

УДК 334.72.(477)

ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ КОНЦЕПЦІЇ ПІДМІНИ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ: НА МОМЕНТ НАДАННЯ ПОЗИКИ КОМПАНІЯ НЕ ПОКРИВАЄ БОРГІВ

М. Горинь

Львівський національний університет імені Івана Франка

Згідно з положеннями концепції підміни акціонерного капіталу у випадку банкрутства корпорації акціонери можуть надати позику, яку кваліфікуватимуть як кредит за певних умов. Позитивним наслідком застосування цих положень є відновлення й успішне продовження господарської діяльності підприємств, а негативним – постійне підтримування діяльності нежиттєздатних підприємств, що призводить до зростання ризиків кредиторів.

Ключові слова: корпоративне управління, банкрутство, корпоративна безпека, доктрина підміни акціонерного капіталу, економіко-математична модель субординації позик акціонера, ліквідаційна вартість корпорації.

Формування корпоративного сектору економіки України відбувається наступними способами – створення нових підприємств, приватизація та корпоратизація, а також реорганізація підприємств у корпоративні форми господарювання. Проте важливим для корпоративної безпеки також є і спосіб, у який ліквідовуються такі підприємства. Згідно з чинним законодавством підприємства проходять через процедури санації, добровільної та судової ліквідації (банкрутства).

Закордонний досвід корпоративного управління свідчить про наявність особливостей правозастосування у процедурі банкрутства, які не передбачені у вітчизняному законодавстві. Так, власники великого пакету акцій АТ (іноді – менеджери) намагаються відвернути банкрутство компанії шляхом надання неофіційної позики для фінансування успішної спроби порятунку фірми. Такий механізм не передбачений у законодавстві України. Зокрема, у частині 1 ст. 31 Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” [1] визначена послідовність задоволення вимог кредиторів, у якій не передбачено погашення кредитів, наданих акціонерами.

Проте такий досвід має і негативний наслідок – для кредиторів такі безперервні дії компанії приводять до збільшення ризику неповернення наданих раніше кредитів, і суди, тому, іноді схильні карати акціонерів, підпорядковуючи такі позики іншим кредитам при задоволенні вимог кредиторів.

Зазначимо, що хоча дискусія про моделі банкрутства та санації підприємств у корпоративному секторі економіки провадиться досить жваво (В. Гриньова., В. Євтушевський, Г. Козаченко, Є. Палига, Л. Лігоненко, З. Шершньова та ін.), питання формування оптимальної структури фінансових відносин суб’єктів корпоративного сектору у процесі запобігання банкрутства на основі концепції субординації позик акціонера для української науки є новим.

Розглянемо частковий випадок застосування субординації позик акціонера у процесі банкрутства, коли компанія на час надання акціонерами позики не може покрити свої борги перед кредиторами

У Німеччині та Австрії поширена наукова доктрина – т. зв. “Закон підміни акціонерного капіталу”, який розглядається як важливий блок захисту прав кредитора в корпорації. У 1980 р. положення Закону про підміну акціонерного капіталу були введені у законодавство в частині, що стосувалась ТОВ (*GmbH*) [4]. Австрійський Верховний Суд (*Oberster Gerichtshof*; OGH) адаптував німецькі правила у 1991 р. і у 2003 р. Австрійський парламент у законодавчому порядку визначив

умови, за яких можна застосовувати Закон заміни акціонерного капіталу [2]. Італійський підхід до доктрини справедливої субординації відмінний від німецького лише однією умовою. На підставі рішення 1980 р. *Corte di Cassazione* (Касаційного суду) – фонди, внесені акціонерами, визначаються як фонди вкладені на майбутнє збільшення капіталу, тому можуть розглядатися як акції [6]. Закон про банкрутство США також частково використовує положення доктрини справедливої субординації, зокрема в Кодексі про Банкрутства (1978 р.): позика може бути субординована (надалі субординована позика акціонера – це позика, яка розглядається як збільшення власного капіталу компанії, а не кредит) під іншими, якщо її надали акціонери, що контролюють неплатоспроможну корпорацію, або інші інсайдери [3].

