

КОРПОРАТИВНЫЙ КОНТРОЛЬ УЧАСТНИКОВ ХОЗЯЙСТВЕННОГО ОБЩЕСТВА И МЕТОДЫ ЕГО ФОРМИРОВАНИЯ

Андрей Глушецкий

Д.э.н., профессор Высшей школы финансов и менеджмента Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, генеральный директор Центра корпоративных стратегий

Аннотация

анализируются важнейший эффект, на котором основывается деятельность современных корпораций - корпоративный контроль, раскрывается его природа, систематизированы рыночные и нерыночные методы его формирования. Подробному анализу подвергнуты механизмы и инструменты, прежде всего, нерыночного формирования корпоративного контроля как более распространенные в отечественной корпоративной практике.

Ключевые слова: корпорация, корпоративные права, статусные корпоративные права, инвестиционные корпоративные права, корпоративный контроль, рыночные и нерыночные методы формирования корпоративного контроля, эмиссии неинвестиционного характера, казначейские и квазиказначейские акции, переход на единую акцию, фонд акционирования работников, перекрестное владение акциями.

КОРПОРАТИВНЫЕ ПРАВА УЧАСТНИКОВ ХОЗЯЙСТВЕННЫХ ОБЩЕСТВ И ЭФФЕКТ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ)

Явление корпоративного контроля связано с корпоративными правами. В связи с участием в корпорации ее участники приобретают корпоративные (членские) права и обязанности в отношении созданного ими юридического лица (п.2 ст.65.1 ГК РФ).

Корпорации – юридические лица, учредители (участники, члены) которых обладают правом на участие в управлении их деятельностью (право членства).

- К коммерческим корпорациям относятся хозяйственные товарищества, хозяйственные партнерства, хозяйственные общества, производственные кооперативы.
- К некоммерческим корпорациям относятся потребительские кооперативы, ассоциации и союзы, общественные организации.

Классификация корпоративных прав для цели исследования корпоративного контроля

Для целей исследования корпоративного контроля в хозяйственных обществах можно провести классификацию корпоративных прав участников обществ по критерию их зависимости от количества акций или размера доли в уставном капитале ООО, принадлежащих участнику общества.

По этому критерию корпоративные права делятся следующим образом.

- Статусные корпоративные права участника хозяйственного общества.
- Инвестиционные корпоративные права участника хозяйственного общества, которые в свою очередь делятся на переменные и постоянные инвестиционные права.

Статусные корпоративные права участника хозяйственного общества – корпоративные права, которые не зависят от количества акций или размера доли в уставном капитале ООО, принадлежащих участнику общества. Лицо, приобретшее хотя бы одну акцию (целую или дробную) или любую долю в уставном капитале ООО, получает статус участника общества и обусловленный им фиксированный объем этих прав. Изменение количества акций или размера доли в уставном капитале ООО, находящихся в распоряжении участника, не влияет на объем этих прав.

Общие статусные корпоративные права участников акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью:

- право принимать участие в общем собрании участников,
- право на получение информации о состоянии дел в обществе (кроме права знакомится с документами бухгалтерского учета в акционерном обществе),
- право обращаться с исками в суд к обществу в случае нарушения прав участника или в защиту прав общества.

Инвестиционные корпоративные права участника хозяйственного общества – корпоративные права, которые зависят от количества акций соответствующих категорий и типов (размера доли в уставном капитале ООО), принадлежащих участнику общества. Определяющим признаком этих прав является зависимость их реализации от размера доли в

уставном капитале.

В акционерном обществе инвестиционные корпоративные права делятся на постоянные и переменные.

Переменные инвестиционные права акционера – объем этих прав меняется в зависимости от количества акций, находящихся в распоряжении акционера. Увеличение или уменьшение этого количества влияет на объем указанных прав, поэтому они характеризуются как переменные.

К числу этих прав относятся:

- право распоряжаться определенным количеством голосов на общем собрании акционеров,
- право на получение определенной суммы дивидендов,
- право на получение определенной ликвидационной квоты.

Постоянные инвестиционные права акционера – их возникновение и возможность реализации обусловлены наличием в распоряжении акционера фиксированной доли голосующих акций. Дальнейшее наращивание этой доли не увеличивает их объема, поэтому они характеризуются как постоянные.

- 1% голосующих акций дает право обратиться в суд с иском к членам органов управления общества и к единоличному исполнительному органу общества о возмещении причиненных обществу убытков;
- 1% голосующих акций дает право ознакомления со списком лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;
- 2% голосующих акций дает право вносить вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвигать кандидатов в органы общества;
- 10% голосующих акций дает право требовать созыва внеочередного общего собрания акционеров общества и обращаться с исками в суд о понуждении общества к проведению внеочередного общего собрания акционеров;
- 25% голосующих акций дает право доступа к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа акционерного общества.
- превышение 95% голосующих акций дает возможность акционеру предъявлять требование об обязательном выкупе оставшихся акций общества (вытеснять миноритариев).

Можно выделить еще один аспект классификации корпоративных прав. Права, удостоверяемые одной акцией и права, проистекающие из определенного пакета акций.

Статусные корпоративные права и переменные инвестиционные корпоративные права удостоверяются одной акцией, а постоянные инвестиционные корпоративные права возникают из определенного пакета акций. Из этого обстоятельства вытекает

следующее.

Статусные корпоративные права и переменные инвестиционные корпоративные права акционер по общему правилу реализует индивидуально, они связаны с акциями, находящимися в его распоряжении.

Условно постоянные инвестиционные корпоративные права может реализовать как один акционер (проявление индивидуальной воли), так и группа акционеров, которым в совокупности принадлежать пакет акций, порождающий данные права (совместное проявление воли нескольких лиц).

Фактическая возможность влиять на формирование воли общества

Нарастание доли участника хозяйственного общества в уставном капитале общества порождает не только дополнительные корпоративные права, так же появляется фактическая возможность влиять на формирование воли общества:

- достижение 16,7% голосующих акций (доли в уставном капитале ООО) дает возможность провести кандидата в коллегиальный орган общества, избираемый кумулятивным голосованием, при определении его состава в количестве пяти членов (чем больше количественный состав коллегиального органа, тем ниже «проходной бал» в него);
- превышение 25% голосующих акций (доли в уставном капитале ООО) дает возможность блокировать принятие решений по ряду особо важных вопросов компетенции общего собрания участников, для принятия решений по которым предусмотрено большинство в три четверти голосов;
- превышение 33% доли в уставном капитале ООО дает возможность блокировать принятие решений по ряду особо важных вопросов компетенции общего собрания участников, для принятия решений по которым предусмотрено большинство в две трети голосов;
- превышение 50% процентов голосующих акций (доли в уставном капитале ООО) дает возможность участнику общества определять решения по большинству вопросов компетенции общего собрания участников. Это правило особенно актуально для акционерных обществ, где по общему правилу решения принимаются большинством голосов акционеров, участвующих в общем собрании;
- превышение 75% голосующих акций дает возможность акционеру единолично определять решения по всем вопросам компетенции общего собрания акционеров;
- достижение 83,7% голосующих акций (доли в уставном капитале ООО) дает возможность полностью формировать коллегиальный

орган общества, избираемый кумулятивным голосованием, при определении его количественного состава в пять членов (чем больше количественный состав коллегиального органа, тем ниже «проходной бал» в него).

С инвестиционными корпоративными правами связан эффект корпоративного контроля, который возникает в результате достижения у одного лица или группы взаимосвязанных лиц определенного объема этих прав. Достижение пороговых значений указанных прав позволяет этим лицам влиять на формирование воли хозяйственного общества, а при достижении определенных значений полностью определять ее «В таком случае принято говорить о феномене корпоративного контроля – уникальной особенности корпоративного права, выражающегося в том, что с наращиванием доли в уставном капитале набор прав, неизменным образом выраженный в одной ценной бумаги, на деле может возрастать, хотя формально на каждую акцию приходится один и тоже набор прав».

- Под корпоративным контролем понимается фактическая возможность одного лица или группы взаимосвязанных лиц – участников хозяйственного общества влиять на формирование и проявление воли общества на основе распоряжения определенным объемом инвестиционных корпоративных прав, который выражается в размере его (их) доли в уставном капитале общества. Это возможность формировать органы общества и предопределять их решения.

Этот эффект основан на владении акциями или долями в уставном капитале ООО и связан с инвестиционными корпоративными правами и их объемом.

Корпоративные отношения в хозяйственных обществах обладают существенной спецификой по сравнению с классическими общегражданскими правоотношениями. Они в значительной степени базируются на исключениях из правил. В эти отношения вступают лишь формально равноправные участники. Объединение неравных капиталов дает фактически неравный объем инвестиционных корпоративных прав. Интересы доминирующих участников корпорации преобладают над интересами остальных участников (эффект корпоративного контроля). Доминирующее участие в уставном капитале позволяет им формировать волю юридического лица, которая становится обязательной для всех его участников.

Принцип большинства состоит в том, что консолидированная воля доминирующих участников становится волей корпорации.

Корпоративный контроль – явление присущее хозяйственным обществам – коммерческим корпорациям, имеющим такую системообразующую

конструкцию как уставный капитал – совокупность акций или долей, принадлежащих участникам хозяйственного общества.

Важнейшая функция уставного капитала – это определение объема инвестиционных корпоративных прав участника хозяйственного общества и установление возможности их реализации. Уставный капитал определяет пределы осуществления каждым участником хозяйственного общества его инвестиционных корпоративных прав.

В акционерном обществе объем инвестиционных корпоративных прав в абсолютных показателях выражается в штуках акций соответствующих категорий и типов (в том числе в дробной акции в пропорции от целой). Их относительным выражением является доля в уставном капитале акционерного общества акций определенных категорий и типов, принадлежащих акционеру.

В обществе с ограниченной ответственностью абсолютное и относительное выражение инвестиционных корпоративных прав совпадают – это размер доли в уставном капитале общества, выраженный в натуральной дроби или процентах.

Понятие корпоративный контроль отражает факт установления в обществе власти конкретного участника или группы взаимосвязанных участников на основании распоряжения определенным количеством акций или определенным размером доли в уставном капитале ООО.

Корпоративный контроль следует отличать от иных схожих явлений.

Традиционно под контролем [от фр. controle] понимается наблюдение, надзор или надзор над кем-либо или над чем-нибудь с целью проверки.

Контроль как функции управления означает, что органы и/или должностные лица отслеживают (надзирают) деятельность подчиненных им органов, подразделений, работников, выявляют в их деятельности отклонения от заданных траекторий (планов, бюджетов, заданий, нормативов, внутренних локальных актов, решений органов юридического лица, норм законодательства) и вносят соответствующие коррективы в эту деятельность.

Контроль как функция управления имеет место во всех юридических лицах, не зависимо от их организационно правовой формы.

Корпоративный контроль участников общества следует отличать от контроля над обществом третьих лиц - не участников общества: менеджеров, кредиторов, государства и иных стейкхолдеров. Об этом речь пойдет ниже.

Можно выделить две группы методов формирования корпоративного контроля участников хозяйственного общества: рыночные и нерыночные. Каждой из них присущи свои механизмы и инструменты.

КОРПОРАТИВНЫЙ КОНТРОЛЬ УЧАСТНИКОВ ХОЗЯЙСТВЕННОГО ОБЩЕСТВА

ПОНЯТИЕ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ	МЕТОДЫ ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ	МЕХАНИЗМЫ ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ
Под корпоративным контролем понимается фактическая возможность одного лица или группы взаимосвязанных лиц – участников хозяйственного общества влиять на формирование и проявление воли общества на основе распоряжения определенным объемом инвестиционных корпоративных прав, который выражается в размере его (их) доли в уставном капитале общества. Это возможность формировать органы общества и предопределять их решения. Этот эффект основан на владении акциями или долями в уставном капитале общества и связан с инвестиционными корпоративными правами и их объемом	Рыночные	Поглощение (внутреннее или внешнее) путем приобретения крупных пакетов акций
	Нерыночные	Эмиссионные механизмы, основанные на размещении дополнительных корпоративных ценных бумаг
		Не эмиссионные механизмы, основанные на сделках на вторичном рынке (обращении) с акциями и долями в уставном капитале ООО
		Реорганизационные процедуры, в рамках которых происходит изменение состава участников реорганизуемых обществ и/или соотношения их корпоративных прав
		Формирование вертикально – интегрированных холдингов
		Механизмы не связанные с размещением и обращением ценных бумаг

НЕРЫНОЧНЫЕ МЕТОДЫ ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

Нерыночному формированию корпоративного контроля присущи свои специфические механизмы инструменты. Их объединяет то, что они преследуют цель повысить уровень корпоративного контроля у определенных участников корпорации, без рыночного приобретения акций (долей в уставном капитале ООО) у других участников или осуществления реальных инвестиций в корпорацию. Они предполагают минимизацию собственных затраты лица, повышающего уровень своего корпоративного контроля,

В эту группу отнесены механизмы, позволяющие получать возможность пользоваться правами из ценной бумаги (доли в ООО) без перехода прав на ценную бумагу (долю в ООО).

В эту группу также отнесены механизмы, позволяющие консолидировано осуществлять участниками корпорации свои корпоративные права.

- Эмиссионные механизмы, основанные на размещении дополнительных корпоративных ценных бумаг.
- Имеются в виду эмиссии, которые формально выглядят как инвестиционные, а по существу направлены не на привлечение капитала, а перераспределение корпоративных прав:
- закрытая подписка в пользу определенного лица за счет средств общества,
- закрытая подписка в пользу определенного лица за счет заемных средств,

закрытая подписка в пользу определенного лица привилегированных акций с номиналом отличным от номинала обыкновенных акций.

Методы формирования корпоративного контроля связанные с эмиссией акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, присущи только акционерным обществам.

- Не эмиссионные механизмы, основанные на сделках на вторичном рынке (обращении) с акциями и долями в уставном капитале ООО:
- перераспределение акций общества в пользу определенных лиц, с использованием казначейских акций;
- установление перекрестного владения акциями (долями в уставном капитале ООО) основного и дочернего обществами (квазиказначейские акции в акционерных обществах) как инструмент усиления власти мажоритария;
- уменьшение уставного капитала, путем сокращения части размещенных акций (долей в уставном капитале ООО) с целью повышения доли мажоритария;
- манипуляции с соотношением голосующих и неголосующих акций;
- скупка акций за счет средств самих же обществ (эффект самовыкупа).
- Реорганизационные процедуры, в рамках которых происходит изменение состава участников реорганизуемых обществ и/или соотношения их корпоративных прав:
- реорганизация в форме присоединения с целью

- размывания уставного капитала;
- реорганизация в форме присоединения с целью полного поглощения компании;
- реорганизация в форме выделения (разделения) с целью изменения состава участников хозяйственного общества и дробления его активов.
- Формирование вертикально – интегрированных холдингов
- формирование группы компаний, находящихся в экономической подчиненности и подконтрольности головной компании;
- консолидация корпоративного контроля в группе компаний, посредством их переход на единую акцию
- переплетение менеджмента в холдингах;
- Механизмы не связанные с размещением и обращением ценных бумаг:
- корпоративные соглашения, которые устанавливают согласованные действия участников хозяйственных обществ по голосованию на общем собрании и формированию органов общества (консолидированное осуществление корпоративных прав);
- договор доверительного управления ценными бумагами;
- безотзывная доверенность;

Любая классификация условна. Многие явления корпоративной практики обладают чертами и признаками, названными в различных классификационных разделах.

ЭМИССИИ НЕИНВЕСТИЦИОННОГО ХАРАКТЕРА

Имеются в виду эмиссии, которые формально выглядят как инвестиционные, а по существу направлены не на привлечение капитала, а перераспределение корпоративных прав. Для этих целей, как правило, применяется такой способ размещения эмиссионных ценных бумаг как закрытая подписка.

Закрытая подписка на эмиссионные ценные бумаги – возмездный (инвестиционный) способ размещения дополнительных ценных бумаг среди заранее определенного круга инвесторов. В решении о размещении ценных бумаг определяется круг лиц, имеющих право их приобретения, которым эмитент делает оферту об их размещении.

По своей природе подписка – это инвестиционное размещение дополнительных акций, но при определенных схемах ее проведения, она становится инструментом, который фактически направлен не на привлечение капитала, а исключительно на перераспределение корпоративных прав в пользу определенных лиц.

Привлекательна именно закрытая подписка, как размещение дополнительных акций среди заранее

определенного круга лиц. Это позволяет размещать акции тем лицам, для увеличения корпоративных прав которых проводится эмиссия.

Закрытая подписка в пользу определенного лица за счет средств общества

Кейс. Получение мажоритарным акционером дополнительного корпоративного контроля за счет средств общества.

Эту модель закрытой подписки условно можно назвать «возьми деньги из кассы, верни деньги в кассу, но получи при этом дополнительные акции».

Исходное состояние

В уставном капитале АО «Основное» имеется следующее распределение акций:

- 75% принадлежит мажоритариям (75000 шт. обыкновенных акций);
- 25% принадлежит миноритариям (25000 шт. обыкновенных акций).

Цель проекта

Приобретение мажоритарным акционером дополнительного корпоративного контроля за счет средств общества и создание условий для легального вытеснения миноритариев.

