže byť k prednostnému uspokojeniu zaistených veriteľov použitých len 70 percent výnosov z predaja zástavy. Právo tiež neobsahuje žiadnu ochranu pred stratou hodnoty ich zástavy, čo je v spojení s dĺžkou konkurzov kritický problém. Úprava nového financovania podniku v konkurze nie je dosť jasná. Zaistený veritelia tak majú veľmi silnú motiváciu vyhýbať sa konkurznému konaniu tak dlho ako je to možné. České zákony upravujúce zástavné právo navyiac

---

<sup>101</sup> Diblík (2004), strana 53

<sup>102</sup> Klimeš (2004), strany 75-76 a Richter (2003), strany 36-37.

<sup>103</sup> Podrobnejšie v Richter (2003).

motivujú investorov zastaviť skôr jednotlivosti ako podnik ako celok.<sup>104</sup> To dohromady vedie k snahe zaistených veriteľov rozobrať si podnik po častiach ešte pred formálnym úpadkom, čo samozrejme zmarí akékoľvek šance na jeho záchranu.

Vďaka nefunkčnému vyrovnaciemu konaniu a obtiažnemu predaju podniku ako celku nastavenie úpadkového práva v ČR záchranu podniku skôr sťažuje akoby jej pomáhalo.

Ďalším zásadným problémom pri snahe zachrániť podnik ako celok je neskoré vyhlasovanie konkurzov. Dá sa povedať, že ak budú vyriešené spomenuté problémy úpadkového práva a zlepši sa vynucovanie veriteľských práv, stúpne aj motivácia veriteľov vstupovať do konkurzu, čím sa urýchli jeho vyhlasovanie. V súčasnej situácii môže dlžník pomerne dlho oddiaľovať bankrot práve vďaka nízkej motivácii veriteľov doňho vstupovať.

## **7. 5. Švédsko úprava bankrotov<sup>105</sup>**

Ako už bolo uvedené, centrálnym problémom bankrotového práva je rozoznať životaschopnú firmu od neživotaschopnej. V tejto práci som sa snažil ukázať, že je tiež dôležité rozoznať firmu so špecifickými aktívami, pretože tá má výrazne vyššiu hodnotu ak je zachovaná pohromade. Problémom ale samozrejme je ako to urobiť. Jeden z návodov nám poskytuje švédsko úprava bankrotu, ktorá už bola spomínaná kvôli svojej vysokej miere rehabilitácie firiem.

Švédsko úprava obsahuje inštitút konkurzu aj vyrovnania, vyrovnanie sa ale takmer nepoužíva. Úprava likvidácie ale takmer kopíruje dizajn peňažných aukcií navrhovaný akademickými ekonómami.<sup>106</sup> Bankrot je vyvolaný insolvenčnou príčinou, pričom platí, že ak bankrot navrhne dlžník je automaticky prijatý. Preto je pre veriteľov výhodnejšie dotlačiť dlžníka k navrhnutiu bankrotu a 90 percent úpadkov je iniciovaných dlžníkmi. Priemerný čas medzi podaním návrhu a vyhlásením konkurzu je len 2,2 dňa.<sup>107</sup> Pri vstupe do bankrotu sú aktíva firmy prevzaté správcom. Ten je ustanovený súdom na návrh dlžníka ale neskôr musí byť potvrdený aj veriteľmi firmy. Správca je súdom registrovaný právnik, táto

---

<sup>104</sup> Richter (2003), strana 36 píše o prípade ak by bol zástavou celý podnik: "...existuje značné riziko, že zaistenému veriteľovi nebude v konkurze dlžníka k dispozícii výnos speňaženia obežného majetku zastaveného podniku..." čo "...popiera hlavný dôvod prečo by strany úverového obchodu mohli chcieť zriadiť zástavné právo k podniku skôr ako zástavné práva ... k jednotlivostiam..."

<sup>105</sup> Táto časť čerpá hlavne zo Stromberg (2000), strany 2645-2648.

<sup>106</sup> Napríklad Bebchuk (1988).

profesia je teda regulovaná. Jediný jeho cieľ je speňažiť aktíva tak aby dosiahol čo najvyšší celkový výnos. Ten je následne rozdelený medzi veriteľov podľa seniority. Na rozdiel od väčšiny podobných úprav<sup>108</sup> je ale správca odmenený podľa počtu odpracovaných hodín a nie podľa výnosu bankrotu. Jeho práca je ale kontrolovaná zvláštnou vládnu agentúrou a vzhľadom na to, že správcovia musia byť potvrdení veriteľmi je pre nich dôležité zachovať si dobrú povesť.

