



Ekonomické expertízy, investiční poradenství

Národní 981/17, Praha 1 – Staré Město, 110 08

tel.: +420 224 232 754, +420 224 224 242, fax: +420 224 238 738, e-mail: mail@eeip.cz

RESTRUKTURALIZACE FIREM : PŘEDPOKLADY K REALIZACI MIMOSOUDNÍCH A SOUDNÍCH FOREM¹

Prof. Ing. Michal MEJSTRÍK, CSc²

(publikováno v: Acta Oeconomica Universitatis Carolinae, ISSN 0323-066X, no. 1/1999, Praha, s. 9-16)

Většina diskusí o špatné finanční situaci českých firem a jejich restrukturalizaci a revitalizaci paušálně aplikuje určité praktické návody bez hlubší teoretické analýzy. Autor tohoto příspěvku se snaží analyzovat zájmy jednotlivých aktérů procesu (investorů, věřitelů a vlastníků) a od těch odvíjí kvalitativní hodnocení výnosů a nákladů jednotlivých restrukturalizačních a revitalizačních metod.

Úvodem

Úvodem je třeba rozebrat **specifické důvody pro vznik finanční tísně**, které vyplývají z teoretické i praktické stránky věci.

První typ komplikací v České republice nepochybně **souvisí s příliš velkým dluhovým břemenem řady firem**. Toto mimořádně velké dluhové břemeno je zcela bezprecedentně koncentrováno u mnohých kapitálově slabých firem převážně v českých rukou. Naprosto spolehlivě se vyskytuje ve všech firmách, kde došlo k řetězové privatizaci a dalším akvizicím prostřednictvím koupě na úvěr, neboli prostřednictvím leverage buyout (LBO). Poněvadž v okamžiku, kdy se podíváte na nákupy velkých firem, které se odehrály v České republice, tak se často opakovala situace, kdy kupující nabízeli a platili jednoznačně nejvyšší ceny. Naprosto spolehlivě tak vznikly špatné úvěry a důvody pro finanční tíseň. Ve všech těchto velkých firmách, které se pustily do série akvizic na úvěr, tyto firmy zaplatily díky tomu, že jim banky poskytly mimořádně vysoké akviziční úvěry, přičemž ty byly poskytovány nejvíce dvěma velkými, státem kontrolovanými bankami. Objektivně vzato, ve všech akvizičních tendrech tyto firmy nabízely částky, které převyšovaly to, co byly ochotny zaplatit zahraniční investoři. Pro zahraniční investory bylo naprosto překvapivé dozvědět se, že někteří z domácích investorů nabízejí v akvizicích soustavně a podstatně více. Je jasné, že to nebyla věc náhodná a není tady prostor, abychom ji zkoumali, nicméně většinou nebyly tyto akviziční úvěry spláceny a banky je postupně přeřadily mezi „klasifikované“.

Samo předlužení a vznik špatných úvěrů nepochybně souvisí **se samotnou deformovanou správou obchodních společností , tj. s druhým zdrojem komplikací**. Víckrát jsem již publikoval

