

# BEHAVIORÁLNÍ FINANCE V INSOLVENCII POHLED SOUDNÍHO ZNALCE

Tomáš Krabec  
Roman Čibera

# Motivace pro výzkum

- Role znalce v insolvenčním řízení v ČR
  - v české literatuře prozatím minimálně adresované téma
  - zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (dále jen „insolvenční zákon“ či „IZ“) pro určité situace přímo předepisuje volbu kategorie hodnoty (viz kupř. § 219 odst. 5 IZ - cena obvyklá)
- Oceňování majetku a přesnost výsledků
  - zdání objektivity vychází z premisy, že znalec má k dispozici své odborné metody, proč je schopen předmět ocenění spolehlivě ocenit
  - jak je to tedy doopravdy v české praxi?
  - jak přesní jsou znalci ve svých odhadech?
  - a pokud chybují, tak v čem?
  - je příčina na straně metod a jejich přesnosti?

# Behaviorální finance a oceňování aktiv

- Neoklasický (mainstreamový přístup)
  - modelově abstraktní deduktivní pojetí metodologie
  - axiomatizace trhu a jeho funkce, konstituce rovnováhy a „oddefinování“ investora a jeho preferencí
  - smyslem je primárně definice podmínek rovnováhy trhu
- Behaviorální finance
  - zohlednění subjektivních vlivů, důraz na osobu investora-spotřebitele a jeho iracionální chování - přehnaný optimismus, preference krátkodobých zisků na úkor integrity, konformita s negativními praktikami, heuristiky a problém reprezentativnosti, empirické kotvy, kognitivní omezení a chyby
  - některé behaviorální fenomény se projevují i u znalců, vyjadřujících se k hodnotám aktiv

# Postavení a úloha znalce v insolvenčním řízení I

- **OCENĚNÍ POLOŽEK SOUPISU MAJETKOVÉ PODSTATY**

- § 219 odst. 2 IZ - pokud tak požaduje věřitelský výbor → ocenění položek soupisu majetkové podstaty („MP“) znalcem (za předpokladu, že to věřitelský výbor finančně zajistí)
- § 219 odst. 3 IZ - možnost insolvenčního správce („IS“) zadat znalci v rámci oceňování položek soupisu MP ocenění obtížně ocenitelného majetku (i bez žádosti věřitelského výboru; to však neplatí, lze-li důvodně předpokládat, že náklady na ocenění majetku znalcem budou vyšší než přínos pro MP získaný tímto způsobem jeho ocenění)
- § 219 odst. 4 IZ - je-li uplatněno právo na uspokojení přihlášené pohledávky ze zajištění → povinnost IS zadat znalci ocenění hodnoty zajištění
- § 219 odst. 4 IZ - mají-li být zpeněženy celá MP, dlužníkův závod či jeho část jedinou smlouvou (§§ 290 a 292 IZ) → povinnost IS zadat znalci ocenění hodnoty zpeněžovaného majetku (to však neplatí, lze-li důvodně předpokládat, že náklady na ocenění majetku znalcem budou vyšší než přínos pro MP získaný tímto způsobem jeho ocenění)

- **OCENĚNÍ MAJETKOVÉ PODSTATY PŘI REORGANIZACI**

- v případě, kdy je úpadek dlužníka řešen formou **reorganizace**, zákon stanoví povinnost spojit s rozhodnutím o způsobu řešení úpadku podle § 153 IZ i rozhodnutí o **ustanovení znalce za účelem ocenění majetkové podstaty**
- v takovém případě se postup podle § 219 IZ (tedy včetně povinnosti ocenit majetek cenou obvyklou) neuplatní

# Postavení a úloha znalce v insolvenčním řízení II

- **§ 153 a násl. IZ** pak blíže rozvádí pravidla pro vypracování znaleckého ocenění MP v souvislosti s reorganizací nebo v situaci řešení úpadku konkursem při prodeji majetku jednou smlouvou
- **§ 153 odst. 1 IZ** - v případě rozhodnutí insolvenčního soudu („soud“), že úpadek bude řešen prostřednictvím reorganizace, má soud současně povinnost ustanovit znalce za účelem ocenění MP
- **§ 153 odst. 1 IZ** - rovněž pokud schůze věřitelů vedle usnesení o způsobu řešení úpadku dlužníka konkursem přijme i usnesení, kterým doporučuje zpeněžení dlužníkovy závodu jedinou smlouvou podle § 290 IZ, má soud povinnost ustanovit znalce za účelem ocenění MP
- **§ 153 odst. 2 IZ** - pokud schůze věřitelů, (i) která přijme usnesení o způsobu řešení úpadku reorganizací nebo (ii) která vedle usnesení o způsobu řešení úpadku dlužníka konkursem přijme i usnesení, kterým doporučuje zpeněžení dlužníkovy závodu jedinou smlouvou podle § 290 IZ, přijme zároveň i usnesení, kterým určí osobu znalce, má soud povinnost rozhodnout o ustanovení znalce podle tohoto usnesení
- Úprava oceňování majetku v případech podle § 153 IZ je dále obsažena v §§ 153 až 157 IZ