Správca má pri rozhodovaní o speňažení aktív firmy v podstate voľnú ruku. Aj keď sa od neho očakáva, že ich predá v aukcii, k tomu dochádza len ak je firma likvidovaná po častiach. Pri predajoch podniku ako celku sa takmer vždy jedná o predaj pomocou vyjednávanie s jedným alebo dvoma záujemcami. Ak je firma predaná ako going concern, udeje sa to v priemere už 2,3 mesiaca po vyhlásení bankrotu (medián je 1 mesiac).<sup>109</sup> Je to tak kvôli tomu, že podľa švédskeho práva nemôže firma v úpadku získať nové financie a švédske zákony výslovne prikazujú správcovi konať čo najrýchlejšie, pričom prevádzka podniku v likvidácii je obmedzená na 1 rok.

Táto úprava vedie k zaujímavým výsledkom. Ako bolo spomenuté, Thorburn (2000) uvádza vysokú mieru rehabilitácia podnikov predajom. Stromberg (2000) uvádza, že veľká časť týchto predajov sa odohrá vo forme spätného predaja starému vlastníkovi-manažmentu (sale-back to incumbent owner-management). Tento spätný predaj je väčšinou financovaný bankou, ktorá je zároveň veriteľom vlastníka-manažéra, musí teda medzi nimi dôjsť k vyjednaniu nového dlhového kontraktu. Stromberg (2000) zisťuje, že pravdepodobnosť takéhoto predaja rastie v prípade, že sektor z ktorého je firma je v depresii<sup>110</sup> a keď sú aktíva firmy špecifické (sektorovo alebo firemne). To na jednu stranu potvrdzuje teoretické predpoklady Williamsona (1985) a Schleifera a Vishny (1992), na druhú stranu to ukazuje cestu ako zachrániť hodnotu špecifických aktív aj v prípade nelikvidnosti trhu. Spätný predaj manažmentu financovaný veriteľskou bankou na základe nového dlhového kontraktu tu efektívne nahrádza inštitút reorganizácie.

Táto úprava by neriešila potenciálne problémy veľkého výrobného podniku so špecifickými aktívami, financovaného množstvom senior veriteľov. Takýchto bankrotov

---

<sup>107</sup> Stromberg a Thorburn (1996)

<sup>108</sup> Napríklad nemeckej a fínskej.

<sup>109</sup> Stromberg a Thorburn (1996)

<sup>110</sup> Čo spôsobuje nelikvidnosť trhu pre likvidované projekty podľa Schleifer a Vishny (1992).

bude ale v českej praxi minimum. Čo švédsky model ukazuje je, že môže existovať veľmi jednoduché, rýchle a efektívne úpadkové právo, ktoré nenarušuje absolútnu prioritu nárokov a zachováva hodnotu špecifických aktív. To by mohla byť rozumná inšpirácia pre Českú republiku.

## 7. 6. Odporúčania

Základom novej úpravy úpadku by mala byť snaha ho zrýchliť, zlacniť, posilniť kontrolu veriteľov nad celým procesom a uľahčiť predaj podniku ako celku. Podrobnejšie sa dá výsledok predchádzajúcich úvah zhrnúť do týchto bodov:

- Nová úprava by mala byť predovšetkým napísaná prehľadne a jednoznačne, aby nemohlo dôjsť k rôznym výkladom jej ustanovení. To by obmedzilo ľubovôľu sudcov pri riadení bankrotu a vytvorilo tak predvídateľnejšie právne prostredie, ktoré by neodradzovalo od používania formálnej procedúry bankrotu.
- Zákon by mal byť celkovo koncipovaný ako creditor friendly. Veritelia by mali mať oveľa väčšiu kontrolu nad procesom úpadku, to znamená nad správcom a aj nad samotným úpadcom. Zákon by mal umožniť rýchlejší vznik veriteľského výboru a jeho silné postavenie vzhľadom k dlžníkovi a správcovi a jasne definovať informačné povinnosti dlžníka voči veriteľom (disclosure).
- Zvláštna pozornosť by mala byť venovaná zaisteným veriteľom, ktorý by mali byť kompenzovaný za prípadné zníženie hodnoty ich zástavy. Ich postavenie by malo byť jasne definované vo vzťahu k post petičnému financovaniu. Ak by aj procedúra bankrotu obsahovala nejaké obmedzenie ich práv vo vzťahu k zástave, mali by byť kompenzovaný tým, že po istom uplynutí istého času od začiatku bankrotového konania by automaticky získali právo speňažiť svoju zástavu, aby nemohlo dôjsť k strategickému odsúvaniu ukončenia bankrotu a vzájomnému vydieraniu účastníkov konania.