¹ Příspěvek využívá výsledky řešení grantu GA ČR Kultivace finančních trhů

² Adresa e-mail: mejstrik@mbox.fsv.cuni.cz

v literatuře své poznámky o tzv. českém bivalentním modelu správy obchodních společností,³ jenž v minulosti (zdůrazňuji v minulých letech) vedl k tomu, že celá řada vlastníků usilovala o úplnou kontrolu statutárních orgánů společnosti. K tomu zdaleka nepotřebovali většinu hlasů všech vlastníků, ale pouze většinu z těch, kdo se sešli na valné hromadě. V mnohých případech se s ohledem na rozptýlené vlastnictví většiny akcií se drobní vlastníci nikdy nedostavovali k valným hromadám, dostavovali se tam jenom největší vlastníci (převážně investiční fondy, které byly samy často kontrolovány nedůvěryhodnými správci) a jenom někteří z nich prosadili svoji vůli. Často pak stačila k prosazení záměru na úplné obsazení představenstva firem poměrně drobná část vlastnictví základního jmění, např. 15% nebo 12%. Vlastnictví těchto procent po řadu let zaručovalo, že v důsledku špatné ochrany ostatních akcionářů (nemožnosti jejich zastupování prostřednictvím proxy voting a celé řady dalších známých technik) tito akcionáři kontrolovali dění ve společnosti. Na rozdíl od standardní světové praxe, kdy největší akcionář může mít nárok na proporcionalní část zisků dle svého podílu na vlastnictví, v našem případě majoritně se prosazující akcionáři kontrolovali často prostřednictvím statutárních zástupců dokonce veškeré cash flow (zisky pak měly firmy jen ojedinele). Tím, že řídili veškeré hotovostní toky firem a využívali ho často ve svůj prospěch, měli snahu se vyhnout odchodu ze zadlužující se firmy, dokonce i reportovat o její skutečné situaci. Jejich špatně monitorovaná činnost pak dlouho zůstávala bez povšimnutí ostatních vlastníků a mnohých věřitelů. Přispělo k tomu i neadekvátní monitorování bankami. Např. běžně se stávalo, že projektové financování bylo čerpáno na financování provozních nákladů, což je z definice účelovosti poskytovaných projektových úvěrů v přímém rozporu. Elementární požadavky bankéřů při poskytování projektových úvěrů jsou s podobnými praktikami neslučitelné. Musíme říci, že kupodivu tento stav byl tolerován při auditech mnohých auditorských skupin. Firmy se zadlužovaly daleko za optimální bod. Předlužené a platebně neschopné podniky přežívaly dokonce déle, než by odpovídalo zákonným požadavkům na podání návrhu na konkurs. V důsledku toho byla racionalita chování podniku těžce deformována a jejich neživotoschopnost nepřiznána. Tam, kde by standardní teorie očekávala, že tito vlastníci a statutární orgány musejí z firem odejít (efektivní kapitálové trhy by fungování takovýchto vlastníků po delší dobu nedovolily), v Čechách tomu bylo právě naopak.

Shrneme-li druhý typ potíží, analyzovaní **vlastníci tím, že kontrolovali právě cash flow firem** (o ziscích už nebylo ani řeči) se právě touto kontrolou dostali k poměrně značné kontrole majetku a nebyli z těchto firem ochotni odejít. Velice negativně to poznamenalo tvar takových společností, jejich strukturu aktiv a pasiv, **negativně to poznamenalo i jejich vnitřní a smluvní vazby. Pozdní diagnóza omezuje i reálnou možnost restrukturalizace a revitalizace takto poznamenaných firem.**

Další otázkou je, že řada takových firem se **při nedostatku prostředků a bez investic** do rozvoje dostávala **mezi výrobově a nákladově nekonkurenceschopné**. Naopak tradiční problém některých výrobně konkurenceschopných firem spočíval v tom, že se **nebyly schopny prosadit na trhu, prodávat svůj konkurenceschopný produkt.**

Typické první snahy o mimosoudní restrukturalizaci.

Ve chvíli, kdy se firmy potýkají s insolvencí, dotýká se to bank, obchodních dodavatelů, dodavatelů energie, plynu, vody, těch kdo vybírají ať už daně nebo sociální a zdravotní pojištění, dokonce i samotných zaměstnanců. Dochází ke ztrátě důvěry bank, zákazníků, dodavatelů, dochází typicky k podávání návrhu na konkurz. Ve firmách, kde v důsledku okolností o nichž jsem zde před okamžikem hovořil, tyto signály přišly příliš pozdě, nezbylo než reagovat tím, že aktivity byly postupně utlumovány. Což zase okamžitě vedlo k prudkému nárůstu fixních nákladů, protože fixní náklady nemohou být rozpouštěny do výroby.

³ Viz např. M.Mejstřík, Restructuring..., Prague Economic Papers, červenec 1999

V důsledku širokého výskytu těchto problémů byly **problémy identifikovány a mimosoudně řešeny i na vládní úrovni**. Víte, že určitá mana z nebe, která se zde „snesla“, souvisela s tzv. předprivatizační fází při přípravě bank na privatizaci, kdy došlo k postoupení závazků firem zejména z České spořitelny, Komerční banky, jak to tady právě přednášel předřečník, na Konsolidační banku Praha. Konsolidační banka Praha, s.p.ú. představuje nyní koncentrovaného věřitele s 300 miliardami nominálního dluhu, což přesahuje pětinu HDP naší země. Velkou část dluhu představují špatné pohledávky (klasifikované úvěry), které banky-původci zčásti samy zoprávkovaly a dále je postupovaly nikoliv za nominál, ale s určitými diskonty (v mnohých případech 40% diskont). Existence takto vysoce koncentrovaného dluhu v rukou státní instituce (společně s daňovými nedoplatky, nedoplatky sociálního a zdravotního pojištění) **přesunula možnost kontroly nad firmami-dlužníky do značné míry z rukou (soukromých i státních) akcionářů zpět na hlavního věřitele - stát**. V uvedené míře tato situace není ve světě ani obvyklá ani dlouhodoběji udržitelná a vedla k aktivnímu vystupování státu .

