

Behaviorální finance a ocenění majetkové podstaty v insolvenčním řízení[#]

Behavioral Finance and Asset Valuation in Insolvency Proceedings

Roman Čibera^{} – Tomáš Krabec^{**}*

ABSTRAKT

V článku se zabýváme konfrontací výsledků znaleckého ocenění majetkové podstaty s následnou realitou v podobě cen dosažených při zpeněžení majetkové podstaty v rámci insolvenčního řízení v ČR. Na základě našich zjištění dospíváme k závěru, že znalecký odhad hodnoty, resp. ceny obvyklé, by se v průměru mohl lišit od reálně dosažené ceny o více než 30 procent, a to oběma směry za situace, že majetková podstata byla zpeněžena v rámci konkursu na základě jediné smlouvy. Tento rozdíl považujeme za zásadní a poskytujeme možná vysvětlení příčin, mezi které řadíme nesprávnou volbu kategorie hodnoty ve vazbě na faktický účel ocenění, kvalitativní změnu majetkové podstaty v období od ocenění do okamžiku realizace zpeněžení, informační asymetrii a oportunitní náklady na straně insolvenčního správce, chování a charakter investorů působících v oblasti insolvencí, kvalita znaleckého ocenění a „negativní goodwill“ insolvence.

Klíčová slova: Oceňování v insolvenční; insolvence; oceňování majetku.

ABSTRACT

In this article, we confront the results of the expert valuation of assets, followed by the realities of the prices achieved in the realization of assets in insolvency proceedings in the Czech Republic. Based on our findings we come to the conclusion that the expert's estimate of the value, respectively the usual price defined by the Czech law, the average discrepancy from the actual prices could be achieved by more than 30 percent in both directions under the circumstances that the estate was converted into cash within bankruptcy under a single contract. This difference is considered to be essential and we follow to provide possible explanation of the causes, which include poor choice of basis of value in relation to the actual

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu VŠE IGS F1/56/2014 *Teorie očekávání v oceňování podniku* a výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Ing. Roman Čibera

Afiliace: Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, e-mail: roman.cibera@vse.cz; Česká republika

Affiliation: University of Economics, Prague, Faculty of Finance and Accounting, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, e-mail: roman.cibera@vse.cz; Czech Republic

^{**} doc. Ing. Tomáš Krabec, MBA, PhD.

Afiliace: Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, e-mail: tomas.krabec@vse.cz; Česká republika

Affiliation: University of Economics, Prague, Faculty of Finance and Accounting, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, e-mail: tomas.krabec@vse.cz; Czech Republic

purpose of valuation, qualitative change in the assets in the period from the moment of valuation until realization, information asymmetry and opportunity costs on the part of the insolvency administrator, behavior and the nature of investors operating in the field of insolvency, quality of expert appraisal and "negative goodwill" of insolvency.

Key words: Valuation in the insolvency; insolvency; valuation.

JEL classification: G30

Úvod

Disciplína oceňování podniku spojuje oblasti ekonomické a podnikohospodářské teorie a má širokou aplikovatelnost v praxi. Především v době ekonomické krize je pak oceňování aktiv zapotřebí v rámci procesu insolvenčního řízení. Možná s ohledem na „atraktivnost“ oceňování v rámci insolvence, pod kterým si mnozí představí položkové ocenění majetku a rutinní až administrativní práci, je tato oblast relativně stranou zájmu odborné veřejnosti.

Kvalita znaleckého posudku a potažmo i přesnost výsledného ocenění majetkové podstaty je v kontextu oceňování v rámci insolvence poměrně zásadní, neboť důsledky případného rozdílu mezi oceněním majetkové podstaty a reálnou cenou dosaženou při jejím zpeněžení vyplývají především z postavení znalce v insolvenčním řízení a mohou mít i značný dopad na postavení jednotlivých subjektů. Mezi tyto přímé dopady kvality a přesnosti znaleckého ocenění v rámci insolvenčního řízení můžeme zařadit:

- Rozhodování o reorganizaci – rozhodování je mimo jiné založeno na výsledcích ocenění znalce, neboť ocenění majetkové podstaty vstupuje při rozhodování o případné reorganizaci do simulace varianty řešení úpadku dlužníka formou konkursu.
- Výkon práv věřitelů a poměr mezi hodnotou zajištěného a nezajištěného majetku – výkon práv věřitelů a rozdělení výtěžku ze zpeněžení majetkové podstaty mezi zajištěné a nezajištěné věřitele při prodeji majetkové podstaty jedinou smlouvou mohou být uskutečňovány na základě hodnot případně neodpovídajících realitě.

Jak ukážeme dále v tomto textu, standardy a postupy oceňování aktiv užívané v rámci insolvenčního řízení a dosažené výsledky nemusí ovlivňovat pouze samotný insolvenční proces, ale jejich dopady lze hledat také v jiných oblastech oceňování aktiv, především pak v určitých specifických případech oceňování pohledávek.