- Základom úpadkovej procedúry by mal byť konkurz, ktorého cieľom by bolo čo najrýchlejšie vyriešenie finančnej krízy a to takým predajom aktív, ktorý prinesie najvyšší výnos. Otvorenou otázkou je či by malo byť povolené post petičné financovanie podniku v konkurze alebo nie.
- Správca by mal byť vybraný veriteľmi a kontrolovaný súdom a veriteľmi. Tým by sa predišlo tomu aby správca priamo poškodzoval veriteľov a sudca by mohol dohliadať na to aby neboli záujmy veľkých veriteľov výrazne uprednostňované. Profesia správcu by mala byť trhovo regulovaná, to znamená, že správcu by vyberali veritelia na základe konkurenčných ponúk, prípadne veriteľa schvaľovali po tom, čo bol ustanovený súdom.
- Je nutné právne uľahčiť predaj podniku ako celku. Zástavné právo by malo umožňovať vznik efektívnej zástavy k celému podniku, teda aj k výnosu zo speňaženia obežného majetku podniku. Prevádzka podniku v úpadku by mala byť náležite právne upravená. Zákon by mal stanoviť, že s predajom podniku na kupujúceho neprejdú záväzky (tie budú vyplatené z výťažku). Zákon by mal stanovovať mechanizmus, ktorý by určil aký podiel z výťažku majú veritelia so zástavou k jednotlivostiam.
- Reorganizácia by mala byť koncipovaná ako výnimočný nástroj pre zachovanie firiem s vysoko špecifickými aktívami, ktoré nie je možné z rôznych dôvodov predať ako celok. Pri reorganizácii je nutné dbať na práva zaistených veriteľov a na povinnosť dlžníka informovať veriteľov a súd o priebehu reorganizácie. Mali by tiež byť stanovené realistické časové limity v rámci ktorých by sa dlžník pohyboval.

## 8. Záver

Odpoveď na otázku či české úpadkové právo poškodzuje hodnotu špecifických aktív je jednoznačná: poškodzuje. Je tomu tak predovšetkým preto, že česká procedúra bankrotu poškodzuje všetky aktíva. Nejasná právna úprava a definície, pomalosť súdov, nízka kontrola úpadkov veriteľmi a problémy spojené so zástavným právom odradzujú veriteľov od vstupu do formálnej procedúry bankrotu. To otvára priestor pre dlžníkov bankrot odkladať a firmu v úpadku zbavovať čohokoľvek cenného a motivuje veriteľov navzájom sa poškodzovať a vydierať. Táto prax nevytvára priestor na "rozumné" riešenie finančnej krízy, naopak vytvára pre dlžníka motiváciu firmu v úpadku zbavovať hodnotných aktív, čo poškodzuje going concern value priamo aj nepriamo, rastom úrokovej miery. Pre veriteľa vytvára pohnútku uspokojiť svoje nároky čo najrýchlejšie, čo sa dá pomocou realizácie zástavy. To samozrejme marí nádeje na rehabilitáciu firmy a vedie k nižšiemu výnosu úpadku v ktorom sa vyskytovali špecifické aktíva.

Aj v takýchto komplikovaných podmienkach je nádej na relatívne úspešne vyriešené úpadky ako ukazujú príklady ÚLK a Union Banky. Pre ne bola dôležitá dobrá vôľa veriteľov, respektíve súdu a správkyne. Závislosť na dobrej vôli a súdnej diskreícii je ale ďalšou slabinou českej úpravy. Tá vedie k veľmi rôznym výsledkom úpadkov a teda k nepredvídateľnému a netransparentnému právnemu prostrediu.