Vláda rozhodla, že **stát půjde** ještě dále a to **do aktivního výkonu akcionářských práv**. Je to přirozené v situaci, kdy významné platebně neschopné subjekty s ohroženými pracovními místy jsou stále ještě pod kontrolou vlády (Česká spořitelna, Komerční banka, Vítkovice, Nová Huť, Zetor). V některých dalších případech jako např. v případě společnosti ČKD Dopravní systémy koupila z rozhodnutí vlády Konsolidační banka Praha s.p.ú. 49 % jejich akcií. To je aktivita vlády ovlivněná tlakem např. odborů a charakteristická v mnohých zemích světa v případě firem , které jsou považovány vládami za příliš veliké, aby s ohledem na negativní dopady vyvolané přímou a nepřímou nezaměstnaností dovolily jejich úpadek.

Oproti tomu je tady **další postižená skupina subjektů**, které jsou významné v kterékoli zemi na světě, a tedy i v České republice - **vedle vládou kontrolovaných věřitelů** jsou to ještě **další hlavní věřitelé**.

Po (byť opožděném) vyhodnocení vážnosti situace **se nejvýznamnější věřitelé pokoušejí organizovat, tzn. iniciují vznik různých typů věřitelských výborů , společně rozvažují restrukturalizační záměry** . Někdy se jim to ale nedaří. V kladném případě se snaží podepsat stabilizační dohodu *standstill agreement* . To je naprosto podstatná součást mimosoudní restrukturalizace. Tam, kde se věřitelé nejsou schopni se zorganizovat, tam, kde se věřitelé nejsou schopni domluvit na podmínkách dalšího fungování firmy, tam samozřejmě fáze mimosoudní restrukturalizace a priori končí. Proto otázka na jak dlouho podepsat pakt o neútočení, kdo k němu přistoupí, jaké jsou podmínky dalšího fungování firmy, jací věřitelé kladou tyto podmínky dosavadním akcionářům a managementu, jaký je vůbec vztah k dosavadním akcionářům, vstřícnost vzít na sebe minulé ztráty a vůbec otázka dalšího fungování tohoto managementu v této chvíli, je podstatná a zásadní. Například v řadě dohod o mimosoudních restrukturalizacích se předpokládá nástup krizového managementu a odchod stávajícího managementu. Jestliže je management samozřejmě spjat se stávajícím akcionářem, který kontroluje cash flow, tak tyto problémy v oblasti mimosoudní restrukturalizace jsou velice komplikované a nepříjemné.

Další krok v mimosoudní restrukturalizaci je **zpracování aktuálního auditu**, protože řada věřitelů následně zjišťuje, že o firmě velice málo věděla, že dosud zpracované analýzy byly značně neúplné, vedle standardního auditu se věřitelé většinou domluví i na tom, aby byla zpracována i určitá pre-due diligence, tedy předběžná analýza specifických stránek fungování podniku, které jsou relevantní z hlediska jeho budoucnosti a o návrhu na restrukturalizaci. V řadě případů se ukazuje, že ani samotný *audit již nebyl uzavřen s výrokem bez výhrad*. Tyto problémy vznikají zejména, tam kde se jedná o složitější holdingová uspořádání, kdy v rámci vztahů mateřských a dceřiných společností se ukazuje naprostá finanční nekompetence dceřiných společností. Dceřiné společnosti jsou naprosto ve vleku mateřských společností, nejsou schopny kontrolovat ani svou vlastní rozvahu, existuje celá řada

neauditovaných (nesplácených) závazků, kdy můžeme hovořit o nerozpoznatelných podrozvahových položkách, která potom často převyšují aktiva. A to je bohužel okamžik, který se dostavuje příliš pozdě. Ale nicméně : pozdě, ale přeci.