Přehled relevantní literatury

Insolvenční řízení a jeho aspekty jsou v ČR převážně v posledních letech předmětem výzkumu v rámci prací na projektu Výzkum insolvence registrovaného u Technologické agentury ČR. Výzkum projektového týmu se zaměřoval na analýzy reálných insolvenčních projektů realizovaných v ČR a specificky na výzkum průběhu a výsledků insolvenčního řízení z hlediska věřitelů a jejich uspokojení (Smrčka, Schönfeld, 2014, Smrčka, Schönfeld, Ševčík, Plaček, 2014, nebo Schönfeld, Ševčík, 2015). Dalším předmětem zájmu výzkumného týmu byla analýza efektivit insolvenčního řízení (tedy náklady insolvence a výnosy pro věřitele) ve spojitosti s vývojem ekonomiky jako celku, který je měřen prostřednictvím HDP (Smrčka, Arltová, Schönfeld, Louda, 2014 a Smrčka, Arltová, Hnilica, 2014, Smrčka, Strouhal, Schönfeld, Arltová, Krabec, Louda, 2014). Na druhé straně samotná teorie oceňování aktiv se zabývá především oceňováním podniků se stagnující nebo klesající výkonností (Krabec, 2005, Damodaran, 2009, Mařík, 2013), nikoliv však přímo oceňováním v rámci procesu insolvence, které se vyznačuje dalšími metodickými a standardizačními specifiky ve srovnání s jinými účely ocenění (transakční ocenění, ocenění v rámci vypořádání společného jmění

manželů, nepeněžitě vklady a mnohé další). Postavení znalce v rámci insolvenčního procesu a některé poznámky týkající se praxe ocenění majetkové podstaty jsou pak zmíněny pouze v příspěvku Krcha (2015). Jednou z prvních výraznějších zmínek týkající se rozdílů mezi znaleckým oceněním majetkové podstaty a ceně skutečně dosažené při jejím následném prodeji pak představoval příspěvek Čibery a Krabce (2015).

Problematika oceňování aktiv tak byla doposud v rámci aktuálního výzkumu insolvence v ČR spíše opomíjena. Ve světové literatuře se oceňováním v insolvenční podrobněji z pohledu behaviorální ekonomie zabýval Lange (2005), v širším kontextu a mimo oblast hlavního proudu neoklasických financí můžeme odkázat zejména na práce Shefrina (2005, 2007) a Perridona a Steinera (2007). Tento článek se snaží aspekt ocenění majetku v rámci výzkumu insolvence v ČR doplnit: zaměřuje se na význam ocenění majetkové podstaty v insolvenčním řízení a podrobněji se zabývá tím, jak přesně byli oceňovatelé (znalci) ve vybraných konkrétních případech schopni hodnotu majetkové podstaty odhadnout. Jak vyplývá z provedeného šetření na dostupných datech z ČR, které však mimo jiné i s ohledem na dobu účinnosti související legislativy (viz dále) a dobu trvání insolvenčního řízení nelze považovat za reprezentativní vzorek, rozdíly mezi oceněním a skutečně realizovanými prodejními cenami majetku v rámci řešení úpadku dlužníka konkurzem byly opravdu vysoké. V tomto příspěvku se pokusíme nalézt některé důvody, kdy a proč k takovým rozdílům může docházet.

Postavení znalce a jeho úkoly v rámci insolvenčního řízení v ČR

Nejprve se budeme zabývat samotným postavením znalce v insolvenčním řízení. Postavení znalce z formálního hlediska závisí na způsobu řešení úpadku dlužníka a vyplývá z díky zákona č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon). O ocenění jednotlivých položek majetkové podstaty pojednává § 219 insolvenčního zákona, který mimo jiné říká, že ocenění znalcem je provedeno, požaduje-li to věřitelský výbor. Dále však toto ustanovení uvádí, že je-li uplatněno právo na uspokojení přihlášené pohledávky ze zajištění nebo má-li být majetková podstata zpeněžena podle § 290 nebo 292 insolvenčního zákona, zadá insolvenční správce ocenění znalci vždy. Tato ustanovení insolvenčního zákona v kombinaci se zákonem č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách, představují v praxi následující varianty ingerence znalce v insolvenčním řízení:

- Řešení úpadku konkursem – povinnost ocenění znalcem při
 - zpeněžení majetkové podstaty ve veřejné dražbě,
 - prodeji podniku, části podniku, nebo majetkové podstaty jako celku jedinou smlouvou.

Vedle výše uvedeného, kdy je ocenění majetkové podstaty znalcem zákonem nařízeno, připadá ocenění majetkové podstaty znalcem v úvahu také v ostatních případech, nikoliv však obligatorně.

Dalším momentem, kdy znalec vstupuje do procesu insolvenčního řízení, je ocenění majetkové podstaty v případě, že insolvenční soud rozhodne o řešení úpadku reorganizací. V tomto momentu je úkolem znalce ocenění majetkové podstaty za předpokladu, že provoz dlužníkovu podniku skončil ke dni podání znaleckého posudku. V rámci ocenění znalec v tomto případě zohledňuje ekonomické dopady reorganizačního plánu.

Nad rámec zákonné úpravy může být znalci zadáno, aby v rámci prováděného ocenění provedl také simulaci uspokojení věřitelů při různých variantách řešení úpadku. Posudek znalce vydaný v rámci insolvenčního řízení je vždy schvalován věřitelským výborem.

Jaké má ocenění provedené znalcem a jeho výsledky reálné dopady? Jedná se především o následující:

- Rozhodování o reorganizaci – výše uspokojení věřitelů vyčíslená znalcem pro jednotlivé možné varianty vývoje insolvenčního řízení je důležitým vstupem pro rozhodování věřitelů o dalším postupu.
- Výkon práv věřitelů – rozdělení věřitelů do skupin pro hlasování o reorganizačním plánu, přesun části zajištěné pohledávky nad rámec hodnoty zajištění do nezajištěných pohledávek.
- Poměr hodnoty zajištěného a nezajištěného majetku – tento poměr je důležitý pro rozdělení výtěžku mezi zajištěné a nezajištěné věřitele při prodeji majetkové podstaty jedinou smlouvou.