Áká má byť nová úprava bankrotu? Rozhodne by mala odpovedať na uvedené problémy, ktoré vyplývajú z celkovo nízkej legislatívnej kvality zákona o konkurze a vyrovnaní. Otázkou je kam by sa mala vydať z koncepčného hľadiska? Mala by ísť cestou reorganizácie a "mäkkého" prístupu k dlžníkovi a teda široko dostupnej reorganizácie, alebo nie?

Reorganizácia je spojená s komplikovanou a dlhou procedúrou vyjednávania, ktorej úspech do značnej miery závisí od kvality bankrotového sudcu. To vedie k neefektívnemu využívaniu aktív a predlžovaniu existencie neživotaschopných projektov. Proces reorganizácie, ktorého princíp spočíva vo vyjednaní nového dlhového kontraktu navyiac narušuje absolútnu prioritu nárokov a tým aj ex ante efektívnosť úpadku a úrokovú mieru.

Peňažná aukcia, ktorá môže skončiť predajom podniku ako celku prinesie výnos, ktorý sa následne môže rozdeliť ľubovoľne, a teda aj v súlade s absolútnou prioritou

nárokov. Takýto predaj navyiac môže zachovať špecifické aktíva pokope a ak by bol umožnený spätný predaj podniku starému vlastníkovi, ktorý by bol financovaný novým dlhovým kontraktom, mohla by peňažná aukcia reorganizáciu nahradiť. Takáto aukcia je navyiac rýchlejšia a legislatívne a technicky menej náročná. Nezávisí tiež na súdnej diskreícii do takej miery ako reorganizácia, pretože v peňažnej aukcii určí cenu podniku, jeho časti, alebo jednotlivých aktív trh.<sup>111</sup>

V prípade, že je pri bankrote použitá peňažná aukcia môže byť trh z rôznych dôvodov nelikvidny. Či už kvôli spoločnej depresii v celom odvetví, kvôli transakčným nákladom na získavanie informácií, alebo kvôli väzbe medzi vlastníkom-manažérom a aktívami firmy. V tom prípade by došlo v peňažnej aukcii k predaju podniku pod cenu, prípadne by výnos z predaja podniku ako celku bol nižší ako predaj podniku po častiach a došlo by k neefektívnej likvidácii. Túto nelikviditu trhu ale musíme brať ako náklad peňažnej aukcie a porovnávať ju s nákladmi na reorganizáciu.

Česká úprava potrebuje jednoduchosť, rýchlosť a nízku mieru súdnej diskreície. Systémové náklady na reorganizáciu by tak boli veľmi vysoké. Snaha zachraňovať hodnotu špecifických aktív a tým aj going concern hodnotu reorganizáciou by bola v súčasných podmienkach kontraproduktívna. Preto si myslím, že sa české úpadkové právo má vydať cestou funkčného konkurzu a peňažných aukcií.

---

<sup>111</sup> Aj keď nie vždy. Ako už bolo spomenuté v časti Švédska úprava bankrotov, Stromberg (2000) hovorí o tom, že pri malom počte záujemcov sa aukcia nekoná a podnik je predaný na základe dohody medzi správcom a kupcom.

## 9. Literatúra

Acharya, V. V., Sundaram, R. K. and John, K., June 2004, "On the Capital-Structure Implications of Bankruptcy Codes", AFA 2005 Philadelphia Meetings; Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper. Dostupné na [WWW] <http://ssrn.com/abstract=548523>

Baird, D. G., 1986, "The Uneasy Case for Corporate Reorganizations." *Journal of Law Studies*, 15, 127.

Baird, D. G., and Rasmussen, R. K., 2002, "The End of Bankruptcy." John M. Olin Law and Economics Working Paper Number 173, The Law School, The University of Chicago. Dostupné na [WWW] <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/index.html>

Baird, D. G., and Rasmussen, R. K., 2003, "Chapter 11 at Twilight." John M. Olin Law and Economics Working Paper Number 201, The Law School, The University of Chicago. Dostupné na [WWW] <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/index.html>

Baird, D. G., and Morrison, E. R., 2005, "Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies",

Bayer, J. D., 2003, "Troubled Company Investments in Germany." *Broich Bayer von Rom Restructuring Briefs*

Bebchuk, L. A., 1988, "A New Approach to Corporate Reorganizations." *Harvard Law Review*, 775.