Содержание проекта

Для легального вытеснения миноритариев необходимы следующие условия:

- доля миноритариев, подлежащих вытеснению, должна составлять в уставном капитале общества менее 5%, соответственно, доля мажоритария превышать 95%;
- мажоритарий должен превзойти это пороговое значение корпоративного контроля в результате направленной в общество публичной оферты, на основании которой он приобрел не менее 10% акций.

Для того чтобы доля миноритариев снизилась более чем в 5 раз (с 25% до 4,9%) необходимо увеличить уставный капитал АО «Основное» минимум в 5,1 раз. Следует дополнительно разместить не менее 4102041 шт. акций.

При этом увеличение уставного капитала должно произойти по закрытой подписке в пользу дружественного инвестора, которой затем откликнется на публичную оферту и переуступит акции мажоритария.

Этап I. Определение цены размещения дополнительных акций и суммы предстоящей эмиссии

При размещении акций по подписке действует механизм защиты экономических интересов «старых инвесторов» – цена размещения дополнительных акций должна быть не ниже текущей рыночной стоимости размещенных акций. Такой подход предотвращает обесценение ранее размещенных акций.

Совет директоров общества определяет текущую рыночную стоимость акций АО «Основное» и на основании этой рыночной стоимости определяет цену

размещения дополнительных акций. Допустим, цена размещения одной акции составила 25 руб.

Исходя из цены размещения и количества размещаемых акций, определим сумму предстоящей эмиссии. Она составит: $4102041 \cdot 25 = 102,55$ млн. руб.

Этап II. Учреждение ООО «Солидарность» за счет активов АО «Основное»

АО «Основное» учреждает ООО «Солидарность» и вносит в его уставный капитал вклад в размере 102,55 млн. руб.

Этап III. Размещение дополнительных акций АО «Основное» по закрытой подписке в пользу ООО «Солидарность»

Общее собрание акционеров АО «Основное» принимает решение об увеличении уставного капитала общества в 5,1 раза (4102041 акций).

Способ размещения акций – закрытая подписка в пользу ООО «Солидарность».

ООО «Солидарность» за счет средств, внесенных в его уставный капитал, приобретает акции АО «Основное» и становится владельцем значительного пакета его акций (80%).

Этап IV. Направление мажоритарным акционером добровольного предложения о приобретении акций АО «Основное»

Мажоритарный акционер направляет в общество публичную оферту о приобретении акций общества (добровольное предложение).

На данную оферту откликается ООО «Солидарность» и переуступает свои акции мажоритарию АО «Основное».

Мажоритарий приобретает на основании публичной оферты 80% акций и становится владельцем 96% акций АО «Основное».

Этап V. Принудительное вытеснение миноритариев АО «Основное»

В уставном капитале АО «Основное» доля миноритариев снизилась ниже 5%.

Мажоритарий владеет более 95% акций общества, при этом он приобрел на основании публичной оферты более 10% акций общества.

Соблюдение этих условий позволяет доминирующему акционеру применить правила главы XI.1 ФЗ «Об АО» для принудительного выкупа акции принадлежащих миноритариям.

Этап VI. Прекращение денежного обязательства мажоритарного акционера перед ООО «Солидарность» за приобретенные у него акции

Данное денежное обязательство может быть прекращено одним из следующих способов:

- прощение долга,
- присоединение ООО «Солидарность» к мажоритарному акционеру;
- ликвидация ООО «Солидарность».

Закрытая подписка в пользу определенного лица за счет заемных средств

Существует еще один прием, который по

существу выхолащивает инвестиционное содержание закрытой подписки, превращая ее в инструмент перераспределения корпоративного контроля.

Кейс. Закрытая подписка в пользу определенного лица за счет заемных средств.

Эту модель закрытой подписки условно можно назвать «оплати акции чужими деньгами».

Исходное состояние

В уставном капитале АО «Основное» имеется следующее распределение акций:

- 75% принадлежит мажоритарию (75000 шт. обыкновенных акций);
- 25% принадлежит миноритариям (25000 шт. обыкновенных акций).

Цель проекта

Приобретение мажоритарным акционером дополнительного корпоративного контроля без затрат на приобретение дополнительных акций и создание условий для легального вытеснения миноритариев.

Содержание проекта

Для легального вытеснения миноритариев необходимы следующие условия:

- доля миноритариев, подлежащих вытеснению, должна составлять в уставном капитале общества менее 5%, соответственно, доля мажоритария превышать 95%;
- мажоритарий должен превзойти это пороговое значение корпоративного контроля в результате направленной в общество публичной оферты, на основании которой он приобрел не менее 10% акций.

Для того чтобы доля миноритариев снизилась более чем в 5 раз (с 25% до 4,9%) необходимо увеличить уставный капитал АО «Основное» минимум в 5,1 раз. Следует дополнительно разместить не менее 4102041 шт. акций.

При этом увеличение уставного капитала должно произойти по закрытой подписке в пользу дружественного инвестора, которой затем откликнется на публичную оферту и переуступит акции мажоритарию.

Этап I. Определение цены размещения дополнительных акций и суммы предстоящей эмиссии.

При размещении акций по подписке действует механизм защиты экономических интересов «старых инвесторов» – цена размещения дополнительных акций должна быть не ниже текущей рыночной стоимости размещенных акций. Такой подход предотвращает обесценение ранее размещенных акций.

Совет директоров общества определяет текущую рыночную стоимость акций АО «Основное» и на основании этой рыночной стоимости определяет цену размещения дополнительных акций. Допустим, цена размещения одной акции составила 25 руб.

Исходя из цены размещения и количества размещаемых акций, определим сумму предстоящей

эмиссии. Она составит: $410204 \cdot 25 = 102,55$ млн. руб.

Этап II. Принятие решение об увеличении уставного капитала АО «Основное» по закрытой подписке в пользу АО «Инвестор».

Общее собрание акционеров АО «Основное» принимает решение об увеличении уставного капитала общества в 5,1 раза.

Способ размещения акций – закрытая подписка в пользу АО «Инвестор».

Стоимость пакета дополнительно размещаемых акций составляет 102,55 млн. руб.

Этап III. Оплата дополнительных акций АО «Основное» заемными средствами.

Однако АО «Инвестор» не имеет средств для инвестиций.

Оно берет кредит в размере 10 млн. руб. под поручительство или залог имущества АО «Основное» и начинает оплачивать его дополнительные акции.

Перечисляет АО «Основное» первый транш в размере 10 млн. руб.

АО «Основное» полученные им средства от АО «Инвестор» вносит в уставный капитал специально учреждаемого дочернего АО «Дочка».

АО «Дочка» полученные им средства передает по договору займа АО «Инвестор», который осуществляет следующий транш по оплате акций АО «Основное».

Эта схема воспроизводится до тех пор, пока не будут оплачены все размещаемые акции АО «Основное».

На последнем этапе АО «Инвестор» возвращает кредит.

Фактически оно оплатило только процент за кредит в размере 10 млн. руб., но при этом «инвестировало» в АО «Основное» 102,55 млн. руб.

АО «Инвестор» приобрело 80% акций АО «Основное».

Доля миноритариев в АО «Основное» снизилась до 4%.

АО «Основное» владеет 100% акций АО «Дочка» на сумму 102,55 млн. руб.

АО «Инвестор» должен АО «Дочка» 102,55 млн. руб.

Этап III. Прекращение долга АО «Инвестор» перед АО «Дочка» совпадением должника и кредитора в одном лице.

Необходимо прекратить долг АО «Инвестор» перед АО «Дочка» в размере 102,55 млн. руб.

Обязательство прекращается путем совпадения должника и кредитора в одном лице. АО «Дочка» присоединяется к АО «Инвестор».

В результате совпадения должника (АО «Инвестор») и кредитора (АО «Дочка») в одном лице, денежное обязательство прекращается (долг АО «Инвестор» перед АО «Дочка»).

Акции АО «Дочки», принадлежащие АО «Основное», конвертируются в акции АО «Инвестор». АО «Основное» становится акционером АО «Инвестор». Его доля в уставном капитале АО

«Инвестор» определяется договором о присоединении (как правило, это контрольный пакет).

АО «Основное» через контроль своего основного акционера АО «Инвестор» контролирует 80% своих акций

То, что по форме выглядело как инвестиционное размещение дополнительных акций по закрытой подписке, по существу является неинвестиционным перераспределением корпоративного контроля в корпорации.

Этап IV. Направление мажоритарным акционером добровольного предложения о приобретении акций АО «Основное».

Мажоритарный акционер направляет в общество публичную оферту о приобретении акций общества (добровольное предложение).

На данную оферту откликается ООО «Солидарность» и переуступает свои акции мажоритарию АО «Основное».