Ocenění majetkové podstaty – kategorie hodnoty a metodologie odhadu

V rámci této části textu s ohledem na jeho cíle zaměříme pozornost na ocenění majetkové podstaty pro účely řešení úpadku konkursem a vycházíme z našich zkušeností a poznatků nabytých během znalecké praxe a oceňování aktiv.

Pro potřeby ocenění položek soupisu majetkové podstaty předepisuje insolvenční zákon stanovení ceny obvyklé (viz § 219, odst. 5 insolvenčního zákona), aniž by tuto kategorii hodnoty blíže specifikoval. Pro definici této kategorie hodnoty je tak nutno vyjít z § 2 zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, kde je cena obvyklá zákonem definována jako cena, která by byla dosažena při prodejkách stejného, případně obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Dále zákon mimo jiné uvádí, že cena obvyklá vyjadřuje hodnotu věci a určí se porovnáním, přičemž mezi jiné způsoby oceňování (vedle ceny obvyklé) řadí zákon nákladový způsob, výnosový způsob, porovnávací způsob a další. Vzhledem ke způsobu, jakým je cena obvyklá definována, je v rámci teorie i praxe oceňování podniků často diskutována (v podrobnostech a s interpretací ceny obvyklé jako kategorie hodnoty viz Krabec, 2008, Krabec, 2009, Krabec, 2010 a Besser, Kislingerová, Krabec, 2011). Pro úplnost ji však uvádíme také na tomto místě. Ze současného ustáleného výkladu ceny obvyklé zde považujeme za podstatné na tomto místě shrnout, že z dikce zákona o oceňování majetku v § 2 je patrné, že cena obvyklá je považována za způsob ocenění svého druhu, a řadí se na stejnou úroveň s výnosovým, nákladovým nebo porovnávacím způsobem ocenění, které spolu s dalšími zákon souhrnně označuje za jiné způsoby oceňování. Z dikce zákona dále vyplývá, že stanovení ceny obvyklé na základě transakčních cen nejlépe identického, přinejmenším však obdobného zboží nebo služby přímo realizovaných na daném trhu a v daném čase.

Oceňovací praxe se s poněkud problematickou definicí ceny obvyklé nejčastěji vypořádává tak (vypořádává-li se vůbec), že tuto „kategorii hodnoty“ ztotožní s neméně problematickou kategorií tržní hodnoty s odkazem na její definici v Mezinárodních oceňovacích standardech (viz např. IVSC, 2013). Dlužno dodat, že zpravidla je odkazováno jen na jednovětou definici kategorie tržní hodnoty – nejčastěji je citováno z překladu dle Maříka a kol. (2011, s. 22), kdy: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ – s tím, že od zbylých součástí Mezinárodních oceňovacích standardů je již dalece abstrahováno. Tím je často zapříčiněno, že daný odhad tržní hodnoty není v souladu s podmínkami, které Mezinárodní oceňovací

standardy na odhad této kategorie hodnoty kladou. Nejinak je tomu také v případech ocenění majetkové podstaty v rámci insolvenčního řízení. Hodnota jednotlivých položek majetkové podstaty je tak nejčastěji stanovována na úrovni hodnoty tržní dle Mezinárodních oceňovacích standardů. Problematicnost tohoto postupu z hlediska definice tržní hodnoty pro potřeby tohoto textu pomijíme (k dané problematice podrobně viz Krabec, 2009).

Co se týká metodologie ocenění majetkové podstaty, k jednotlivým položkám (složkám majetku) je přistupováno dle jejich charakteru, kdy je vždy volen specifický oceňovací postup odpovídající dané majetkové položce (nehmotný majetek, nemovitý majetek, pohledávky, krátkodobé finanční prostředky, atd.). Znalec může v rámci ocenění majetkové podstaty dále přihlídnout ke skutečnosti, jakým způsobem s největší pravděpodobností dojde ke zpeněžení majetku (rozprodej jednotlivých položek nebo prodej majetku zahrnutého do majetkové podstaty jako celku).

Výsledkem ocenění majetkové podstaty dlužníka tak má být tržní hodnota nebo cena obvyklá (tato skutečnost je znalcem minimálně alespoň deklarována) jednotlivých položek majetku zahrnutých do majetkové podstaty, nebo tržní hodnota, resp. cena obvyklá majetku zahrnutého do majetkové podstaty jako celku. Jedná se o hodnotu, která by měla být získána prodejem majetkové podstaty dlužníka. Od takto zjištěné hodnoty se dále odvíjí stanovení výtěžku pro jednotlivé věřitele a tím také jejich uspokojení v rámci insolvenčního řízení (odečtení nákladů na prodej a správu majetku, vypořádání přednostních závazků, odměna insolvenčního správce a další náklady insolvenčního řízení).

Výsledky ocenění majetkové podstaty v porovnání s realitou zpeněžení

Pro potřeby tohoto textu jsme provedli analýzu, kdy jsme se zaměřili na výsledky ocenění majetkové podstaty dlužníků a následné částky dosažené jejím zpeněžením v rámci řešení insolvence konkursem. Předmětem našeho průzkumu byly pouze společnosti, se kterými jsme se setkali během naší praxe v oboru oceňování podniků, a nejedná se tedy o reprezentativní vzorek. Jedná se o společnosti, které se ocitly v insolvenčním řízení v letech 2008 – 2014. Během této doby jsme se setkali celkem s 21 případy insolvenčního řízení. Z těchto 21 případů pouze 6 pozorování je vhodných pro potřeby tohoto textu, a to z důvodu, že insolvenční řízení dospělo do té fáze, že došlo ke zpeněžení majetkové podstaty (v ostatních případech byl úpadek řešen alternativním způsobem, nebo v době tvorby tohoto textu nedospělo insolvenční řízení do fáze, kdy by již byla majetková podstata zpeněžena, nebo se jednalo o případy znemožňující srovnatelnost z jiných kvalitativních důvodů). Základní informace získané z provedeného průzkumu jsou shrnuty v následující tabulce č. 1.