Критичний наслідок Закону заміни акціонерного капіталу – це повторна кваліфікація позик акціонера як акціонерний капітал. Якщо корпорація не здатна повернути кредит, тобто перебуває у кризовому стані, позика повертається акціонерам після задоволення вимог кредиторів. У випадку банкрутства такі позики підпорядковуються іншим кредитам і тому акціонер, що надав позику, не отримує квоти під час ліквідації. Застосування поняття “субординація акціонерної позики” передбачає, що такий акціонер володіє істотним пакетом акцій (10 або 25%, відповідно, у німецькому й австрійському законодавстві), але він не є менеджером компанії.

Загалом законодавці в різних країнах [5] часто стикаються з вибором між захистом кредитора і сприянням потенційно успішним спробам порятунку фірм-банкрутів. Розглянемо як, чому і коли субординація позики акціонера має позитивний ефект і коли її не варто застосовувати.

Постановка задачі. Розглянемо компанію з одним акціонером і одним кредитором (рис. 1). У період $t = 0$ в компанію було внесено акціонерний капітал і кредит. Сума їхніх власних вкладень тут не враховується. Компанія має повернути кредитору суму P . У період $t = 1$ в компанії настає непередбачена криза і банкрутство стає неминучим. Акціонерові, який володіє контрольним пакетом компанії, доведеться вирішувати – чи надавати позику. Сума, яка необхідна для рятувальної спроби, – D . Акціонер може вирішити – ліквідувати підприємство або надати позику і спробувати врятувати компанію.

У разі ліквідації, фірма продається і приносить дохід L , який використовується для покриття боргу, тоді як акціонер одержує залишок (якщо він є). Надання позики акціонером може розглядатися як інвестиція, яку він зробить для зростання його особистого капіталу, тобто очікувана вартість компанії у випадку застосування рятувальної спроби має бути більшою, ніж позика акціонера.



Рис. 1. Хронологічна структура подій

Якщо ж акціонер надає позику і корпорація продовжує діяльність, сума \tilde{A} є кінцевою вартістю компанії у період $t = 2$; \tilde{A} – є випадковою змінною, значення якої в момент $t = 1$ є невідомим. Для нейтралізації ризиків та спрощення вважатимемо, що процентна ставка та ставка дисконтування рівні нулю. Розглянемо мотиви застосування субординації позик акціонера в банкрутстві з припущенням, що положення доктрини можна застосувати до позики D .

Бажаний результат і фактичні стимули. Акціонер вирішує надати позику для порятунку компанії за умови, що загальна очікувана вартість компанії без інвестицій D перевищить ліквідаційну вартість L . Тому соціально оптимальне рішення в $t = 1$ – це спроба порятунку компанії, якщо

$$M(\tilde{A}) - D > L \quad (1)$$

Фактично, акціонер, контролюючи компанію, максимізує власну частку, вирішуючи врятувати підприємство. У випадку ліквідації, акціонер отримає суму, яка рівна значенню ліквідаційної вартості L мінус суму боргу P . Його мінімальний результат – нульовий: немає необхідності додаткових вкладень під час банкрутства, тобто немає прихованих втрат. У випадку порятунку акціонер отримає підсумкову вартість \tilde{A} мінус борг P .

Отже, акціонер позичає суму D . Якщо спроба порятунку буде невдалою, компанія не зможе покрити борг і повернення суми D акціонерові залежатиме від того, чи є його позика субординованою. При відсутності субординації акціонер отримує ліквідаційну квоту $\frac{D}{P+D} \cdot \tilde{A}$, тобто

він отримає суму, меншу ніж $\tilde{A} - P$. Якщо застосовується доктрина субординації, то він одержить $\tilde{A} - P$ у випадку успішної спроби і 0 при невдалий.