Musíme definovat terén a ten terén je určitý. Obvykle v této chvíli nezbyvá, než se domluvit na **restrukturalizačním plánu zahrnujícím vyhledání nového strategického investora**. Což je ovšem činnost, která je okamžitě v rozporu se zájmy stávajících akcionářů. Tzn. samotné vyjednávání v rámci mimosoudní restrukturalizace znamená opět domluvit se na tom, do jaké míry jsou stávající akcionáři schopni a ochotni přijmout břemeno minulých ztrát. Z jejich strany jde o zásadní krok, v důsledku něhož ztratí minimálně majoritu, nebo budou muset z firmy odejít. K této fázi patří nepochybně i urychlení, někdy jenom zahájení, *operační restrukturalizace*. Na řadě analýz se pro věřitele naprosto nečekaně ukazuje, že dosavadní management byl nekompetentní, že řada činností byla provozována se značnou mírou ztrátovosti a tudíž ony zásadní první kroky operační restrukturalizace jsou tak zjevné, že mohou být bezprostředně přijaty organizovanými věřiteli. Běžně *dochází ke snížení zaměstnanosti, k přísné kontrole čerpání úvěrů a k dalším krokům*.

Jestliže jsem zmínil, že cílem je nalézt nového strategického investora, tak strany, které mají zájem o takovouto mimosoudní restrukturalizaci (případně i o soudní), si již předem musejí uvědomit, co takového investora zajímá. Celé své další konání pak musejí odvíjet od koncovky. Všichni víme **co patří k cílům strategického investora**, jenž by potenciálně vstupoval do takové restrukturalizované společnosti. Může hledat např. *nově vyvinutý produkt pro stávající trh, rozšíření svých vlastních distribučních kanálů, hledat nové produkty pro nové trhy, vytvoření nových trhů pro jeho stávající nové výrobky, dosažení určitých úspor z rozsahu, snížení nákladů, rozšíření reputace značky*. Dále bych zde uvedl, že jsou někdy relevantní motivace investorů, které zejména souvisejí s tím, že jedná se o *vytvoření nového trhu a kontrolu dodavatelů jeho převzetím*. Tomu se říká backword integration. Anebo vytvoření trhu převzetím odběratele, tomu se říká foreword integration. S tím se běžně setkáváme, ale setkáváme se i s *preventivním převzetím konkurenta* a v neposlední míře je někdy zajímavým motivem investorů *efektivní investice volné hotovosti ke snížení atraktivnosti být převzat*. Někteří naši investoři prostě trpí přebytkem likvidních prostředků, které vedou k tomu, že jsou sami předmětem nájezdnických aktivit a v takovéto situaci je pro ně někdy docela zajímavé koupit si takovou restrukturalizovanou společnost nebo i ještě ne plně restrukturalizovanou společnost, která je takovým trošičku poison-pillem, je nepříjemným znechucením jejich atraktivitu a potenciálního investora může odradit. Což je pro akcionáře významný výsledek. Právě proto bývají předmětem prodejů předlužené, platebně neschopné, restrukturalizované společnosti. Nemluvě o tom, že s tím souvisí třeba i určitý daňový štít u prodělečné, neefektivní společnosti.

V této souvislosti si uvědomme ještě další moment. Kdy je *preferována koupě akcií spíše než aktiv*. Některé dodavatelské, odběratelské a jiné kontrakty jsou převoditelné jenom tím, že nabudete vlastnická práva k předmětné firmě. Vlastní-li cílová firma tj. restrukturalizovaná firma, jisté dodavatelské, odběratelské a jiné kontrakty, leasingy, franchisy, nebo licenční smlouvy, jež jsou obtížně převoditelné na kupujícího, přinejmenším za stejně výhodných podmínek, pak je lepší koupit-li investor akcie. Takových případů známe celou řadu, kdy v restrukturalizované firmě opravdu nic lepšího není (ale může se jednat o dosti dobré a podstatné aktivum) a proto se vyplatí jít do rizika a kupovat akcie. Obdobně můžeme uvádět špatný credit rating, kterým si lze pokazit vlastní credit rating, což je právě docela zajímavá činnost z hlediska odrazení potenciálních nájezdníků.