Berger, P., Ofek, E. and Swary, I., 1996, "Investor Valuation of the Abandonment Option." *Journal of Financial Economics* 42, 257-287

Berglof, E. and Rosenthal, H., 2000, "The Political Economy of American Bankruptcy: The Evidence from Roll Call Voting, 1800-1978." Working Paper, Princeton University.

Berkovitch, E. and Israel, R., 1999, "Optimal Bankruptcy Laws Across Different Economic Systems." *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, No. 2, strany 347-377

Berkovitch, E., Israel, R. and Zander, J. F., 1997, "Optimal Bankruptcy Law and Firm-Specific Investments." *European Economic Review*, 41, strany 487-497.

Berkovitch, E., Israel, R. and Zander, J. F., 1992, "The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations." Working Paper, University of Michigan.

Couwenberg, O., 2002, "Survival rates in bankruptcy systems." SOM Research Reports, Dostupné na [WWW] <http://www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/01E15/>

Claessens, S., Djankov, S., and Mody, A., 2001, "Resolution of Financial Distress: An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws." The World Bank Washington D.C.

Domowitz, I. and Tamer, E., 1997, "Two Hundred Years of Bankruptcy: A Tale of Legislation and Economic Fluctuations." mimeo., Northwestern University.

Diblík J., 2004, "Konkurz a vyrovnání - teorie a česká praxe.", Diplomová práce, IES FSV UK

Ekonom, 3. 7. 2003

Franks, J. and Sussman, O., 1999, "Financial Innovations and Corporate Insolvency." Unpublished Manuscript, London Business School.

Gibbs, R. A., 1993, "Determinants of Corporate Restructuring: The relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow." Strategic Management Journal 1:51-68.

Hainz, C., December 2004, "Quality of Institutions, Credit Markets and Bankruptcy." CESifo Working Paper No. 1362

Hart, O., 2000, "Different Approaches to Bankruptcy." National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7921

Hospodářské Noviny, 11. 7. 2003, 11. 8. 2004, 4. 2. 2005

International Monetary Fund, 2005, "Global Financial Stability Report: Chapter IV -- Corporate Finance in Emerging Markets." Dostupné na [WWW] [www.imf.org](http://www.imf.org)

Klimeš J., 2004, "Bankrot: teorie, česká úprava a praxe", Diplomová práce, IES FSV UK

Kordana, K. A. and Posner, E. A., October 1998, "A Positive Theory of Chapter 11", University of Chicago Law School, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 61., Dostupné na [WWW] <http://ssrn.com/abstract=137897>

LoPucki, L. M., 1999, "Contract Bankruptcy: A Reply to Alan Schwartz." Yale Law Journal 109, 317

LoPucki, L. M., 2003, "The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy." Stanford Law Review, Vol. 56, No. 3.

Míková, J., 2001, "Současný stav konkurzní problematiky." Diplomová práce, IES FSV UK

Ministerstvo spravedlnosti České republiky, Přehledy o vyřizování soudní agendy [WWW] <http://portal.justice.cz/ms/ms.aspx?j=33&o=23&k=399&d=35026>

Palata, M., 2004, "Capital Structure – Theory and Czech Practice," Diplomová práce, IES FSV UK

Ravid, S. A., and Sundgren, S., 1998, "The Comparative Efficiency of Small-firm Bankruptcies: A Study of the US and Finnish Bankruptcy Codes." *Financial Management*, 27, 28-40

Richter, T., 2003, "Zástavní právo k podniku z pohledu teorie a praxe dluhového financování." Working paper IES FSV UK, No. 33

Ross, S. A. and Westerfield, R. W., 1988, *Corporate Finance*, Times Mirror/Mosby College Publishing

Shleifer A., Vishny R.W., 1992, "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach", *The Journal of Finance*, vol 47, no. 4, 1343-1366.