Tab. 1: Znalecké ocenění majetkové podstaty a realita

Pozorování č.	Insolvenční návrh	Rok zpeněžení MP	Ocenění MP (tis. Kč)		Cena zpeněžení MP (tis. Kč)
			původní	aktualizace	
1	2010	2011	112 756	111 684	52 000
2	2009	2011	260 425	185 755	100 000
3	2011	2012	162 617	-	139 154
4	2009	2011	50 145	-	60 000

5	2010	2013	47 081	54 378	15 000
6	2008	2014	250 150	-	80 000

Zdroj: Insolvenční rejstřík, vlastní zpracování

Z údajů ve výše uvedené tabulce vyplývá, že s výjimkou jednoho případu (pozorování č. 4) byla majetková podstata dlužníků zpeněžena za nižší cenu (mnohdy velmi významně), než by odpovídalo ocenění majetkové podstaty deklarovaného cenou obvyklou, resp. tržní hodnotou. Pro úplnost je třeba dodat, že ve všech sledovaných případech byla majetková podstata dlužníka zpeněžena jedinou smlouvou. Následující tabulka vyčísluje, jaké procento z ocenění majetkové podstaty nakonec tvoří částka, za kterou byla majetková podstata zpeněžena.

Tab. 2: Podíl ceny zpeněžení majetkové podstaty oproti ocenění znalce

Pozorování č.	Podíl ceny zpeněžení MP oproti původnímu ocenění MP	Podíl ceny zpeněžení MP oproti aktualizaci ocenění MP
1	46,12 %	46,56 %
2	38,40 %	53,83 %
3	85,57 %	-
4	119,65 %	-
5	31,86 %	27,58 %
6	31,98 %	-

Zdroj: Insolvenční rejstřík, vlastní zpracování

Předchozí tabulka č. 2 procentuálně vyjadřuje skutečnost patrnou již z tabulky č. 1. Cena skutečně dosažená zpeněžením majetkové podstaty dlužníka v rámci námi provedeného průzkumu v průměru dosahuje 53,51 % hodnoty (ceny obvyklé) majetkové podstaty stanovené znalcem. Směrodatná odchylka je rovněž poměrně vysoká na úrovni 32,77 %. Zajímavou skutečností je, že dle informací prezentovaných během konference Insolvence 2015 v rámci příspěvku Schönfelda a Ševčíka (2015) zaznělo, že dle interních statistik společnosti Česká spořitelna, a.s., která vystupuje jako věřitel v celé řadě insolvenčních případů, dosahuje cena při zpeněžení majetkové podstaty v průměru cca 50 % znalcem stanovené ceny obvyklé. Tato skutečnost zcela odpovídá také našemu zjištění. Tento rozdíl mezi znaleckým oceněním a realitou považujeme za zásadní a vyžadující hlubší analýzu možných příčin.

Možná vysvětlení rozdílu mezi oceňovacím modelem a realitou

Tak velký rozdíl mezi znaleckým oceněním a skutečně realizovanou cenou dosahovanou zpeněžením majetkové podstaty nás vede ke dvěma základním otázkám:

- Lze zjištěný rozdíl považovat za obecný fenomén insolvenčního řízení v ČR?

- A v případě, že odpověď na výše položenou otázku je kladná, pak jaká jsou možná vysvětlení tohoto rozdílu?

Aby bylo možné kvalifikovaně odpovědět na první ze dvou položených otázek, bylo by nutné provést mnohem hlubší analýzu a zabývat se podstatně větším vzorkem insolvenčních řízení. K tomu je především z důvodu doby účinnosti insolvenčního zákona, doby trvání insolvenčního řízení a kvality zveřejňovaných informací otevřen prostor především do budoucna. V námi provedeném výzkumu jsme vycházeli z celkem 21 případů insolvence, z nichž pouze 6 bylo použitelných (srovnatelných). V žádném případě se tak nejedná o reprezentativní vzorek, z jehož analýzy by bylo možné činit nějaké zobecňující závěry. Avšak k tématu tohoto článku i k provedení tohoto skromného průzkumu nás vedly naše zkušenosti z praxe a ohlasy, které v rámci praxe insolvenčních řízení nebylo možné přeslechnout. Z tohoto ohledu jsme obdobný výsledek průzkumu očekávali, zjištěné rozdíly i míra variability nás však svým rozsahem překvapily. Výsledek průzkumu ve spojení s našimi zkušenostmi z praxe nás utvrzuje v přesvědčení, že rozdíl mezi oceněním majetkové podstaty znalcem a následnou skutečnou realizovanou cenou za zpeněžení majetkové podstaty by skutečně mohlo být obecným fenoménem insolvenčního řízení v ČR.

Také k zodpovězení druhé z položených otázek by bylo zapotřebí rozsáhlejšího a především hlubšího výzkumu ocenění majetkové podstaty v rámci insolvenčních řízení v ČR. Tento výzkum by měl být zaměřen především na stav majetkové podstaty k datu ocenění a její stav k datu zpeněžení (kvalitativní změny majetkové podstaty v čase), strukturu majetkové podstaty (charakter majetku tvořícího zásadní hodnotu majetkové podstaty), kvalita provedeného ocenění majetkové podstaty, způsob zpeněžení majetkové podstaty, a další.