# Vliv ocenění na průběh reorganizace

- § 348 odst. 1 IZ zní následovně:

*„Insolvenční soud schválí reorganizační plán, jestliže*

*a) je v souladu s tímto zákonem a jinými právními předpisy,*

*b) lze-li se zřetelem ke všem okolnostem důvodně předpokládat, že jím není sledován nepoctivý záměr,*

*c) jej každá skupina věřitelů přijala nebo se podle § 347 odst. 4 považuje za skupinu, která jej přijala,*

*d) každý věřitel podle něj získá plnění, jehož celková současná hodnota je ke dni účinnosti reorganizačního plánu stejná nebo vyšší než hodnota plnění, které by zřejmě obdržel, kdyby dlužníkův úpadek byl řešen konkursem, ledaže přijímající věřitel souhlasí s nižším plněním,*

*e) pohledávky za majetkovou podstatou a pohledávky jim na roveň postavené byly uhrazeny nebo mají být podle reorganizačního plánu uhrazeny ihned poté, co se reorganizační plán stane účinným, ledaže bylo mezi dlužníkem a příslušným věřitelem dohodnuto jinak.“*

- Soud v rámci schvalování reorganizačního plánu zkoumá, zdali jsou výnosy z reorganizace vyšší než výnosy z konkursu
- V praxi soud někdy rozhoduje sám, někdy si nechá tuto otázku posoudit znalcem formou znaleckého posudku

# Ocenění majetkové podstaty - kategorie hodnoty a metodologie odhadu

- Kategorie hodnoty
  - cena obvyklá (§ 219 odst. 5 IZ)
  - tržní hodnota (IVSC 2013)
  - forced sale value (IVSC 2013)
- Metodologie odhadu
  - položkové ocenění majetkové podstaty přiměřeně dle charakteru majetku,
  - primárně se uplatní srovnávací přístup k ocenění a jeho metody, čili existuje předpoklad existence likvidního cenotvorného trhu jednotlivých položek aktiv v ČR, avšak bez cenových kotací, znalec jako odborník na daný trh je schopen dle cen srovnatelných transakcí říci, za kolik by se to které aktivum obchodovalo k datu ocenění

## Výsledky ocenění a realita zpeněžení

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		162 617	-	139 154
4	2009	2011	50 145	-	60 000
5	2010		47 081	54 378	15 000
6	2008		250 150	-	80 000



## Výsledky ocenění a realita zpeněžení

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 %	-

# Interpretace výsledků srovnání

- V daných případech se „znalecké“ odhady velmi lišily směrem nahoru - byly tedy spíše optimistické. Proč?
- Zdroj nesprávnosti je nutno primárně hledat ve volbě kategorie hodnoty a její interpretační náplni (nekompatibilita výsledku ocenění a účelu ocenění), až následně v metodologickém aparátu a kvalitě disponibilních dat
- Empirické studie ukazují, že u nemovitostí rozdíl mezi kategorií tržní hodnoty (ceny obvyklé?) a forced sale value činí až 30 % (Campbell, Giglio, Pathak, 2011)
- Na zde prezentovaných datech činila směrodatná odchylka 32,77 %, čili de facto potvrzuje úroveň empiricky pozorovatelného diskontu

# Možná vysvětlení rozdílů ve výsledcích ocenění

- Nesprávná volba kategorie hodnoty v kombinaci s realitou insolvenčního řízení
  - tržní hodnota (cena obvyklá) versus forced sale value (ve vazba na § 5 IZ)
- Kvalitativní změna majetkové podstaty v mezidobí mezi datem ocenění a zpeněžením majetkové podstaty
- Chování insolvenčního správce při zpeněžování majetkové podstaty
  - *informační asymetrie a oportunitní náklady*
- Chování a charakter investorů působících v oblasti insolvencí
- Kvalita znaleckého ocenění
  - *opět vazba kategorie hodnoty, účelu ocenění a odpovídající volba metodologického aparátu*
- „Negativní goodwill“ insolvence

# Otázky a diskuse

## Kontakt:

**Doc. Ing. Tomáš Krabec, MBA, Ph.D.**  
soudní znalec se specializací na oceňování  
podniků a cenných papírů  
katedra financí a oceňování podniku  
Fakulta financí a účetnictví  
Vysoká škola ekonomická v Praze  
[tomas.krabec@vse.cz](mailto:tomas.krabec@vse.cz)

**Ing. Roman Čibera**  
katedra financí a oceňování podniku  
Fakulta financí a účetnictví  
Vysoká škola ekonomická v Praze  
[roman.cibera@vse.cz](mailto:roman.cibera@vse.cz)