Schwartz, A., 2002, "The Law and Economics Approach to Corporate Bankruptcy." Global Corporate Governance Forum, Research Network Meeting, Yale University

Stromberg, P., 2000, "Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests." *Journal of Finance* 55, 2641-2692

Stromberg, P. and Thorburn, K., 1996, "An empirical investigation of Swedish corporations in liquidation bankruptcy." EFI Research Report, Stockholm School of Economics

Sundgren, S., 1998, "Does a Reorganization Law Improve the Efficiency of the Insolvency Law? The Finnish Experience." *European Journal of Law and Economics*, 6, 177-198

The Economist, 24. 2. 2005

Thorburn, K., 2000, "Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery and Firm Survival." *Journal of Economics*, 58, 337-368

Union Banka, informácie [WWW] [www.union.cz](http://www.union.cz)

Vychodil, O. and Knot, O., 2005, "What Drives the Optimal Bankruptcy Law Design?" IES FSV UK Working paper, No. 62

Vychodil, O. (joint work with Ondrej Knot), May 1, 2005, "Bankruptcy Procedures in the Czech Republic: Long Way to Nothing." Work in progress, CERGE-EI

Wilson, N. and Zhang, H. December 2000, "The Multiple Functions Of Capital Structure Choice as a Governance Mechanism." Credit Management Research Centre Paper, Dostupné na [WWW] <http://www.cmrc.co.uk/documents/capitalstructure.pdf>

Williamson, O. E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.

Williamson, O.E., 1988, "Corporate Finance and Corporate Governance." *Journal Of Finance* 43: 567-591.

Williamson, O. E., 1996, *The Mechanisms of Governance*. New York: Oxford University Press.

Williamson, O. E. and Masten, S. E., 1995, *Transaction Cost Economics. Volume 1*. The International Library of Critical Writings in Economics, Edward Elgar Publishing Limited

World Bank, 2004, "Czech Republic - Policy Note: Insolvency and Creditor Rights System." Dostupné na [WWW] <http://www.worldbank.org/ifa>

## 10. Přílohy

Tabuľka 2: Údaje o úpadkoch z Ministerstva spravodlnosti ČR

*neevidováno		2000			2001			
		K	Kv	K + Kv	K	Kv	K + Kv	
<b>Převzato nevyřízených z minulého období</b>		9694	10	9704	10537	23	10560	
<b>Obživlo</b>		292	1	293	324	6	330	
<b>Nový nápad</b>	<b>celkem</b>	4618	32	4650	4016	20	4036	
	na návrh dlužníka	*	*		3976	15	3991	
	na návrh věřitele	*			*			
<b>Vyřízeno</b>	<b>celkem</b>	4067	20	4087	4507	32	4539	
	zamítnutím návrhu	928	7	935	1182	12	1194	
	zamítnutím návrhu pro ned. majetku	*			*			
	zastavením řízení	1955	12	1967	1472	17	1489	
	postoupením	259	0	259	233	1	234	
	odmítnutím	*	*		*	*		
	zrušením konkurzu celkem	*	*		1589	2	1591	
	zrušením konkurzu dle § 44/1d ZKV	*			*			
<b>Prohlášených konkurzů (za dané období)</b>		2489	2	2491	2470	3	2473	
<b>Povolených ochr. lhůt (za dané období)</b>		1		1	*			
<b>Dosud v řízení</b>	<b>celkem</b>	10537	23	10560	10370	17	10387	
	dosud v řízení o návrh na konkurz a vyr.		2988	17	3005	1957	13	1970
	z toho	od 6 měsíců do 1 roku	725	3	728	382	4	386
		od 1 roku do 3 let	853	2	855	519	2	521
		nad 3 roky	164	0	164	109	0	109
	dosud v řízení od prohlášení konkurzu		7549	2	7551	8413	3	8416
	z toho	od 1 roku do 3 let	3396	1	3397	3226	0	3226
		od 3 let do 5 let	1786	0	1786	2172	0	2172
		od 5 let do 7 let	1092	0	1092	1590	0	1590
		nad 7 let	*	*		*	*	
dosud v řízení na ochrannou lhůtu		0		0	0		0	