Тому, у випадку *відсутності субординації* в $t = 1$, акціонер надає позику й ініціює рятувальну спробу, якщо

$$M \left[\text{Max} \left(\tilde{A} - P, \frac{D}{P+D} \cdot \tilde{A} \right) \right] - D > \text{Max}(L - P, 0) \quad (2)$$

Тобто, очікувана сума виплат акціонерові має перевищити ліквідаційну вартість.

З іншого боку, якщо **застосовується субординація**, акціонер не отримає ліквідаційної квоти на позику і тому не спробує врятувати компанію, тільки якщо

$$M \left[\text{Max}(\tilde{A} - P, 0) \right] - D > \text{Max}(L - P, 0) \quad (3)$$

Щодо ефектів субординації, існують дві проблеми, які представляють первинний інтерес для нашого дослідження, а саме – чи запобігає доктрина заміни акціонерного капіталу небажаним рятувальним спробам; чи запобігає вона соціально бажаним спробам.

З перспективи часу $t = 1$ зрозуміло, що субординація тільки унеможлиблює рятувальні спроби і нічого не вирішує, оскільки акціонер отримує нижчу виплату за інших рівних умов. Проте перш за все, субординація знищує мотиви появи помилок I типу (неефективні компанії продовжують діяти) і приводить до помилок типу II (ефективні фірми ліквідуються, що є недоцільним).

Проаналізуємо ситуацію, коли $L < P$, тобто доходів від ліквідації не достатньо для повного покриття боргу у момент надання позики акціонером.

Виходячи з (2), якщо немає субординації, то акціонер матиме стимул рятувати компанію, коли

$$D < M \left[\text{Max} \left(\tilde{A} - P, \frac{D}{P+D} \cdot \tilde{A} \right) \right] \quad (4)$$

Субординація зменшує цей стимул, якщо

$$D > M \left[\text{Max}(\tilde{A} - P, 0) \right] \quad (5)$$

З (1) випливає, що рятувальна спроба є ефективною, якщо $D < M(\tilde{A}) - L$, і неефективною, якщо $D > M(\tilde{A}) - L$.

Проте немає жодного теоретичного співвідношення між ліквідаційною вартістю L і сумою P , яка належить кредитору, тому поріг ефективності спроби може бути нижчим за обидва “спонукальні” значення, більшим за них або між ними.

У *першому випадку* (рис. 2) значення $M(\tilde{A}) - L$ відносно мале. Тільки ті рятувальні спроби ліворуч від цього значення є ефективними, оскільки D є меншим за $M(\tilde{A}) - L$.

Відповідно можна запобігти здійсненню тих неефективних рятувальних спроб, де D перевищує $M(\tilde{A}) - L$. Проте можливе здійснення неефективних спроб порятунку при $M(\tilde{A}) - L < D < M[\text{Max}(\tilde{A} - P, 0)]$. Отже, загалом субординація має тільки позитивні наслідки запобігання неефективним спробам, не знищуючи стимулів для ефективних спроб. Також матимуть місце деякі “помилки I типу”.

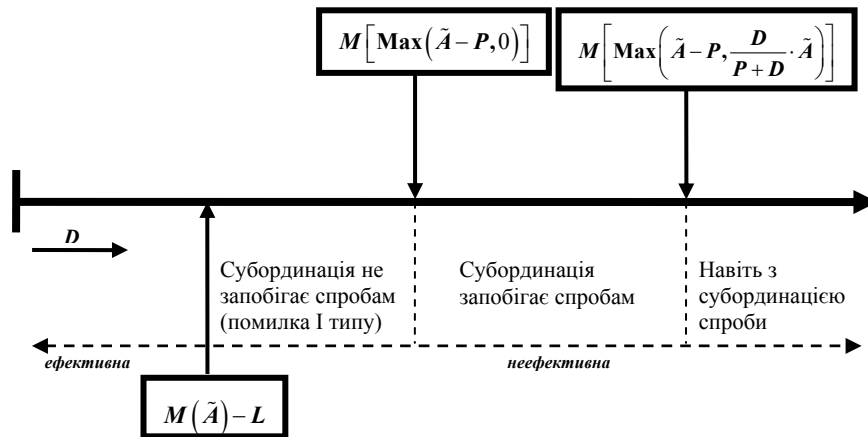


Рис. 2. Вплив субординації на стимулювання намірів порятунку акціонерами компанії (I випадок)

У другому випадку (рис. 3) має місце ситуація, коли

$$M[\text{Max}(\tilde{A} - P, 0)] < M(\tilde{A}) - L < M[\text{Max}(\tilde{A} - P, \frac{D}{P+D} \cdot \tilde{A})]$$

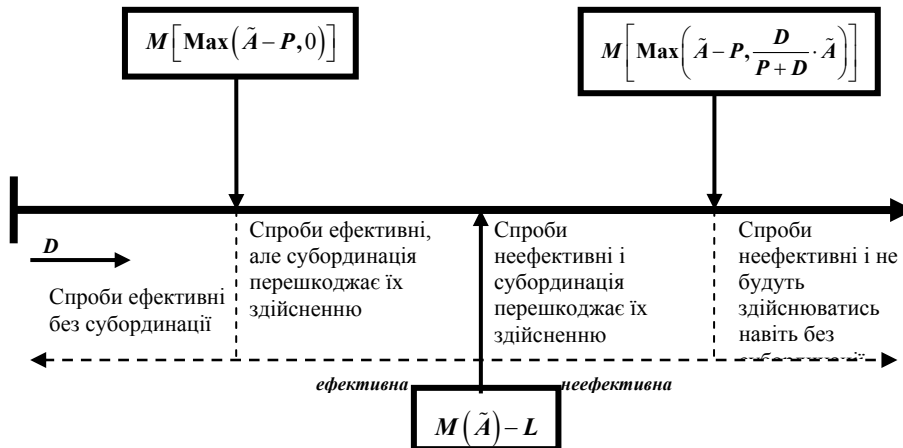


Рис. 3. Вплив субординації на стимулювання намірів порятунку акціонерами компанії (II випадок)

Поріг ефективності знаходиться між двома стимулами (з і без субординації), тому наявність субординації перешкоджатиме частині ефективних та неефективних спроб.

Рятувальні спроби завжди будуть ефективними (з і без субординації) для групи випадків, якщо $D < M[\text{Max}(\tilde{A} - P, 0)]$. Правіше знаходиться група випадків, коли D є трохи вищим ($M[\text{Max}(\tilde{A} - P, 0)] < D < M(\tilde{A}) - L$) і субординація перешкоджатиме здійсненню ефективних рятувальних спроб. Здійсненню наступної групи неефективних спроб запобігає субординація, коли $M(\tilde{A}) - L < D < M[\text{Max}(\tilde{A} - P, \frac{D}{P+D} \cdot \tilde{A})]$. Частина з цих спроб є ефективними, а інші – неефективні. Значення D не стимулює акціонера рятувати компанію з чи без субординації у випадку $D > M[\text{Max}(\tilde{A} - P, \frac{D}{P+D} \cdot \tilde{A})]$.

Отже, субординація запобігає здійсненню частині ефективних та неефективних спроб порятунку компанії акціонером (помилки II типу).

У *третьому випадку* (рис. 4) поріг ефективності є більшим, ніж обидва спонукальні значення, тобто $M(\tilde{A}) - L > M\left[\text{Max}\left(\tilde{A} - P, \frac{D}{P + D} \cdot \tilde{A}\right)\right]$.

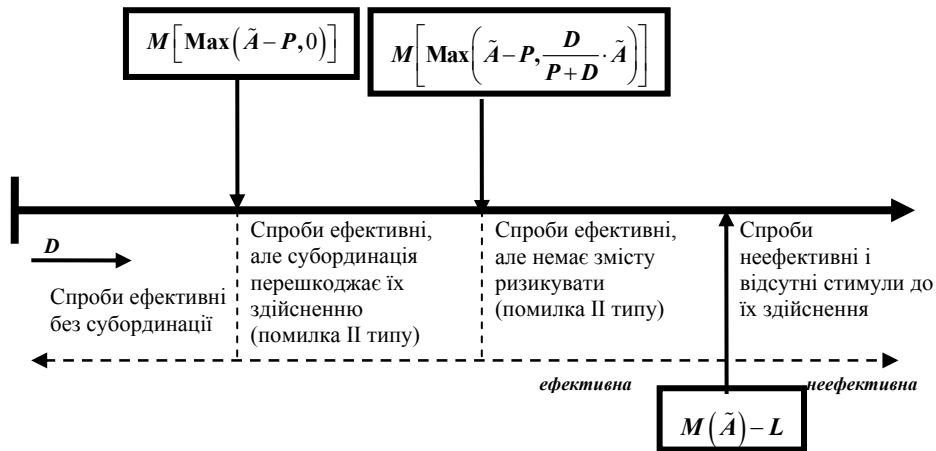


Рис. 4. Вплив субординації на стимулювання намірів порятунку компанії акціонерами (III випадок)

У даному випадку існують ефективні спроби порятунку навіть без жодних ініціювальних стимулів (з чи без субординації), коли $M\left[\text{Max}\left(\tilde{A} - P, \frac{D}{P + D} \cdot \tilde{A}\right)\right] < D < M(\tilde{A})$. Субординація перешкоджає здійсненню ефективних рятувальних спроб, коли $M\left[\text{Max}\left(\tilde{A} - P, 0\right)\right] < D < M\left[\text{Max}\left(\tilde{A} - P, \frac{D}{P + D} \cdot \tilde{A}\right)\right]$. Отже, субординація створює негативний мотиваційний клімат, оскільки викликає помилки II типу і не запобігає виникненню помилок I типу.

Критична різниця випадку, коли компанію здатна повернути кредит, і даного до випадку, полягає у тому, що вигоду від рятувальних спроб отримують акціонери і кредитори (див.таблицю). Оскільки кредитор не може повернути повністю суму P за рахунок безпосередньої ліквідаційної вартості (тільки L), він міг би отримати користь від успішної рятувальної спроби. Тому існує потенційна соціальна вигода $P - L$, яку акціонер не отримує.

Максимальні витрати та винагороди (компанія до покриття боргу)

Показники	Індивідуальні (акціонера)	Соціальні (кредитори)	Не засвоєно
Прибуток	$\tilde{A} - P$	$\tilde{A} - P$	$P - L$
Інвестиційні витрати	D	D	0
Частка ліквідаційної вартості	0	(L)	(L)
Можливі втрати (ліквідаційна квота) без субординації	$\frac{D}{P + D} \cdot \tilde{A}$	0	$\frac{D}{P + D} \cdot \tilde{A}$

Отже, існують соціальні витрати, які акціонер не засвоює: спершу, є потенційна втрата значення ліквідації L , на яку претендує кредитор. Як в попередньому випадку, є можливість збереження втрат акціонера (тобто соціальні витрати, які він не засвоїть), коли відсутня субординація, а саме його частка в банкрутстві.

Вирівнювання індивідуальних інтересів акціонера і соціального інтересу кредитора залежить від двох чинників – витрати та доходи. Обидва чинники діють в різних напрямках і немає жодного теоретичного підґрунтя стверджувати, який з них є більш важливим. Субординація набуває значення третього вирівнюючого чинника від акціонера, значення впливу якого важко визначити (шкідливий чи вигідний). З одного боку, якщо вирівнювання переважає до сторони витрат

(акціонер вважає надто великими соціальні витрати), обтяження субординацією буде сприятливим для акціонера. З другого боку, якщо на вирівнювання на стороні вигод (акціонер вважає соціальні вигоди надто малими), це сприятиме отриманні акціонером вигоди з ліквідаційної вартості.

У процесі дослідження нами не зверталась увага на ризик акціонерів і кредиторів. Наприклад, акціонер ЗАТ є більш несхильним до ризику, ніж банк при наданні позики, оскільки його частка в компанії часто складає велику частину його особистого капіталу. Тобто акціонер часто діятиме дуже обережно, вирішуючи питання надання позики акціонера. Проте якщо акціонери не зважають на таку небезпеку – тобто сприймають рівень ризику заради збереження власного капіталу й уникнути втрат – цей ефект балансували б або навіть змінилися. Проте відмінною виглядатиме ситуація, коли надає позику акціонер, який володіє міноритарним пакетом акцій, або банк, який володіє певним пакетом акцій компанії.

Загалом, застосування в Україні доктрини субординації позик акціонера сприятиме укріпленню корпоративного сектору України. Проте виникають деякі ускладнення – корупційність влади та судів, недосконалість законодавства, великий сектор та інші. Саме ж визначення критерію кредитоспроможності в Україні є предметом для проведення нових досліджень.

1. Закон України „Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” від 14.05.1992 р. // Урядовий кур’єр. – 1999. – 19 вересня.
2. Bundesgesetz über Eigenkapital ersetzende Gesellschafterleistungen (Eigenkapitalersatz-Gesetz - EKEG), Art. I Gesellschafts und Insolvenzrechtsänderungsgesetz 2003. – GIRAG 2003, BGB112003/92.
3. Clark R. C. Corporate Law. – Boston, Little Brown, 1986. – P. 52.
4. Gesetz zur Änderungen des Gesetzes betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung und anderer handels-rechtlicher Vorschriften vom 4.7. 1980, BGB1.1, S. 836 et seq.
5. Parrella L. Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali, Milano, Giuffrè Editore, 2000. – p. 35 et seq. (відомості про судові справи субординації в банкрутстві в Португалії та Бельгії, проте відсутня інформація стосовно Греції, Іспанії та Франції).
6. Tantini G. I versamenti dei soci alla società. – Clolombo G.E. & Portale G.B., Trattato delle Società per Azioni, Torini, UTET, Vol. 1/3. – 2004. – P. 795.

FEATURES OF APPLICATION OF THE CONCEPTION OF SUBORDINATION OF SHAREHOLDER LOANS: COMPANY CANNOT COVER DEBTS AT THE MOMENT OF LOAN GRANT

M. Horyn

National University Ivan Franko of Lviv

In obedience to positions of conception of subordination of shareholder loans in the case of bankruptcy of corporation shareholders can give the loan which will be characterized as credit subject to the condition certain. Renewal and successful continuation of economic activity of enterprises is positive investigation of application of these positions, and negative is permanent support of activity of nonviable enterprises, that results in growth of risks of creditors.

Key words: corporate governance, bankruptcy, corporate safety, doctrine of subordination of shareholder loans, economic-mathematical model of deference to the rank of loans of shareholder, liquidating value of corporation.

ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ КОНЦЕПЦИИ ПОДМЕНЫ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА: НА МОМЕНТ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ССУДЫ КОМПАНИЯ НЕ ПОКРЫВАЕТ ДОЛГОВ

М. Горинь

Львовский национальный университет имени Ивана Франко

Согласно положений концепции подмены акционерного капитала в случае банкротства корпорации акционеры могут предоставить ссуду, которая будет квалифицироваться как кредит при определенных условиях. Позитивным следствием применения этих положений является возобновление и успешное продолжение хозяйственной деятельности предприятий, а негативным – постоянная поддержка деятельности нежизнеспособных предприятий, что приводит к росту рисков кредиторов.

Ключевые слова: корпоративное управление, банкротство, корпоративная безопасность, доктрина подмены акционерного капитала, економіко-математична модель субординации ссуд акционера, ликвидационная стоимость корпорации.