Bez ohledu na absenci rozsáhlejšího statistického výzkumu nám však nic nebrání zamyslet se nad možnými zdroji popsaného rozdílu mezi hodnotou majetkové podstaty stanovenou znalcem a cenou dosaženou jejím zpeněžením. V tomto můžeme hledat inspiraci především v behaviorálních financích (Shefrin, 2007, Forbes, 2009), které přinesly do oboru oceňování aktiv zohlednění subjektivních vlivů, důraz na osobu investora/spotřebitele a jeho iracionální očekávání, úkazy jako je přehnaný optimismus, preference krátkodobých cílů/zisků na úkor integrity, konformita s negativními praktikami, heuristiky a problém zdánlivé reprezentativnosti, existence empirických kotev, kognitivní omezení a chyby a další problémy projevující se ve stejné míře i u znalců, vyjadřujících se k hodnotám aktiv.

Dle našeho názoru lze zdroje rozdílu spatřovat především v následujících důvodech:

1. Nesprávná volba kategorie hodnoty v kombinaci s realitou insolvenčního řízení

Kategorií hodnoty ve vztahu k ocenění majetkové podstaty jsme se v rámci tohoto textu dotkli již dříve. Zákon znalci předepisuje stanovení ceny obvyklé při ocenění jednotlivých položek majetkové podstaty, přičemž cena obvyklá bývá ve znalecké praxi velmi často ztotožňována s tržní hodnotou, ať již je tento pojem chápán jakkoli. Je otázkou, zda cena obvyklá (dle zákonné definice), nebo tržní hodnota (dle definice IVSC, 2013), jsou vhodnými kategoriemi pro ocenění položek majetkové podstaty (viz také in Mařík, Krabec, 2006).

Mezi základní zásady insolvenčního řízení uvedené v § 5 insolvenčního zákona patří mimo jiné vedení insolvenčního řízení tak, aby se dosáhlo rychlého, hospodárního a co nejvyššího uspokojení věřitelů. Právě zásady rychlého a co nejvyššího uspokojení mohou jít často proti sobě. Tržní hodnota ze své definice mimo jiné předpokládá provedení dostatečného marketingu, ochotného prodávajícího a ochotného kupujícího. Ve vztahu ke snaze o co nejrychlejší zpeněžení majetkové podstaty a uspokojení věřitelů, která dle našich zkušeností v insolvenčním řízení často převládá nad zásadou nejvyššího uspokojení věřitelů

(resp. zásada nejvyššího uspokojení je vnímána především v rámci rychlého provedení insolvenčního řízení), je diskutabilní splnění výše zmíněného definičního předpokladu tržní hodnoty nebo definičního předpokladu obvyklého obchodního styku u ceny obvyklé.

Je tedy otázkou, zda jiná kategorie hodnoty by pro potřeby ocenění majetkové podstaty nebyla vhodnější. Nabízí se např. kategorie *forced sale value* (IVSC, 2013), kdy je předpokládána časová tíseň při procesu prodeje. Pojem *forced sale* neboli prodej v tísní, je definován jako okolnost, jejímž zapříčiněním je prodejce do prodeje nucen, a není proto možné před samotným prodejem provést řádný marketing. Tato skutečnost má samozřejmě vliv na hodnotu aktiva. Pro účely odhadu dopadu této skutečnosti na hodnotu aktiva je přitom nutné znát povahu, resp. zdroj těchto okolností. Studium nuceného prodeje, resp. prodeje v tísní u nemovitého majetku se zabývá např. práce Campbella, Giglia a Pathaka (2011), z níž mimo jiné vyplývá diskont v průměrné výši 20 – 30 % uplatnitelný na tržní hodnotu nemovitosti. Tato hodnota je velmi blízko námi výše odhadnuté směrodatné odchylce u rozdílů „znalecky“ odhadované tržní hodnoty majetku a jeho prodejní ceny.

Na základě srovnání charakteru insolvenčního řízení s definicí ceny obvyklé nebo též s definicí tržní hodnoty tak dospíváme k závěru, že tyto kategorie hodnoty zpravidla neodpovídají povaze insolvenčního řízení, a při jejich řádné aplikaci v rámci ocenění majetkové podstaty není proto možné zároveň očekávat, že se výsledná hodnota ocenění bude blížit cenám skutečně realizovaným při prodeji majetkové podstaty.

2. Kvalitativní změna majetkové podstaty v mezidobí mezi datem ocenění a zpeněžením majetkové podstaty

Mezi datem zpeněžení majetkové podstaty a datem jejího ocenění zpravidla uplyne nějaká doba, během níž především s ohledem na charakter majetku zahrnutého do majetkové podstaty může dojít ke změnám ovlivňujícím hodnotu majetkové podstaty, resp. jednotlivých jejích položek. Ze studií insolvenčních řízení v ČR vyplývá, že průměrná doba takového řízení zpravidla přesahuje 3 roky (viz Smrčka, Schönfeld, Ševčík a Plaček, 2014).

3. Chování insolvenčního správce při zpeněžování majetkové podstaty

Insolvenční správce v mnoha případech z různých důvodů (pracovní vytíženost, zaneprázdněnost jinými úkony v rámci insolvenčního řízení, atd.) nevěnuje dostatečnou pozornost marketingu a vyhledávání potenciálně vhodných investorů při zpeněžování majetkové podstaty.