Alternativy akvizice pro dosažení cíle růstu firmy mohou být *založeny na diverzifikaci produktů*. Někdy souvisejí s tím, že potenciální investor může *zvažovat firemní vývoj nového produktu, joint venture, licenční smlouvu, zajímavý odběratelský kontrakt či kanál a hledá opět takovou restrukturalizovanou firmu, která např. nemá nic jiného, než tento nově vyvinutý produkt*. Ale

co to potom znamená. Zvažuje-li investor takové varianty, znamená to, že pro něj je velmi *podstatná nejenom otázka nákladů, ale i času*. A rizika časové dostupnosti alternativ. Proto uvažujeme-li z hlediska mimosoudní i soudní restrukturalizace, musíme si uvědomit : jestliže se tato restrukturalizace má vésti dva roky, tak pro investora, který má zájem o tuto firmu právě proto, že má zajímavé produkty, znamená nabytí firmy po dvou letech - poté co proběhne celá řada restrukturalizačních procedur, definitivní ztrátu atraktivity předmětné firmy. Tudíž uvažovat za těchto podmínek potenciálně o časově náročné restrukturalizaci je pochybené.

Jaké jsou ještě typické **požadavky na životaschopnost firmy**, které uplatňujeme v rámci pre-due diligence. Uvedu je nyní z hlediska řekněme investičně bankéřského.

- Je v restrukturalizované firmě ještě něco ekonomicky zajímavého, co je potenciálně proditelné?
- Jedná se o to, co firma nabízí za produkty a služby.
- Jaký je objem a dynamika prodejů a tržních podílů na jednotlivých segmentech trhů, jestli má firma zajímavé cenové marže, rozdíly cen produktů na vstupu a výstupu, tzn. rozpětí mezi cenami produktů a náklady na rozhodující materiál,
- jaká je ziskovost : podle jednotlivých fází výroby,
podle jednotlivých produktů,
podle jednotlivých trhů.

To jsou informace, které (jak se ukazuje) mnoho dřívějších managementů skutečně v řadě firem vůbec nesledovalo. Když si člověk popíše prostor příležitostí, zjistí míru ziskovosti jeho jednotlivých fází produktů, trhů, porovná různé alternativy. Technicky jde o známé metody, není potřeba je uvádět. Potenciální investor by si měl uvědomit, jaký je stupeň komplementarity ziskovosti výroby a distribučních kanálů firmy se zahraničními trendy. Podle toho jestli jde o umírající segment trhu nebo nikoliv, může připadat v úvahu návrh na zeštíhlení restrukturalizované firmy dle životaschopných segmentů výroby. Již jsme uvedli, že jde o to, co se dá z firmy udržet jako going-concern.

Bohužel, řada aktivit původního managementu, o nichž jsem zde začal hovořit, má za následek, že ve firmě je možno nalézt nejenom celou řadu příležitostí, ale v rámci due diligence nebo předprodejního pre-due diligence se ze strany prodávajícího *objevuje i celá řada nepřijemných, zastřených problémů. Tyto problémy vyvolávají otázku, jestli je firma vůbec životaschopná*. Typickým jevem je, že řada firem předstírá snížením nákladů na údržby, opravy, vědu a výzkum, na zásoby, na marketing, že jejich výsledky jsou lepší než ve skutečnosti. To není na první pohled zcela zřetelné. Dochází k tomu celkem náhle a obrázek hospodaření třeba za čtyři měsíce běžného roku je docela zajímavý. Ale pak náhle přijde zjištění, že ke snížení nákladů vlastně došlo tam, kde to je pro budoucnost firmy nejcitelnější, že je tak ohroženo její samotné fungování. Najednou se může ukázat velmi slabá závislost mezi prodeji a zisky. Ještě o tom pohovořím dále. Může se ukázat, že v okamžiku, kdy by firma, která potenciálně může být proditelná, byla prodána, došlo by ke *ztrátě výhodných* dodavatelských, odběratelských, leasingových a licenčních *smluv* po akvizici, kvůli kterým je potenciální kupující právě chtěli koupit. Ale ukáže se, že ve smlouvách je např. napsáno : pokud dojde ke změně vlastníka, tato smlouva nemůže být převzata. Což je zjištění, které vůbec není banální a je naopak fatální, je smrtelné. Taktéž může dojít ke zjištění, že existuje řada výhodných vnitroholdingových ujednání, které po akvizici odpadnou. Firma se zdá být velice zajímavá jako celek, ale v okamžiku, kdy vypadne z holdingu, ztratí výhodu danou křížovými dotacemi (cross-subsidies). Samotné zjištění tohoto jevu a jeho odstranění není elementární.