Мажоритарий приобретает на основании публичной оферты 80% акций и становится владельцем 96% акций АО «Основное».

Этап V. Принудительное вытеснение миноритариев АО «Основное».

В уставном капитале АО «Основное» доля миноритариев снизилась ниже 5%.

Мажоритарий владеет более 95% акций общества, при этом он приобрел на основании публичной оферты более 10% акций общества.

Соблюдение этих условий позволяет доминирующему акционеру применить правила главы XI.1 ФЗ «Об АО» для принудительного выкупа акции принадлежащих миноритариям.

Закрытая подписка в пользу определенного лица привилегированных акций с номиналом отличным от номинала обыкновенных акций

Согласно законодательству об акционерных обществах соотношение акций различных категорий в уставном капитале общества устанавливаются в их номинальном выражении. «Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 процентов от уставного капитала общества» (п. 2 ст. 25 ФЗ «Об АО»).

При этом соотношение корпоративных прав не зависит от «номинала», оно связано со штуками акций. Действует принцип «одна акция – один голос» или «одна акция – равное количество голосов при кумулятивном голосовании».

Несоответствие номинального и реального выражения уставного капитала позволяет использовать схемы перераспределения корпоративного контроля, основанные на эмиссии акций с разным номиналом.

Кейс. Закрытая подписка в пользу определенного лица привилегированных акций с номиналом отличным от номинала обыкновенных акций.

Эту модель закрытой подписки условно можно назвать «заяви номинал поменьше, а акций размести

больше».

Исходное состояние.

Уставный капитал общества в номинальном выражении составляет 75 рублей. Он состоит из 75 обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 рубль.

Цель проекта.

Установление полного корпоративного контроля над обществом со стороны одного акционера.

Увеличение уставного капитала общества за счет размещения привилегированных акций меньшего номинала.

Осуществляется закрытая подписка в пользу определенного лица привилегированных акций номинальной стоимостью 1 копейка с определенным в уставе размером дивиденда.

Состояние после эмиссии.

Уставный капитал общества в номинальном выражении составляет 100 рублей:

- 75 обыкновенных акций номинальной стоимостью 1 рубль
- 2500 привилегированных акций номинальной стоимостью 1 копейка.

В результате того, что дивиденды по привилегированным акциям были объявлены не в полном размере, эти акции трансформируются в голосующие.

То, что в номинальном выражении уставного капитала составляло 25%, в штуках акций выразилось в 97%.

Владелец привилегированных акций имеет 2500 голосов против 75 голосов владельцев обыкновенных акций.

Владелец привилегированных акций перехватывает корпоративный контроль.

НЕ ЭМИССИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ФОРМИРОВАНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

Сформировались тактики перераспределения корпоративного контроля, которые основаны на:

- перераспределение размещенных акций через казначейский счет от одних акционеров другим;
- установление перекрестного владения акциями основного и зависимого общества;
- трансформации части голосующих акций в неголосующие,
- уменьшение общего количества размещенных акций общества.

Приобретение обществом собственных акций

На основании решения общего собрания акционеров об уменьшении уставного капитала общество вправе приобретать размещенные им акции в целях сокращения их общего количества. Акции, приобретенные обществом на основании решения об уменьшении уставного капитала, погашаются при их

приобретении (п.1 ст.72 ФЗ «Об АО»).

Общество вправе приобретать размещенные им акции по решению общего собрания акционеров или совета директоров, если в соответствии с уставом общества совету директоров предоставлено право принятия такого решения. В этом случае акции, приобретенные обществом, не предоставляют права голоса, они не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды. Такие акции должны быть реализованы по цене не ниже их рыночной стоимости не позднее одного года с даты их приобретения. В противном случае общее собрание акционеров должно принять решение об уменьшении уставного капитала общества путем погашения указанных акций (п.2, 3 ст.72.ФЗ «Об АО»).

- **Казначейские акции** – размещенные акции общества, поступившие в его собственность, учитываются в реестре на казначейском лицевом счете эмитента. Эмитент (лицо, обязанное по ценным бумагам) получает в свое распоряжение размещенные им акции.

Указанные акции не предоставляют права голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды» (п. 6 ст. 76 ФЗ «Об АО»).

- **Казначейский лицевой счет** – счет эмитента (лица, обязанного по ценным бумагам) в реестре, на котором осуществляется учет прав эмитента на выпущенные им ценные бумаги.

Под термином «казначейские акции» понимаются размещенные акции общества, поступившие в его собственность. По общему правилу при совпадении должника и кредитора в одном лице обязательство прекращается (ст. 415 ГК РФ). Согласно этому правилу должны быть прекращены права, удостоверяемые ценными бумагами, поступившими в собственность лица их разместившего. Из этого правила корпоративное законодательство сделало исключение. Если эмитент (обязанное лицо, разместившее ценные бумаги) стал владельцем размещенных им акций (ценных бумаг, удостоверяемых обязательствами по отношению к нему права), то права по ним не прекращаются, а временно «замораживаются». «Указанные акции не предоставляют права голоса, не учитываются при подсчете голосов, по ним не начисляются дивиденды» (п. 6 ст. 76 ФЗ «Об АО»). Эти акции становятся по существу не ценной бумагой, а неким суррогатом. Это достаточно серьезное исключение из общих правил, которое имеет временный характер. В таком «замороженном» состоянии они могут находиться в течение определенного срока.

Закон устанавливает, что эти акции должны быть реализованы в срок не более одного года с момента их приобретения обществом по цене не ниже рыночной. В противном случае общее собрание акционеров должно в разумные сроки принять решение об их погашении.

Перераспределение приобретенных обществом собственных акций в пользу определенных лиц

Как отмечалось выше, казначейские акции должны быть реализованы в течение года с момента их приобретения по цене не ниже рыночной. Из этого правила определения цены реализации казначейских акций есть исключение, когда они реализуются работникам общества за счет специально сформированного для этого из чистой прибыли фонда общества.

«Уставом общества может быть предусмотрено формирование из чистой прибыли специального **фонда акционирования работников общества**. Его средства расходуются исключительно на приобретение акций общества, продаваемых акционерами этого общества, для последующего размещения его работникам.

При возмездной реализации работникам общества акций, приобретенных за счет средств фонда акционирования работников общества, вырученные средства направляются на формирование указанного фонда» (п.2 ст.35 ФЗ «Об АО»).

Кейс. «Приватизация» общества его менеджментом посредством образования казначейских акций и использования фонда акционирования работников общества.

Европейский банк развития и реконструкции (ЕБРР) предложил АО «Роснано» создать совместную инвестиционную компанию – АО «Инвестиционная компания «Роснано» (АО «ИК Роснано»).

ЕБРР планирует инвестировать в компанию 300 млн. дол., в которой он проведет «мастер класс» современных методов работы инвестиционных фондов.

Планируется следующее распределение акций в уставном капитале АО «ИК Роснано»:

- 25% акций принадлежит ЕБРР;
- 75% акций принадлежит АО «Роснано».

ЕБРР в рамках идеологии поддержки частных структур предлагает в дальнейшем «приватизировать» инвестиционную компанию посредством передачи своих акций и акций АО «Роснано» обученному менеджменту.

Для «приватизации» АО «ИК Роснано» предлагается следующая схема.

За счет своих доходов АО «ИК Роснано» приобретает размещенные им акции (образуются казначейские акции).

За счет фонда акционирования работников эти акции безвозмездно распределяются среди менеджмента корпорации.

Чем эффективней работает менеджмент, чем большая часть доходов корпорации может быть направлена на приобретение ее собственных акций для последующего распределения среди менеджмента и тем большая часть прибыли распределяется среди акционеров в виде возврата им инвестиций.

АО «Роснано» и ЕБРР постепенно покидают АО «ИК Роснано», возвращая инвестиции не в виде

полученных ими дивидендов, а посредством продажи своих акций обществу по цене превышающей цену их приобретения.

Приобретение обществом собственных акций является альтернативой выплаты дивидендов (альтернативным способом распределения прибыли среди акционеров).

Кейс. Выкуп обществом собственных акций – способ защиты интересов акционеров в условиях поглощения корпорации.

ЗАО «Анапагоргаз» бывшее арендное предприятие, преобразованное в акционерное общество. Акции принадлежат работникам общества, контрольный пакет у менеджмента.

Межрегионгаз (поставщик газа) решил поглотить АО «Анапа горгаз». Для этих целей был задействован административный ресурс – губернатор края и глава города.

АО «Анапагоргаз» получало ежеквартальные субсидии их городского бюджета на покрытие льготного тарифа на газ для населения. Перечисление этих субсидий было приостановлено (под предлогом, что они будут перечислены в конце года).

Фактически обществу перекрыли значительную часть его денежного потока. У ОА «Анапагоргаз» стал нарастать долг перед Межрегионгазом.

Межрегионгаз стал угрожать введением процедуры банкротства и внешнего управления или настаивал на продаже акций АО «Анапагоргаз» подконтрольной ему структуре.

Акционеры (они же менеджмент) АО «Анапагоргаз» поняли, что не смогут противостоять административному давлению и решили продать свои акции. Они провели оценку их рыночной стоимости, которая составила 12 тыс. руб. за акцию. Однако, структура, представляющая интересы Межрегионгаза, предложила за акции цену в три раза ниже рыночной.

В этой ситуации была реализована схема, основанная на приобретении АО «Анапагоргаз» собственных акций.

Совет директоров общества принял решение о приобретении собственных акций по рыночной цене. Приобретаемые у акционеров акции (казначейские акции) отчуждались путем внесения в уставный капитал «дочки» – ООО «Солидарность». Через казначейский счет в ООО «Солидарность» было перераспределено около 90% акций общества.

АО «Анапагоргаз» перераспределило свою выручку с расчетов с Межрегионгазом на расчеты с акционерами за приобретаемые у них акции.

Структура, подконтрольная Межрегионгазу, в итоге приобрела акции АО «Анапагоргаз» у его нового акционера ООО «Солидарность» за символическую цену, которая уже не имела значения и получило контроль над должником Межрегионгаза..

ПЕРЕКРЕСТНОЕ ВЛАДЕНИЕ АКЦИЯМИ ОСНОВНЫМ И ЗАВИСИМЫМ ОБЩЕСТВАМИ

Особым инструментом перераспределения корпоративного контроля являются квазиказначейские акции.

- Квазиказначейские акции – акции основного общества, принадлежащие его зависимому обществу (перекрестное владение акциями).

Зависимое общество приобретает акции основного, в том числе и виде вклада в его уставный капитал. Образуется система взаимного участия или перекрестного владения акциями. Основное общество владеет акциями зависимого, а последнее владеет акциями основного. Зависимое общество становится акционером основного.

В зависимости от ситуации зависимое общество может выражать волю доминирующего акционера основного общества или волю его менеджмента.

Квазиказначейские акции могут быть как инструментом перераспределения корпоративного контроля участников корпорации, так и инструментом усиления власти менеджмента (установления контроля над корпорацией).

Кейс. Использование квазиказначейских акций в качестве инструмента инструмент получения мажоритарным акционером дополнительного корпоративного контроля за счет средств корпорации.

Исходное состояние

В уставном капитале АО «Основное» имеется следующее распределение акций:

- 80% принадлежит мажоритариям (80000 шт. обыкновенных акций);
- 20% принадлежит миноритариям (20000 шт. обыкновенных акций).

Цель проекта

Приобретение мажоритарным акционером дополнительного корпоративного контроля без затрат на приобретение дополнительных акций.

Этап I. Приобретение обществом собственных акций

Уставом АО «Основное» право принимать решение о приобретении обществом размещенных им акций отнесено к компетенции совета директоров.

Совет директоров АО «Основное» принимает решение о приобретении 10% акций общества.

Каждый акционер - владелец акций определенных категорий (типов), решение о приобретении которых принято, вправе продать указанные акции, а общество обязано их приобрести.

В результате публичной оферты, направленной обществом акционерам, оно приобрело 10% собственных акций (образовались казначейские акции).

Этап II. Учреждение ООО «Солидарность» за счет казначейских акций АО «Основное»

Учредителями ООО «Солидарность» являются:

- мажоритарий АО «Основное» (участник «1»),
- само АО «Основное» (участник «2»).

Участник «1» вносит в уставный капитал ООО «Солидарность» денежный вклад в размере 10 тыс. руб. Его доля в уставном капитале общества составляет 1%.

Участник «2» вносит в уставный капитал ООО «Солидарность» казначейские акции АО «Основное» на сумму 10 млн. руб. Его доля в уставном капитале общества составляет 99 %.

Следует пояснить, почему в этом случае целесообразно обратиться к организационно-правовой форме общества с ограниченной ответственностью. Закон об обществах с ограниченной ответственностью позволяет наделять отдельных участников дополнительными правами, в том числе правом голоса непропорционально размеру их долей в уставном капитале.

В уставе ООО «Солидарность» предусмотрено следующее:

- участнику «1» предоставлено 99% голосов,
- участнику «2» предоставлено 1% голосов.

Участник «1», не являясь преобладающим инвестором, контролирует ООО «Солидарность».

Образовалась система перекрестного владения акциями

ООО «Солидарность» стало владельцем 10% акций АО «Основное», правами по которым фактически распоряжается мажоритарий АО «Основное», так как он контролирует ООО «Солидарность» (распоряжается в нем 99 голосов).

За счет передачи казначейских акций АО «Основное» в уставный капитал ООО «Солидарность», мажоритарий АО «Основное» повысил в нем уровень своего корпоративного контроля с 80% до 90% (80% прямого и 10% косвенного контроля).

Система перекрестного владения акциями позволяет доминирующему акционеру АО «Основное» через контроль зависимого общества повысить уровень своего корпоративного контроля в основном обществе.

ПЕРЕХОД НА ЕДИНУЮ АКЦИЮ В ВЕРТИКАЛЬНО ИНТЕГРИРОВАННЫХ ХОЛДИНГАХ

Значительная часть российских холдингов возникла в процессе приватизации, когда государство вносило принадлежащие ему контрольные пакеты акций приватизируемых предприятий в уставный капитал специально учреждаемого акционерного общества (холдинги «Роснефть», «Газпром», «ЮКОС», «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕЭС», «Татнефть» и др).

Головное общество холдинга (удерживающая компания - holder) последовательно наращивает свою долю в уставных капиталах дочерних обществ, но, тем не менее, в них остаются миноритарии, как правило, получившие акции при приватизации (члены трудовых коллективов и участники чековых аукционных).

Наличие миноритарных акционеров в дочерних бизнес - единицах вертикально интегрированных холдингов порождает значительные юридические риски и транзакционные издержки, связанные с обеспечением фактически бессодержательных прав миноритариев.

Миноритарии объективно не могут влиять на решения общего собрания акционеров и формировать органы общества, а так же получать доход в виде дивидендов и курсовой стоимости акций.

При этом общество несет значительные транзакционные издержки, связанные с обеспечением фактически бессодержательных прав миноритарных акционеров и реализует избыточные корпоративные процедуры.

Вертикально-интегрированные холдинги стремятся оптимизировать свою организационную структуру путем перехода «на единую акцию».

Переход «на единую акцию» – способ оптимизации организационной структуры вертикально – интегрированных холдингов, который состоит в том, чтобы консолидировать всех миноритарных акционеров дочерних бизнес-единиц в головной компании холдинга. Дочерние бизнес - единицы превращаются в компании одного лица, и, как правило, преобразуются в общества с ограниченной ответственностью. В дочерних обществах происходит полная консолидация корпоративного контроля в пользу головной компании холдинга.

Мировая и отечественная практика показывает, что в большинстве вертикально интегрированных холдингов миноритарии присутствуют только на уровне основного общества. Такая структура обеспечивает оперативность принятия и реализации корпоративных решений, снижает издержки по обеспечению прав миноритариев, уменьшает риски корпоративных конфликтов, увеличивает консолидированную дивидендную базу. В конечном счете, это ведет к росту стоимости компании.

Существуют следующие основные способы достижения этого состояния:

- вытеснение миноритариев головной компанией (внутреннее поглощение корпорации доминирующим участником);
- реорганизационные процедуры, когда дочерние общества присоединяются к основному.

Оптимизация организационной структуры вертикально – интегрированного холдинга, основанная на присоединении дочерних бизнес - единиц к основному обществу

Кейс. Оптимальной организационной структуры ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» путем присоединения дочерних обществ.

В целях формирования оптимальной организационно структуры ОАО «Нефтяная компания «Роснефть» осуществило консолидацию профильных активов путем присоединения дочерних обществ.

Присоединение позволило завершить формирование вертикально интегрированного холдинга с единым центром прибыли и управления. Это дало возможность отказаться от внутригрупповых продаж и трансфертного ценообразования, что снизило юридические, налоговые и прочие риски.

Присоединение бизнес-единиц высвободило часть оборотного капитала в виде НДС по внутригрупповым продажам, срок возврата которого составлял 4 – 5 месяцев, что способствовало улучшению показателей ликвидности.

Консолидация облегчила доступ холдинга к рынку капиталов, упростила структурирование займов, что положительно повлияло на сроки и стоимость финансирования.

В результате реорганизации сформировалась унифицированная во всем холдинге управленческая и бухгалтерская отчетность, что повысило оперативность и адекватность принятия управленческих решений.

После конвертации акций присоединенных обществ в акции ОАО «НК Роснефть» миноритарные акционеры бывших дочерних обществ стали владельцами высоколиквидных бумаг, торгуемых на бирже.

Участие в едином центре прибыли снизило риски миноритарных акционеров, связанные с получением дивидендов. В результате присоединения миноритарные акционеры бывших дочерних обществ стали получать дивиденды по результатам деятельности холдинга в целом, а не его отдельных бизнес-единиц.

ОАО «НК Роснефть» сократило издержки по обеспечению прав миноритариев множества бизнес – единиц (проведение общих собраний акционеров, ведение несколько десятков реестров, множественные дублирующие процедуры раскрытия информации и т.п.)

В результате присоединения к ОАО «НК Роснефть» дочерних обществ капитализация ОАО «НК Роснефть» согласно расчетам, проведенным международным независимым оценщиком ЗАО «Делойт и Туш СНГ», увеличилась с 48 млрд. дол. до 57,3 млрд. долл. США.

Коэффициенты конвертации акций присоединяемых обществ в акции ОАО «НК «Роснефть» были определены исходя из соотношений рыночной стоимости акций обществ, участвующих в реорганизации.

Оптимизация организационной структуры вертикально – интегрированного холдинга (переход на единую акцию) была осуществлена посредством присоединения двенадцати «дочек» к головной компании. В результате почти 39 тыс. миноритариев «дочек» стали акционерами ОАО «НК Роснефть». Их доля в уставном капитале общества составила 11,85%.

Вместо прекращенных в результате реорганизации открытых акционерных обществ, были учреждены двенадцать компаний одного лица в организационно правовой форме общества с ограниченной ответственностью.

Оптимизация структуры вертикально – интегрированного холдинга, основанная на выкупе акций у миноритариев и последующем вытеснении оставшихся миноритариев

В соответствии с правилами ст. 84.1 ФЗ «Об АО» мажоритарный акционер дочернего общества (головная компания холдинга) направляет акционерам общества публичную оферту о приобретении всех оставшихся акций (добровольное предложение).

При этом предлагается альтернатива:

- оплатить приобретаемые акции деньгами;
- обменять акции «дочки» на акции основного публичного общества.

Цена приобретения и соотношения обмена определяются на основании рыночной стоимости акций. Для оценки акций непубличных компаний обязательно привлечение независимого оценщика.

Аргументы в пользу акцепта этой оферты.

Акционеры дочернего общества не получают в нем дохода в виде дивидендов и курсовой стоимости акций. Прибыль дочерних обществ аккумулируется в едином центре доходности, и дивиденды выплачиваются на котируемые акции головной публичной компании.

Следует иметь в виду, что миноритарные акционеры дочерних обществ утратили возможность формировать органы общества и влиять на управленческие решения.

Предлагается продать актив, который не приносит доход, или обменять его на актив, приносящий доход, – котируемые акции публичной компании.

Если акционеры дочерних обществ руководствуются экономическими соображениями, то они принимают данное предложение.

В обществе остаются «мертвые души» и акционеры, которые руководствуются не экономическими соображениями.

Если в результате акцепта публичной оферты о приобретении всех оставшихся акций общества, доля миноритариев составит менее 5%, то мажоритарный акционер в соответствии с правилами ст. 84.8 ФЗ «Об АО» имеет право на принудительный выкуп оставшихся у миноритариев акций.

В срок не более шести месяцев с момента завершения действия публичной оферты о приобретении всех голосующих акций общества, доминирующий акционер направляет требование о выкупе всех оставшихся акций общества.

Для определения цены выкупа необходимо заключение независимого оценщика о рыночной стоимости акций общества.

В срок не менее 45 дней и не более 60 дней после направления требования о выкупе составляется список владельцев выкупаемых ценных бумаг и происходит блокировка их счетов в реестре общества.

В срок не более 25 дней с момента блокировки счетов и составления списка происходит оплата выкупаемых ценных бумаг.

Отсутствующим или несогласным акционерам

денежные средства за акции вносятся на их имя в депозит нотариуса.

После предоставления регистратору документов, подтверждающих оплату выкупаемых акций, они списываются на лицевой счет мажоритария.

В результате вытеснения миноритариев дочерние общества превращаются в компании одного лица. Но при этом они остаются в форме акционерных обществ, что предполагает контакт с госрегулятором рынка ценных бумаг, в том числе, при увеличении уставного капитала или иной эмиссии. Это также предполагает избыточное раскрытие информации.

Как правило, предпринимаются действия по преобразованию дочерних обществ в общество с ограниченной ответственностью.

Дочерние общества, трансформированные в компании одного лица, преобразуются в общество с ограниченной ответственностью. Это:

- снижает избыточную транспарентность закрытой непубличной корпорации;
- облегчает движение финансовых и материальных потоков от основного общества к дочернему (нет эмиссии ценных бумаг, допустим вклад в имущество без изменения размера уставного капитала).

Механизм возникновения кризисных явлений на финансовых рынках

Минасян Виген Бабкенович,

профессор Высшей школы финансов и менеджмента Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, заведующий кафедрой корпоративных финансов, инвестиционного проектирования и оценки им. М.А. Лимитовского

Основным результатом данной работы является: Выявление условия существования благоприятного, стабильного состояния рынка, условий скачкообразного перехода рынка в турбулентную фазу, а также условия возникновения неблагоприятного стабильного состояния рынка.

The essential result of this work is: Revelation of conditions of existing the advantageous stable market state, conditions of leap-wise transition of the market into the turbulent phase and conditions of emerging the non-advantageous stable market state.

Расположение эффективных и неэффективных портфелей с различными коэффициентами b в модели Марковица и на SML линии

Общеизвестен факт (см., например, [4], [5], [11]), что согласно современной теории портфеля эффективные активы и портфели располагаются как на CML линии, так и на SML линии, а неэффективные активы и портфели располагаются на SML линии, и не находятся на CML линии, а располагаются внутри и на границе зонтика Марковица (см. рис.1).

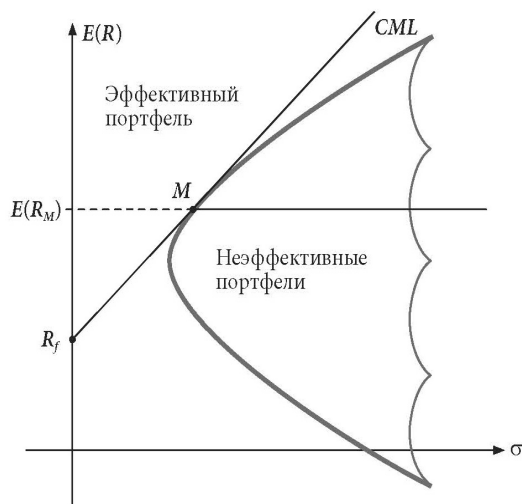


Рис. 1 Расположение эффективных и неэффективных портфелей в модели Марковица и на SML линии

Напомним, что уравнение CML линии выглядит следующим образом,

$$E(R) = R_f + \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma(R_m)} \sigma \quad (1)$$

и связывает ожидаемые доходности $E(R)$ и волатильности σ эффективных портфелей, где R_f – доходность безрискового актива, а $E(R_m)$ и $\sigma(R_m)$ – соответственно, ожидаемая доходность и волатильность рыночного портфеля.

А уравнение SML линии представляется в следующем виде:

$$E(R) = R_f + \beta(E(R_m) - R_f) \quad (2)$$

где β – коэффициент бета соответствующего портфеля или актива.

Кризисные явления на рынке и критическая смена рыночного ориентира

Для дальнейшего анализа нам понадобится более точное описание границы зонтика Марковица. Как известно, граница зонтика Марковица возникает, при решении следующей оптимизационной задачи: определения портфелей p , с фиксированными доходностями

$$= \sum_{i=1}^N w_i E(R_i)$$

и минимальным значением риска, выражаемого дисперсией доходности портфеля

$$\sigma_p^2 = \text{Var}(R_p) = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \sigma_{ij}$$

где

R_i – доходность i -ого актива,

R_p – доходность портфеля на выбранном временном интервале,

E – символ математического ожидания,

w_i – доля средств (вес), вложенных в i -ый актив ($i = 1, 2, \dots, N$),

$\sigma_{ij} = \text{Cov}(R_i, R_j)$ – ковариация доходностей i -ого и j -ого активов, включенных в портфель,

σ_p^2 – дисперсия доходности портфеля.

Для записи данной оптимизационной задачи в матричном виде, введем необходимые матрицы.