Z hlediska chování insolvenčního správce je možné hledat ještě jednu souvislost se znaleckým oceněním. Jedná se o psychologický efekt kotvy, kdy příliš nízké ocenění majetkové podstaty může demotivovat insolvenčního správce ve snaze o dosažení co nejvyšší ceny při zpeněžení. Příliš vysoká hodnota stanovená znalcem, pak může na druhou stranu způsobovat těžkosti při jednání s věřiteli. Tato problematika nás oblohou vrací zpět k nutnosti správně zvolit a následně také interpretovat kategorii hodnoty, kterou znalec vhodným postupem stanovuje.

4. Chování a charakter investorů působících v oblasti insolventů

V některých případech mohou být investoři pohybující se v rámci insolvenčních řízení spíše než vážnými a seriózními zájemci spekulanty, snažícími se maximalizovat svůj zisk pouhým předprodejem majetku, získaného výhodně při insolvenčním řízení.

5. Kvalita znaleckého ocenění

V neposlední řadě může rozdíl mezi znaleckým oceněním a reálnou cenou zpeněžení majetkové podstaty spočívat v nedostatečné kvalitě práce znalce, který pouze rutinním způsobem oceňuje jednotlivé položky majetku, aniž by výrazněji přemýšlel o účelu ocenění, s ním spojených specifických rysech ocenění a/nebo o možné prodejnosti majetku (uplatnitelnosti na trhu, viz také Kislingerová, Krabec, Čížinská, 2014).

Tato problematika je poměrně široká a souvisí s legislativním vymezením práce znalce, dále s požadavky na jeho osobu, dohledem nad jeho činností a také účinným vynucováním jeho povinností. Za zmínku zde stojí skutečnost, že legislativní rámec znalecké činnosti je tvořen mnohonásobně novelizovaným zákonem pocházejícím již z roku 1967.

6. „Negativní goodwill“ insolvency

Insolvenční řízení a samotné slovo insolvency je často vnímáno velmi negativně jako jakési zaklínadlo. Tento efekt je spojen s psychologickými efekty na obou stranách trhu. Jak v chování insolvenčního správce, který může mít pocit, že majetek nemůže zpeněžit za cenu odpovídající obdobnému majetku za běžných tržních podmínek, tak v chování investorů, kteří majetek v rámci insolvenčního řízení považují za výhodnou koupi a nechovají se stejně jako při běžných transakcích.

Oceňování v insolvenci a za obdobných okolností v zahraničí

Jak bylo již výše uvedeno, oblast oceňování podniků v rámci insolvenčního řízení je spíše stranou zájmu odborné veřejnosti v ČR a obdobná situace panuje také v zahraničí. Obdobný výzkum, který by porovnával hodnoty podniku nebo jeho majetku stanovené znalcem nebo odhadcem v rámci procesu insolvency s následně dosahovanými skutečnými cenami, je v zahraničí poměrně složité dohledat. Svou roli v tomto směru mohou hrát také odlišné právní úpravy insolvenčního řízení, které stejně jako v ČR výrazně ovlivňují charakter a kvalitu insolvenčního procesu, a z hlediska výzkumu zaměřeného na roli znaleckého ocenění mohou způsobovat neporovnatelnost dat.

I přes uvedené objektivní překážky jsme se v zahraničí pokusili nalézt obdobné výzkumy. Již dříve v textu byla zmíněna práce autorů Pathaka, Campbella a Giglia (2011), kteří zkoumali vliv nuceného prodeje na ceny realizované při prodeji nemovitostí v USA. Jejich výzkum byl zaměřen na nucený prodej nemovitostí ve státě Massachusetts v letech 1987 – 2008. V rámci výzkumu bylo posuzováno celkem 1 783 360 transakcí s nemovitostmi. Nucený prodej nemovitostí byl spojován s událostmi, jako je smrt majitele nebo osobní bankrot majitele a související propadnutí nemovitosti a jeho následný prodej. Časový rámec prodeje pro potřeby vymezení vlivu nuceného prodeje byl vymezen jako období do 3 let od nastalé události. Analýze byly podrobeny ceny realizované při prodeji označeném jako nuceném v porovnání s cenami realizovanými za obvyklých podmínek, tedy za podmínek nespádajících do definice nuceného prodeje. Výsledkem provedeného výzkumu je mimo jiné zjištění, že cena nemovitosti prodávané v rámci okolnostmi vynucené transakce je v průměru o 28 % nižší než cena srovnatelné nemovitosti prodávané za běžných podmínek. Autoři této rozsáhlé studie dále zjistili, že výskyt nucených prodejů nemovitostí do určité míry ovlivňuje také ceny ostatních nemovitostí v blízkém okolí.

Výzkum zabývající se oceňováním stálých aktiv ve vztahu k účetním hodnotám za podmínek insolvence společnosti provedl na vzorku 100 společností v Polsku Bauer (2014). Původní vzorek společností musel být z důvodu nedostupnosti dat snížen na 64 a vždy se jednalo o společnosti, u kterých byl soudem konstatován úpadek a jejich majetek byl oceněn soudem stanoveným znalcem. Předmětem výzkumu bylo porovnání hodnoty stálých aktiv stanovené pro potřeby insolvence samotným dlužníkem, s jejich hodnotou uvedenou v účetnictví společnosti a dále také s hodnotou aktiv stanovenou soudem stanoveným znalcem. Autor mimo jiné dospěl k poznatku, že ocenění aktiv provedené samotným dlužníkem často přesahuje účetní hodnotu aktiv, zatímco ocenění provedené znalcem indikuje hodnotu aktiv nižší než účetní. Za důležité považujeme v tomto kontextu poznamenat, že zákonem vymezený úkol znalce v rámci procesu insolvenčního řízení v Polsku je stanovit hodnotu aktiv nikoliv na tržní úrovni, ale právě se zohledněním okolností insolvence, která je pro tyto účely ztotožňována s okolnostmi nuceného prodeje. V tomto směru se situace v Polsku odlišuje od situace v ČR.