Další okolnost, která se objevuje, je *závislost na omezeném počtu zákazníků*, z nichž někteří po akvizici odpadnou. Najednou zjistíte, že firma dodává určité skupině zákazníků a ve chvíli, kdybyste tuto firmu prodali tak proto, že trvalý odběratel o ni nemá zájem a chtěl by ji koupit někdo z konkurentů, tak se ukáže, že stávající zákazníci by o firmu ztratili zájem a tudíž vlastně potence firmy z hlediska jejího prodeje a nabytí novým zákazníkem je velmi limitovaná.

Jde obecněji o fakt, že v některých případech *významná část zisků firem je získána z problémových tržních segmentů*. Např. z prodejů stále méně poptávaných produktů, nestabilních zahraničních odběratelů, jednorázových zakázek, dokonce z krátkodobých vládních zakázek. Zažili jsme případy firem, které skutečně měly být restrukturalizovány, jevily se jako trochu zdravé, ale pak se ukázalo, že budoucí výnosy jsou postaveny na vratkých nohou.

Dále jsem hovořit o *skrytých daňových závazcích, neúčtovaných závazcích*, jako podrozvahové závazky, rušení směnky, penze, odstupné, vrácené dodávky, které nejsou správně zaúčtovány. Téměř v každé firmě, se kterou jsme se zatím ve své praxi setkávali (ve své dosavadní praxi jsem se setkal téměř s 50 firmami), se v různé míře tyto okolnosti vždy objevily. U některých firem to bylo ve formě naprosto neuvěřitelné, kdy neúčtované podrozvahové závazky, ve formě např. ručení, představovaly několikamiliardové částky. Ty nebyly uvedeny v auditované příloze k účetní závěrce, protože firma o sobě léta tvrdila, že vlastně žádné významné mimorozvahové závazky nemá.

Další okolnosti, které také již byly zmíněny, jsou *nadhodnocené zásoby, příp. nedobytné pohledávky*. Jsou to celkem banální záležitosti, nicméně stejně nepříjemnou okolností mohou být i zjištěné *soudní obchodní spory s finančními důsledky*. Firma se může zdát být zdravá a najednou se ukáže, že restrukturalizovaná firma je prodávána právě z toho důvodu, protože jí hrozí soudní spor, který by jí velmi zkomplikoval budoucí fungování. Jsou tady ještě další technické detaily, které mohou mít podstatné důsledky. Upozorňuji, že u některých firem fakt, že nedodají určité dodávky, znamená fatální sankce, penále, náklady na pojištění atd.

Pokud firma vyrábějící finální produkty necítí *odpovědnost za škody způsobené vadami nekvalitní produkce a není v tomto směru pojištěna* setkáváme se s naprosto jednoznačným případem, kdy se firma jeví jako neprodatelná. A bohužel, jak víte tím, že jsme v Čechách měli řadu firem, které mnoho let prodávaly zejména pro ruské trhy, tak zcela běžně tuto odpovědnost za produkty nikdy necítily, a necítily potřebu se pojišťovat. Když se to potom promítne nazpět, tak každá firma, která vyrábí i investiční celky, nese určitou dlouhodobější odpovědnost za své výrobky, a možnost jejího prodeje se potom samozřejmě prudce snižuje. Ne náhodou proto např. i ve Spojených státech řada významných firem ztratila svou potenciální prodejnost a prošla konkursem (Piper).

Varianty mimosoudní a soudní restrukturalizace

Na základě výše zjištěných skutečností (mj. s ohledem na míru „nakaženosti firmy skrytými chorobami v důsledku činnosti minulého managementu“) připadají v úvahu určité **varianty restrukturalizace** ať už mimosoudní, tak soudní. Lze uvést pět základních forem.

- Jednak to je (jak si o tom ještě řekneme) **uspokojení věřitelů**.
- Druhou variantou je **vyvedení činností a aktiv anebo aktiv**.
- Další je **dvě formy soudního vyrovnání**.
- Další formou je **sanační konkurz**.
- Pátá forma je **likvidační konkurz**.