E – $(N'1)$ вектор – столбец математических

ожиданий;

$$E = \begin{pmatrix} E(R_1) \\ E(R_2) \\ \vdots \\ E(R_N) \end{pmatrix}$$

1 - $(N'1)$ единичный вектор – столбец;

$$1 = \begin{pmatrix} 1 \\ 1 \\ \vdots \\ 1 \end{pmatrix}$$

w_p - $(N'1)$ вектор – столбец весов портфеля p ;

$$w_p = \begin{pmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \vdots \\ w_N \end{pmatrix}$$

Ω - $(N'N)$ симметричная матрица ковариаций доходностей рискованных активов;

$$\Omega = \begin{pmatrix} \sigma_1 & \sigma_2 & \dots & \sigma_{1N} \\ \sigma_2 & \sigma_2 & \dots & \sigma_{2N} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \sigma_{N1} & \sigma_{N2} & \dots & \sigma_N \end{pmatrix}$$

Как известно (см., например, [6], [7],[8]) решение данной задачи при различных значениях $E(R_p)$ приводит к определению множества оптимальных портфелей p , ожидаемые доходности $E(R_p)$ и риски σ_p которых удовлетворяют следующему уравнению, определяющему множество портфелей с минимальной дисперсией:

$$\sigma_p^2 = \frac{E(R_p)^2 - 2E(R_p) + b}{d},$$

(3)

где

$$a = 1' \cdot \Omega^{-1} \cdot E = E' \cdot \Omega^{-1} \cdot 1, \quad (4)$$

$$b = E' \cdot \Omega^{-1} \cdot E, \quad (5)$$

$$c = 1' \cdot \Omega^{-1} \cdot 1, \quad (6)$$

$$d = b - a^2 > 0. \quad (7)$$

Через Ω^{-1} обозначена матрица, обратная к матрице Ω .

Можно доказать следующее утверждение имеющее важные содержательные последствия для понимания возникновения критических, кризисных явлений на рынке. Здесь очевидным образом прослеживаются

явления бифуркации, фазового перехода: резкого изменения поведения системы, в данном случае рынка при наблюдении определенных соотношений между параметрами системы (рынка).

Утверждение 1

Условием нормального, благоприятного, стабильного состояния рынка является соблюдения следующего соотношения между безрисковой ставкой и рыночными показателями рискованных активов, выражаемыми элементами их матрицы ковариаций и вектора их ожидаемых доходностей:

$$R_f < \frac{a}{c}.$$

В этом случае (см. рис. 2) существует единственный рыночный портфель M +, представленный точкой касания касательной,

проведенной из точки $(0, R_f)$ к верхней ветви границы минимальной дисперсии. При этом рыночный портфель проявляет положительную ожидаемую доходность, что связано с преобладанием на рынке активов с положительными ожидаемыми доходностями.

В) Если ситуация на рынке изменяется таким образом, что между безрисковой ставкой и рыночными показателями рискованных активов, выражаемыми элементами их матрицы ковариаций и вектора их ожидаемых доходностей возникает следующее

$$R_f = \frac{a}{c},$$

равенство: то ситуация на рынке из стабильной скачкообразно переходит в хаотическую, турбулентную фазу, в которой при этом исчезает понятие рыночного портфеля (см. рис.3). На рынке исчезают взаимосвязи, наблюдаемые в стабильной фазе, но не возникают еще те логики и взаимосвязи, которые естественным образом должны возникнуть в неблагоприятной фазе стагнации.

С) Условием не нормального, неблагоприятного, стагнационного, но стабильного состояния рынка является соблюдения следующего соотношения между безрисковой ставкой и рыночными показателями рискованных активов, выражаемыми элементами их матрицы ковариаций и вектора их ожидаемых доходностей:

$$R_f > \frac{a}{c}.$$

В этом случае (см. рис. 4) существует единственный рыночный портфель M -, представленный точкой касания касательной,

проведенной из точки $(0, R_f)$ к нижней ветви границы минимальной дисперсии. Т.е. рыночный портфель мгновенно, после перехода рыночными

$$R_f = \frac{a}{c},$$

параметрами критического значения $\frac{a}{c}$ меняет свое местоположение от верхней ветви гиперболы к ее

нижней ветви. На рынке возникают новые взаимосвязи, не наблюдаемые в стабильной фазе, возникают логики и взаимосвязи, которые естественным образом соответствуют неблагоприятной фазе стагнации.

При этом рыночный портфель часто проявляет отрицательную ожидаемую доходность, что связано с преобладанием на рынке активов с отрицательными ожидаемыми доходностями.

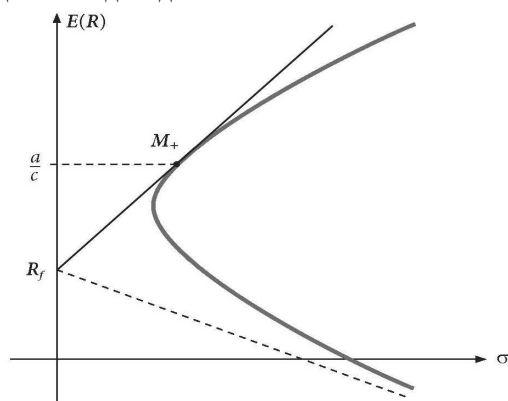


Рис. 2 Местоположение рыночного портфеля в благоприятной стабильной фазе

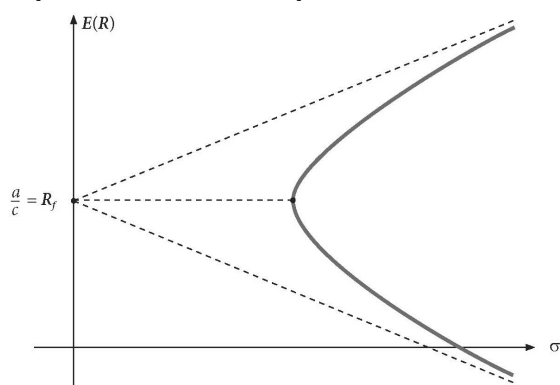


Рис. 3 Турбулентная фаза. Критическое возникновение фазового перехода. Исчезает понятие рыночного портфеля.

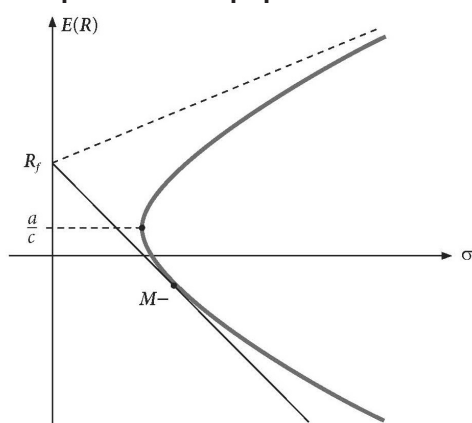


Рис. 4 Местоположение рыночного портфеля в неблагоприятной стабильной фазе

Условие возникновения фазового перехода в хаотической фазе.

В Утверждении 2 мы сформулировали условие возникновения хаотической фазы на рынке. Если ситуация на рынке изменяется таким образом, что между безрисковой ставкой и рыночными показателями рисков активов, выражаемыми элементами их матрицы ковариаций и вектора их ожидаемых доходностей возникает следующее

$$R_f = \frac{a}{c},$$

равенство: то ситуация на рынке из стабильной скачкообразно переходит в хаотическую, турбулентную фазу, в которой при этом исчезает понятие рыночного портфеля.

Попытаемся исследовать данное равенство.

Начнем с частного случая, когда на рынке $N = 2$ ценных бумаг. Вспомним выражения для параметров a и c (см. (4) и (6)):

$$a = \mathbf{1}' \cdot \mathbf{\Omega}^{-1} \cdot \mathbf{E}, \quad c = \mathbf{1}' \cdot \mathbf{\Omega}^{-1} \cdot \mathbf{1},$$

где $\mathbf{\Omega}$ матрица ковариаций этих ценных бумаг:

$$\mathbf{\Omega} = \begin{pmatrix} \sigma_1 & \sigma_2 \\ \sigma_2 & \sigma_2 \end{pmatrix},$$

а $\mathbf{\Omega}^{-1}$ - матрица, обратная к $\mathbf{\Omega}$.

Утверждение 2 Условие возникновения фазового перехода на рынке, означает, что безрисковая ставка в хаотической фазе представляется в виде средней взвешенной от ожидаемых доходностей этих активов:

$$R_f = w_{c1}E(R_1) + w_{c2}E(R_2)$$

(8)

со следующими критическими весами, выраженными через рыночные параметры ценных бумаг:

$$w_{c1} = \frac{\sigma_2 - \sigma_1}{\sigma_1 - 2\sigma_2 + \sigma_2},$$

(9)

$$w_{c2} = \frac{\sigma_1 - \sigma_2}{\sigma_1 - 2\sigma_2 + \sigma_2}.$$

(10)

Аналогичное утверждение можно доказать и в общем случае, с произвольным числом N ценных бумаг на рынке.

Утверждение 3

$$R_f = \frac{a}{c},$$

Условие фазового перехода на рынке означает, что в критической, хаотической фазе безрисковая ставка представляется в виде средней взвешенной от ожидаемых доходностей этих активов:

$$R_f = w_{c1}E(R_1) + w_{c2}E(R_2) + \dots + w_N E(R_N) \quad (11)$$

со следующими выражениями для критическими весами:

$$w_c = \frac{\sum_{j=1}^N A_j}{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N A_j}, \quad (12)$$

где через A_j , ($i, j = 1, 2, \dots, N$), обозначены алгебраические дополнения элемента σ_j матрицы ковариаций Ω . Очевидно, что критические веса выражаются через рыночные параметры ценных бумаг.

Выражение показателя избыточная ожидаемая рыночная доходность/рыночный риск через рыночные показатели ценных бумаг на рынке

Утверждение 4

Показатель избыточная ожидаемая рыночная доходность/рыночный риск выражается через рыночные показатели ценных бумаг на рынке по следующим формулам:

$$\frac{E(R_{m\pm}) - R_f}{\sigma(R_{m\pm})} = \pm \frac{\sqrt{(R_f - \frac{a}{c})^2 + \frac{d}{c^2}}}{\frac{1}{\sqrt{c}}}, \quad (13)$$

причем знак плюс соответствует равновесной благоприятной фазе рынка, а минус – равновесной стагнационной фазе.

Приближение к нестабильному состоянию

Представляет интерес сам процесс приближения состояния рынка к критическому, нестабильному состоянию. Если рыночные параметры a , b и c процессе рыночного движения изменяются так, что $a \rightarrow a_{\text{крит}} b \rightarrow b_{\text{крит}} c \rightarrow c_{\text{крит}} \neq 0$, причем так, что

$$\left(\frac{a}{c}\right) \rightarrow \frac{a_{\text{крит}}}{c_{\text{крит}}} = R_f \pm 0, \quad \left(\frac{a}{c}\right) \text{ т.е. } \text{приближается к } R_f,$$

оставаясь больше или меньше R_f , то волатильность рыночного портфеля неограниченно возрастает $\sigma_{M\pm} \rightarrow \infty$ (см. рис.5).

Аналогично, если рыночные параметры a , b и c процессе рыночного движения изменяются так, что $a \rightarrow a_{\text{крит}} b \rightarrow b_{\text{крит}} c \rightarrow c_{\text{крит}} \neq 0$, причем так,

$\left(\frac{a}{c}\right) \rightarrow \frac{a_{\text{крит}}}{c_{\text{крит}}} = R_f \pm 0$, т.е. $\left(\frac{a}{c}\right)$ приближается к R_f , оставаясь больше или меньше R_f , то ожидаемая рыночная доходность неограниченно возрастает $E(R_M) \rightarrow \infty$ (см. рис.6)

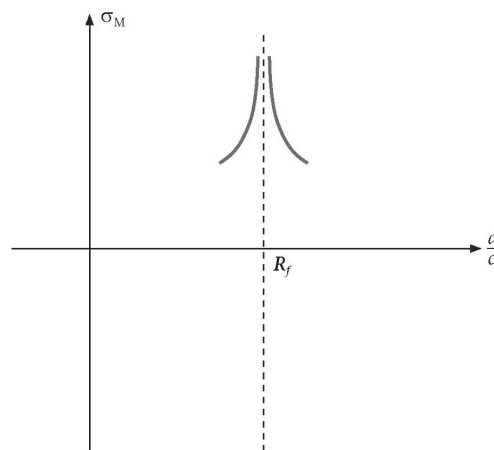


Рис. 5 Поведение рыночной волатильности при приближении к критическому состоянию

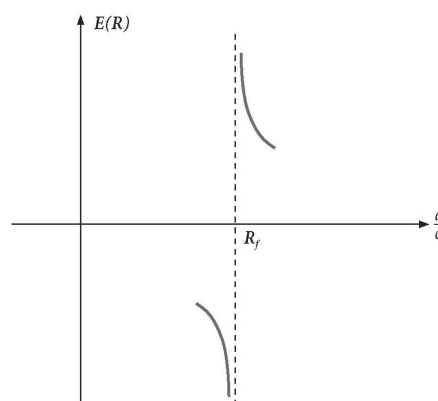


Рис. 6 Поведение ожидаемой рыночной доходности при приближении к критическому состоянию

Мы заодно получили выражение координат рыночного портфеля, т.е. рыночную волатильность и рыночную ожидаемую доходность:

$$M_{\pm} \left(\frac{1}{\sqrt{c}} \sqrt{(R_f - \frac{a}{c})^2 + \frac{d}{c^2}}, \frac{a}{c} - \frac{d}{c^2} \frac{1}{R_f - \frac{a}{c}} \right)$$

Таким образом, при приближении состояния рынка к критической фазе, рыночные волатильности стремятся к бесконечности, в то время, как ожидаемые рыночные доходности стремятся к бесконечно большим величинам (по модулю). При этом, если движение к критическому состоянию происходит из устойчиво благоприятной фазы, то рыночные

ожидаемые доходности стремятся к $+\infty$, а если движение к критическому состоянию происходит из устойчиво неблагоприятной фазы, то рыночные ожидаемые доходности стремятся к $-\infty$. И в одном и в другом случае, это приводит к желанию резко сбросить активы, находящиеся в портфеле, сопровождающейся нарастающей не ликвидностью активов. И это является реальным проявлением исследуемых критических кризисных явлений.

Заключение

Проблема кризисных явлений на рынках, причин и механизмов их возникновения представляет огромный интерес. В работах [2], [3] и [9] данная проблема рассматривалась в контексте возникновения неоднородных волатильностей на рынке. И при этом, в частности, выяснилось, что начиная с определенного уровня нарастания неоднородности волатильностей риски портфелей, в том числе и рыночного портфеля, перестают изменяться согласно классическому правилу диверсификации. При нарастании активов в портфеле несистематическая компонента риска может не стремиться к нулю, а в некоторых случаях, даже возрастет. При возникновении сильно проявленной неоднородной волатильности, некоторые классические представления теории портфеля (см. [5], [7], [10]) требуют корректировки. И таким образом, был исследован определенный механизм возникновения критических рыночных явлений.

В данной работе механизм возникновения кризисных явлений исследуется с точки зрения того, как критические изменения состояния рынка отражаются на состоянии рынка (рыночного портфеля). Определяются условия возникновения кризисных явлений на рынках и выделен параметр, значение которого определяет близость кризисных явлений и момент его возникновения. Это величина

$$M_c = \frac{a}{c} - R_f$$

малость которой, сигнализирует о нарастании кризисных явлений. Таким образом, при практическом управлении активами и портфелями, появляется критерий, помогающий понять близость критических явлений и принятие соответствующих решений связанных с риск-менеджментом. Для государства и регулирующих органов это тоже может быть значимым сигналом к возможному изменению значения безрисковой ставки или правил регулирования рынка. В работе также подробно исследованы условия возникновения кризисных явлений.

Литература

1. Александров П.С. 1968 Лекции по аналитической геометрии. М: Наука
2. Лимитовский М.А., Минасян В.Б. 2010 Модель оценки капитальных активов и диверсификация инвестиционного портфеля в условиях неоднородной волатильности (часть 1), Управление корпоративными финансами, №5, с. 296- 305
3. Лимитовский М.А., Минасян В.Б. 2010 Модель оценки капитальных активов и диверсификация инвестиционного портфеля в условиях неоднородной волатильности (часть 2), Управление корпоративными финансами, №6, с. 330- 338
4. Шарп У., Александер Г., Бэйли Д. 1998 Инвестиции: Пер. с англ. М.: ИНФРА-М
5. Markowitz H.M. 1959. Portfolio Theory and Perfmance Analysis, Wiley
6. Amenc O.N., Le Sourd V. 2003. Portfolio Theory and Performance Analysis, Wiley
7. Elton E., Gruber M., Brown S, Goetzmann W. 2007. Modern Portfolio Theory and Investments Analysis, John Wiley&Sons
8. Jurczenko E. 2008 Portfolio Management, ESCP-EAP European Business School. Paris
9. Limitovskiy M.A., Minasyan V. 2009. CAPM and Diversification of the Investment Portfolio Under Heterogeneous Volatility, <http://ssrn.com/abstract=1522511>
10. Markowitz, H.M. 1952 Portfolio selection, Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91