Další zajímavá studie zaměřující se na vliv nuceného prodeje na hodnotu zemědělské půdy byla provedena autory Hüttele, Jetzingerem a Odeningem (2014), kteří se zaměřili na transakce se zemědělskými pozemky v německé spolkové zemi Brandenburg v letech 2000 – 2011. Celkový výsledný vzorek zkoumaných transakcí po úpravách původního vzorku dosáhl výše 19 234 transakcí, z nichž 211 bylo rozpoznáno jako nucený prodej. Nucený prodej byl vymezen jako prodej pozemku použitého jako zástava za bankovní úvěr poté, co dlužník nebyl schopen dále dostát svým závazkům a zástavní věřitel uplatnil své právo a přistoupil ke zpeněžení předmětu zástavy. Autoři dospěli k překvapivému zjištění, že hodnota zemědělské půdy není podmínkami nuceného prodeje nijak ovlivněna, ba naopak, půda byla prodávána s 10 % premií oproti ceně dosahované za obvyklých podmínek. Toto zjištění do značné míry odporuje ostatním provedeným výzkumům a prezentovaným obecným zkušenostem s transakcemi obdobného charakteru. Opět však narážíme na problém srovnatelnosti výzkumů, které jsou prováděny na aktivech různého charakteru, v různém časovém úseku a za odlišných geografických, legislativních a dalších podmínek. Zjištění autorů však jistě stojí za hlubší prozkoumání.

Rozdílu mezi odhadovanou hodnotou aktiv a následně realizovanou cenou a dopadů tohoto rozdílu na jednotlivé účastníky insolvenčního procesu si ve svém textu všímá také Dilger (2006). Jeho závěry jsou však postaveny pouze na zkušenostech s insolvenčními procesy než na relevantních datech. Primární zaměření jeho textu totiž nespočívá ve výzkumu a vysvětlení tohoto rozdílu. Podrobněji se vlivu nuceného prodeje nastalého např. vlivem rozhodnutí soudu ve svém textu věnuje Derbes (2001). Jedná se však převážně pouze o teoretickou práci srovnávající vlastnosti tržní hodnoty a hodnoty nuceného prodeje. Ve svém závěru autoři konstatují, že není možné stanovit obecný diskont, který by byl aplikovatelný na různá aktiva a různé tržní situace, a konstatují nedostatek dat a výzkumu v této oblasti.

Závěr

V tomto textu jsme se pokusili otevřít téma týkající se oceňování aktiv prováděného v rámci insolvenčního řízení v ČR. Zaměřili jsme se na položkové ocenění majetkové podstaty znalcem a jeho možná úskalí a dopady do praxe, přičemž jsme vycházeli z našich zkušeností získaných praxí z insolvenčních řízení probíhajících od roku 2008. Poukázali jsme na skutečnost, kdy znalecké ocenění majetkové podstaty dlužníka často neodpovídá následné realitě zpeněžení majetkové podstaty a snažili jsme se nalézt možná vysvětlení tohoto jevu. Na námi zkoumaném vzorku dat, který ovšem není reprezentativní, se ukazuje, že se

v průměru znalecké ocenění liší od skutečnosti o přibližně jednu třetinu, a to oběma směry. Zjištěné skutečnosti potvrzují také ohlasy z praxe a prezentované informace pocházející z interních zdrojů institucionálních věřitelů. Vysvětlení námi pozorovaných rozdílů může být celá řada, avšak všechna vysvětlení lze shrnout do konstatování, že realita insolvenčního řízení neodpovídá předpokladům oceňovacích modelů aplikovaným znalcem při ocenění, a to ať již jde o kategorii odhadované hodnoty nebo o vlastní metodologii ocenění a jeho faktické provedení a předpoklady. Pro naše závěry nacházíme oporu také v řadě publikací a studií týkajících se problematiky nuceného prodeje (ať již z důvodu insolvence nebo z jiných důvodů) provedených v zahraničí. Nelze však říci, že by tato problematika byla v zahraničí nějak uceleně řešena. Srovnatelnost a tím pádem též relevantnost zahraničních zkušeností v prostředí ČR však naráží na problém minimálně v podobě odlišného legislativního prostředí.

Problematika ocenění majetkové podstaty navíc přesahuje rámec insolvenčního řízení, kdy její působení lze pozorovat např. také ve specifických případech oceňování pohledávek, kdy je v rámci ocenění prováděna simulace konkurzu a následného uspokojení věřitele z prodeje majetkové podstaty. Závěrem je však nutné konstatovat, že problém nastíněný tímto článkem nelze prozatím zobecňovat na všechna insolvenční řízení probíhající v ČR. Pro tyto účely by bylo žádoucí provést další výzkum, který by celou problematiku řešil podrobněji a hlavně na podstatně větším statistickém vzorku. Teprve na základě takového výzkumu by bylo možné konstatovat, zda námi zjištěné a sledované skutečnosti jsou opravdu obecným problémem insolvenčních řízení v ČR.