Zastavil bych se pár slovy u každé z výše uvedených forem

Možnosti restrukturalizace v případě pokusu o uspokojení věřitelů. Tato možnost je v České republice fakticky výjimečně možná právě proto, že s diskontem došlo k bankovní předprivatizaci, tzn., že řada firem se nyní ocitla zpět pomocí skrytého bail-out v rukou státu, který koncentroval nejednou až 80 % veškerých závazků firmy. Protože je stát získal s různým diskontem, mnohdy jako vedlejší produkt bankovní předprivatizace, tak nelze vyloučit, že v okamžiku, kdy rozhodující část je v rukou tohoto koncentrovaného vlastníka, např. Konsolidační banky Praha, tak náklady na uspokojení věřitelů, zbývajících věřitelů, mohou být někdy poměrně nízké, ano. Ale rád bych upozornil, že to je mimořádná příležitost. V tomto případě kapitalizace dluhu na akciový kapitál, pokud by se jednalo o 80 % dluhů, může výrazně firmu ozdravit. Snížení základního jmění na krytí minulých ztrát je samozřejmě zase věc vyjednání s dosavadními akcionáři a často je to záležitost zcela kritická, která může zcela popřít i ten první krok. Jsou tam i v tomto případě nutné injekce skutečných peněz, čerstvého kapitálu. Nicméně, než se podaří zajistit injekce čerstvého kapitálu, tak se zde, stejně jako v řadě dalších forem, jako slabina jeví možnost hrozby malých investorů bankrotem. Kolik věřitelů a jakého množství dosahuje objem jejich závazků je často nejasné (jak jsme uvedli v předchozí části u některých hodně zasažených firem se v důsledku činnosti předchozího managementu jedná o násobek údajů v účetnictví) a skryté, postupně vyjevované nároky mohou překročit rozumné meze a firmu definitivně znehodnotit. A, jak jsem již říkal, paralelně dochází k odporu původních akcionářů. Tato naivní varianta proto většinou po hlubší analýze nepřipadá v úvahu.

Druhá činnost, která nabízí určité příležitosti je vyvedení činností a části nebo veškerých aktiv anebo vyvedení jenom aktiv, mimo firmu. Princip je jasný. Dojde k omezenému vypořádání za souhlasu hlavních věřitelů. Nicméně vždy připadá v úvahu určité možné zneužití, které je napadnutelné jinými věřiteli. Ten problém je, že dojde-li k určitému vyvedení, tak transakce, které prokazatelně poškozují věřitele nebo některé z nich upřednostňují, mohou být vyhlášeny za neplatné, pokud k nim nedošlo minimálně 6 měsíců před podáním návrhu na konkurz.

Třetí formou jsou dvě formy soudního vyrovnání. V obou případech je nutný souhlas oddělených věřitelů, úplné uspokojení vybraných věřitelů, kvalifikovaný souhlas ostatních věřitelů a potvrzení vyrovnání soudem. Nicméně, díky současné novele Zákona o konkurzu a vyrovnání platné po 1.5.2000 je zde několik zajímavých příležitostí souvisejících s tím, že pokud ostatní věřitelé souhlasí, taktéž i soud, tak *u návrhu vyrovnání před vyhlášením konkurzu* je požadováno zajistit minimálně 30 % k uspokojení ostatních věřitelů. Pokud se jedná o variantu, která je v Čechách ještě méně známá, tj. kdy po vyhlášení konkurzu dojde k *pokusu o nucené vyrovnání*, tak tam by podle novely mělo stačit 15 %. Navíc ve zmíněné novele byl zaveden prvek, který je velice dobře dokumentován na případu Letu Kunovice, který jsem si vám dovolil také předložit. Byť za dříve platných podmínek (k tomuto případu vyrovnání došlo v roce 1995- 1997) a to, co se tehdy jevílo jako naprosto ojedinělá, pionýrská kauza, tak v souvislosti s platnou novelou by mohlo být využíváno v daleko větší míře. Je jasné, že financování potřeb v hotovosti je v případě vyrovnání stále nákladné. Navíc firma je ve vlastnictví existujících akcionářů během celého procesu vyrovnání, což je opět problém znovunalezení určitého kompromisu. Kompromis je vždy nutno vyjednat. Slabina je známa, soud může nezávisle projednávat vyrovnání a vyhlásit konkurz, což se stalo v případě Královopolské. Problém, který je v České republice po novele ZKV přijaté v roce 1996, spočívá v tom, že byl odstraněn třetí odstavec v paragrafu souvisejícím s povolením vyrovnání. Tento odstavec byl zcela zásadní, neboť dovoloval popřít veškeré pohledávky, které nebyly přihlášeny v zákonem stanovené lhůtě. Dovoloval tedy včasné transparentní vyjevení všech platných závazků a přiměřené řešení. Se svými kolegy jsme se otázkou jak došlo k odstranění klíčového odstavce speciálně zabývali. Problém je v tom, že v roce 1996, když došlo k odstranění tohoto odstavce, se některým zákonodárcům zdálo, že jde o věc naprosto banální.

Okolnost, že se někdo včas se svým závazkem nepřihlásil považovali za ryze technickou, která by vlastně neměla být postihována. Tento paragraf odstranili a v tu chvíli se možnost jít cestou vyrovnání stala velmi komplikovanou, poněvadž všichni věřitelé dostali možnost buď se přihlásit k vyrovnání (a smířit se s částečným nebo náhradním plněním svého nároku) anebo se nepřihlásit a doufat, že vyrovnání proběhne k tíži těch, kteří se přihlásili, zatímco ti, kteří se nepřihlásili, budou následně v plné výši věřiteli ozdraveného podniku. Jistě je jasné, že spekulace tohoto typu jsou velice reálné a lehkost, s jakou poslanci při novele 1996 argumentovali technickou záležitostí, je až úžasná.

Čtvrtou cestou restrukturalizace je sanační konkurz, který je dosud zcela netypický. Správce konkurzní podstaty je v pozici, kdy jsou na něj kladeny podstatně vyšší nároky udržet podnik v chodu, ale kdy on sám má nedostatečnou motivaci. Motivace je dána tím, že po správci konkurzní podstaty je požadována celá řada nových činností, které nijak nesouvisí např. s prodejem podniku po jednotlivých aktivech, po zpeněžení podstaty podle jednotlivých součástí majetku. Nedostatečnost motivace vidím jako dosti podstatnou. Další okolností je, že hodnota podniku v chodu by měla převýšit likvidační hodnotu, což by měl schválit věřitelský výbor i soud. To je samozřejmě rozhodnutí, které musejí obě tyto strany učinit a v řadě případů tomu tak je, v některých případech to může být sporné. A je věcí správce, tuto zodpovědnost na sebe do určité míry vzít. Rizika - opět je to nedostatek provozního kapitálu, poněvadž úpadky jsou vyhlášovány příliš pozdě a proces je sám velice pomalý, tzn. než je všechno schváleno, než jsou věřitelé definitivně přezkoumáni atd., tak společnost umírá. Jen málo bank je totiž ochotno financovat podnik, pokud potenciální investor není znám a navíc se musí prokázat životaschopnost firmy, tzn. v tomto případě potom většinou bývá poskytován úvěr proti konkurzní podstatě. Což samo o sobě není věc elementární a já musím konstatovat, že např. Konsolidační banka je v tomto směru určitým světlým příkladem, že se o několik takovýchto úvěrů pokusila.

Sanační konkurs je v České republice případ velice řídký, ale pro investora je mimořádně zajímavý. Je to bezpečná forma, investor přesně ví, co se nachází na straně závazků a pokud se podaří podle zákona o konkurzu a vyrovnání § 27 a) prodej podniku jednou smlouvou, (tj. zpeněžení části aktiv, která je nutná k provozování podniku) jde o mimořádně atraktivní příležitost, kterou bychom si měli postupně hýčkat. Přiznávám se, že to je cesta, kterou po zkušenostech, po nalezení všech kostlivců, o nichž jsem výše hovořil, vidím jako cestu nejčistší a pro investory nejpřitažlivější.

Poslední cestou je likvidační konkurz, který je dobře znám. Dochází k prodeji aktiv po částech, kdy ovšem hodnota movitá i akciová je ztracena, aktiva jsou prodána zvlášť. Víme, že v České republice možný výnos ze zástav oddělených věřitelů je obvykle malou částí celkových zajištěných pohledávek. Pokud dojde ke zpeněžení podstaty, tak celkový výnos nezajištěných věřitelů bývá velice nízký, 0 až 5 %. Podle novely ZKV do druhé třídy věřitelů spadl i jeden zajímavý věřitel, nebo jedna velice zajímavá skupina věřitelů, což by měl být stát včetně nezaplacených daní, tak potom může dojít k tomu, že se výnos zvýší. Což ovšem platí i pro sanační konkurz. Pro správce konkurzní podstaty je likvidační konkurs obvykle cesta preferovaná, méně riskantní, má porovnatelné odměny. Současně je nutné konstatovat, že někteří správci procedury zneužili a navíc ji učinili mimořádně zdlouhavou. Jediný důvod proč se likvidační cestou někdy nevydat, poněvadž je to až poslední možnost, je někdy hrozba velkého rizika z nárůstu pohledávek a újmy věřitelů. Pohledávky věřitelů mohou představovat např. penále z nedodání.