*neevidováno		2002			2003			
		K	Kv	K + Kv	K	Kv	K + Kv	
<b>Převzato nevyřízených z minulého období</b>		10370	17	10387	10204	13	10271	
<b>Obživlo</b>		254	3	257	244	4	248	
<b>Nový nápad</b>	<b>celkem</b>	3985	17	4002	3891	27	3918	
	na návrh dlužníka	2041	17	2058	2233	27	2260	
	na návrh věřitele	1940		1940	1658		1658	
<b>Vyřízeno</b>	<b>celkem</b>	4405	24	4429	4615	24	4639	
	zamítnutím návrhu	1082	9	1091	1068	5	1073	
	zamítnutím návrhu pro ned. majetku	670		670	627		627	
	zastavením řízení	997	6	1003	1088	11	1099	
	postoupením	173	0	173	175	1	176	
	odmítnutím	371	1	372	420	1	421	
	zrušením konkurzu celkem	1728	7	1735	1864	6	1870	
	zrušením konkurzu dle § 44/1d ZKV	824		824	770		770	
<b>Prohlášených konkurzů (za dané období)</b>		2146	9	2155	1719	9	1728	
<b>Povolených ochr. lhůt (za dané období)</b>		0		0	1		1	
<b>Dosud v řízení</b>	<b>celkem</b>	10204	13	10217	9724	20	9744	
	dosud v řízení o návrh na konkurz a vyr.		1405	10	1415	1108	13	1121
	z toho	od 6 měsíců do 1 roku	194	1	195	152	3	155
		od 1 roku do 3 let	286	6	292	185	3	188
		nad 3 roky	116	0	116	86	0	86
	dosud v řízení od prohlášení konkurzu		8799	3	8802	8616	7	8623
	z toho	od 1 roku do 3 let	3031	2	3033	2919	3	2922
		od 3 let do 5 let	2248	0	2248	2092	1	2093
		od 5 let do 7 let	1235	0	1235	1365	0	1365
		nad 7 let	792	0	792	945	0	945
dosud v řízení na ochrannou lhůtu		0		0	0		0	

*neevidováno		2004			
		K	Kv	K + Kv	
<b>Převzato nevyřízených z minulého období</b>		9724	20	9744	
<b>Obživlo</b>		265	2	267	
<b>Nový nápad</b>	<b>celkem</b>	3627	16	3643	
	na návrh dlužníka	2318	16	2334	
	na návrh věřitele	1309		1309	
<b>Vyřízeno</b>	<b>celkem</b>	4759	19	4778	
	zamítnutím návrhu	1269	6	1275	
	zamítnutím návrhu pro ned. majetku	889		889	
	zastavením řízení	935	7	942	
	postoupením	142	0	142	
	odmítnutím	416	1	417	
	zrušením konkurzu celkem	1997	5	2002	
	zrušením konkurzu dle § 44/1d ZKV	795		795	
<b>Prohlášených konkurzů (za dané období)</b>		1435	6	1441	
<b>Povolených ochr. lhůt (za dané období)</b>		0		0	
<b>Dosud v řízení</b>	<b>celkem</b>	8857	19	8876	
	dosud v řízení o návrh na konkurz a vyr.		814	12	826
	z toho	od 6 měsíců do 1 roku	86	0	86
		od 1 roku do 3 let	94	1	95
		nad 3 roky	58	1	59
	dosud v řízení od prohlášení konkurzu		8043	7	8050
	z toho	od 1 roku do 3 let	2311	1	2312
		od 3 let do 5 let	1879	3	1882
		od 5 let do 7 let	1402	0	1402
		nad 7 let	1228	0	1228
	dosud v řízení na ochrannou lhůtu		0		0

## Zoznam tabuliek a grafov

Tabuľka 1: Údaje o ÚLK, s.r.o.	strana 55
Tabuľka 2: Údaje o úpadkoch z Ministerstva spravodlnosti ČR.	strana 80
Graf 1: Vývoj množstva konkurzov a vyrovnaní.	strana 32
Graf 2: Návrhy na vyhlásenie konkurzu podľa pôvodcu návrhu	strana 33
Graf 3: Návrhy, ktoré sú doteraz v konaní od vyhlásenia konkurzu alebo vyrovnania za jednotlivé roky	strana 34
Graf 4: Návrhy, ktoré sú doteraz v konaní od vyhlásenia konkurzu, rok 2004	strana 34
Graf 5: Úpadci podľa právnej formy (za všetky roky)	strana 35
Graf 6: Úpadci podľa počtu zamestnancov (absolútne čísla)	strana 36
Graf 7: Úpadci podľa počtu zamestnancov (percentuálne vyjadrenie)	strana 36
Graf 8: Úpadci podľa tržieb (absolútne čísla)	strana 37
Graf 9: Úpadci podľa tržieb (percentuálne vyjadrenie)	strana 37