Literatura

- [1] Bauer, K., (2014): Fixed assets valuation in the condition of bankruptcy risk: The role of estimates. 2014. Journal of modern accounting and auditing, Vol. 10, No. 6, 652-666.
- [2] Besser, J., Kislingerová, E., Krabec, T. (2011): Problémy s možností odhadu ceny obvyklé podniku z hlediska teorie ohodnocování podniku. 2011. Právní rozhledy, sv. 19, č. 15, s. 533--543.
- [3] Campbell, J., Y., Giglio, S., Pathak, P., (2011): Forced sales and house prices, American Economic Review, 101(5): 2108-31.
- [4] Čibera, R., Krabec, T., (2015): Behaviorální finance v insolventci: pohled soudního znalce, Sborník mezinárodní vědecké konference, Insolvency 2015: Šedé zóny a selhání v insolvenční praxi, Praha 2015.
- [5] Damodaran, A., (2009): The Dark Side of Valuation, Pearson Education, Inc., 2009.
- [6] Derbes, J., M., Jr., Derbes J., M., III., (2001): Liquidation price and semi-forced sellers. 2001. The Appraisal Journal, 69, 1, p. 31.
- [7] Dilger, A., (2006): Forced to make mistakes: Reasons for complaining about Bebchuk's scheme and other market-oriented insolvency procedures. 2006. Eur J Law Econ 21: 79-94.
- [8] IVSC (2013). International Valuation Standards. IVSC, London, 2013.
- [9] Forbes, W. (2009): Behavioural Finance. Wiley, Chichester 2009.
- [10] Gilson, C., S., Hotchkiss, S., E., Ruback, R., S., (2000): Valuation of bankrupt firms. 2000. The Review of Financial Studies, Vol. 13, No. 1, pp. 43-74.
- [11] Hüttel, S., Jetzinger, S., Odening, M., (2014): Forced sales and farmland prices. 2014. Land Economics, 90 (3), 395-410.

- [12] Kislingerová, E., Krabec, T., Čížinská, R (2014): Ekonomicko-právní aspekty majetkových a kapitálových akvizic z pohledu oceňovatele. *Ekonomika a management*, 2014, roč. 8, č. 2. 18 s.
- [13] Krabec, T. (2005): Problematika negativních cash flow v modelech DCF. *Odhadce a oceňování majetku*, 2005, roč. XI, č. 4, s. 16–22.
- [14] Krabec, T. (2008): Několik poznámek k terminologii ohodnocení aktiv. *Oceňování*, 2008, roč. 1, č. 3,4, s. 47–54.
- [15] Krabec, T. (2009): *Oceňování podniku a standardy hodnoty*, Grada Publishing, a.s., Praha 2009.
- [16] Krch, P. (2015): Role oceňovatele při řešení úpadku podniku – zkušenosti z české praxe, *Sborník mezinárodní vědecké konference, Insolvence 2015: Šedé zóny a selhání v insolvenční praxi*, Praha 2015.
- [17] Lange, I. (2005): *Unternehmenswert und Behavioral Finance in der Insolvenz*. Gabler, Wiesbaden 2005.
- [18] Machek, O. (2014): Long-term predictive ability of bankruptcy models in the Czech Republic: Evidence from 2007 – 2012, *Central European Business Review*, issue 2/2014, pages 14-17.
- [19] Mařík, M., Krabec, T. (2006). K objektivnosti tržní hodnoty. *Acta Oeconomica Pragensia*, 2006, roč. 14, č. 1, s. 9–21.
- [20] Mařík, M., (2013): Ocenění podniku s přihlédnutím k možné insolvenci, *Odhadce a oceňování majetku* 19/1, 2013, pages 4-15.
- [21] Mařík, M., a kol., (2011): *Metody oceňování podniku*, Ekopress, s.r.o., Praha 2011.
- [22] Mařík, M. a kol., (2011): *Metody oceňování podniku pro pokročilé*, Ekopress, s.r.o., Praha 2011.
- [23] Perridon, L., Steiner, M. (2007). *Finanzwirtschaft der Unternehmung* (14. vydání). Vahlen, Mnichov 2007.
- [24] Schönfeld, J., (2011): *Moderní pohled na oceňování pohledávek*, Praha, C. H. Beck, 2011.
- [25] Schönfeld, J., Ševčík, P., (2015): Některá data o výzkumu skutečných výsledků insolvenčních řízení, *Sborník mezinárodní vědecké konference, Insolvence 2015: Šedé zóny a selhání v insolvenční praxi*, Praha 2015.
- [26] Shefrin, H. (2005): *A Behavioral Approach to Asset Pricing*. Elsevier Academic Press, 2005.
- [27] Shefrin, H. (2007): *Behavioral Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York 2007.
- [28] Smrčka, L., Arltová, M., Hnilica, J., (2014): An attempt to analyze the relationship between performance of the economy and certain results of insolvency proceedings in selected countries, *The 8th International Days of Statistics and Economics*, Prague, 2014.
- [29] Smrčka, L., Arltová, M., Schönfeld, J., Louda, L., (2014): Parameters of insolvency proceedings in developer countries and their dependence on economic performance, *Advances of Environmental Sciences, Development and Chemistry*, 2014.
- [30] Smrčka, L., Schönfeld, J., (2014): Several Conclusions from research of insolvency cases in the Czech Republic, *Central European Business Review*, vol. 3, no. 1, 2014.
- [31] Smrčka, L., Schönfeld, J., Ševčík, P., Plaček, J., (2014): An attempt at creating insolvency statistics in the Czech Republic. Description of statistical results and analysis of data gained, *International Conference on Economics, Management and Development*, 2014.

- [32] Smrčka, L., Strouhal, J., Schönfeld, J., Arltová, M., Krabec, T., Louda, L. (2014): Factors Linked to Insolvency Proceedings in Developed Countries. In Economic Challenges in Enlarged Europe. 1. vyd. Tallinn: Tallinn University of Technology, 2014, s. 1--13.
- [33] Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon).