

DOI 10.31483/r-155203

*Илькевич Сергей Викторович*

**МЕХАНИЗМЫ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ДЕФОЛТА  
И ЭКСПРОПРИАЦИИ КРЕДИТОРОВ  
ВЕРТИКАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННЫХ ХОЛДИНГОВ**

***Аннотация:** в главе исследуется феномен стратегического дефолта в вертикально-интегрированных промышленных структурах в периоды кризиса ликвидности и снижения рентабельности. Актуальность обусловлена ростом корпоративных конфликтов между мажоритарными бенефициарами и миноритарными кредиторами в условиях волатильности сырьевых рынков и жесткой денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Цель – декомпозиция скрытых механизмов перераспределения финансовых потоков внутри холдингов, позволяющих контролирующим лицам минимизировать обязательства перед внешними инвесторами. Рассматриваются инструменты «туннелирования» прибыли через трансфертное ценообразование, при котором дочернее предприятие искусственно переводится в статус «центра убытков». Анализируется «репутационный арбитраж» – выбор бенефициара между сохранением инвестиционной привлекательности и выгодой от списания долгов. Методологическую основу составляет синтез агентской теории, анализа судебной практики по делам о субсидиарной ответственности и финансового моделирования. Материалы представляют интерес для портфельных управляющих, риск-менеджеров и юристов, специализирующихся на банкротстве.*

***Ключевые слова:** стратегический дефолт, вертикально-интегрированный холдинг, экспроприация миноритарных кредиторов, трансфертное ценообразование, туннелирование активов, контролирующее должника лицо, дистресс-инвестирование, субсидиарная ответственность бенефициара.*

***Abstract:** the chapter examines the phenomenon of strategic default within vertically integrated industrial structures during periods of liquidity crisis and declining profitability. The relevance is driven by the growing number of corporate conflicts*

*between majority beneficiaries and minority creditors (bondholders) amid high volatility in commodity markets and the tight monetary policy of the Central Bank of the Russian Federation. The aim is to deconstruct the hidden mechanisms of financial flow redistribution within holding structures that enable controlling persons to minimize obligations to external investors. The study considers profit tunneling instruments through transfer pricing, whereby a subsidiary is artificially transformed into a loss center. It also analyzes “reputational arbitrage” – the beneficiary’s choice between preserving investment attractiveness and the direct financial benefit of debt write-offs. The methodological framework combines agency theory, analysis of judicial practice in cases of subsidiary liability, and financial modeling of distressed investment scenarios. The materials are of practical interest to portfolio managers, risk management professionals, and lawyers specializing in bankruptcy. The findings allow for a more accurate assessment of the probability of managed default in private holdings and the real value of distressed assets beyond standard credit ratings.*

**Keywords:** *strategic default, vertically integrated holding, expropriation of minority creditors, transfer pricing, asset tunneling, controlling person of the debtor, distressed investing, subsidiary liability of the beneficiary.*

### *Введение*

В рамках современной финансовой теории [5] ситуация в рамках вертикально-интегрированных промышленных структур в периоды кризиса ликвидности и снижения рентабельности классифицируется как агентский конфликт второго рода: противоречие между контролирующим акционером и внешними инвесторами. Поскольку возникает риск «туннелирования» (tunneling). Это процесс вывода активов или прибыли из дочернего общества, имеющего значительную долговую нагрузку, в пользу материнской компании или бенефициара через рыночные механизмы. При этом используются две формы «туннелирования»

1. Ценовой арбитраж внутри группы через установление заниженных отпускных цен продукцию нижних переделов, что оставляет «дочек» с операционным убытком.

2. Перекладывание долговой нагрузки через использование ликвидности дочерней компании для обслуживания обязательств группы, в то время как собственные инвестиционные программы «дочки» финансируются за счет дорогого публичного долга (облигаций).

Основной риск, который так беспокоит держателей облигаций и рейтинговые агентства, – это экспроприация, перераспределение прибыли (profit shifting) и непрозрачности внутригрупповых расчетов, что является ключевой проблемой для миноритарных кредиторов. Именно из-за возможности реализации такой «хитрой схемы» рейтинговые агентства и аналитики с осторожностью относятся к компаниям с высокой степенью вертикальной интеграции и непрозрачной структурой корпоративного управления.

В последние годы многие компании получили право скрывать часть отчетности из-за санкционных рисков. Однако это идеальная ширма для того, чтобы «рисовать» убытки и обосновывать невозможность выплат, в то время как реальные денежные потоки распределяются между топ-менеджментом и акционером.

Теоретически и эмпирически исследования того, как структура долга и стратегическое взаимодействие между акционерами и держателями долговых обязательств в случае дефолта влияют на ожидаемую доходность акций и облигаций, представляют особый интерес. Одно из исследований демонстрирует, что Модель предсказывает, что ожидаемая доходность оказывается выше для компаний, которые сталкиваются с серьезными трудностями при пересмотре условий кредитования и которые имеют большую долю обеспеченного или конвертируемого долга [7]. Недавнее исследование показывает, что модель дефолта в финансовых сетях, в которой решение одного агента о том, объявлять ли дефолт или нет, влияет на стимулы других агентов избегать дефолта [3]

Особый интерес представляют поведенческие механизмы, лежащие в основе увеличения числа стратегических дефолтов во время экономического кризиса. Слабые экономические условия смягчают моральные ограничения должников. В условиях неплатежеспособности платежеспособные должники становятся более склонны к стратегическому дефолту. Экономический спад также

подрывает соблюдение социальных норм погашения долгов [4]. Эти факторы в свою очередь повышают значимость многих аспектов модели «эффективного интерпретатора» на финансовых рынках [1; 2].

### *Феномен стратегического дефолта*

#### *как «хищнического» управленческого решения в холдинге*

Стратегический дефолт представляет собой управленческое решение контролирующих лиц эмитента о намеренном прекращении исполнения долговых обязательств, даже при наличии технической возможности их обслуживания. В отличие от вынужденного (технического) дефолта, вызванного объективным отсутствием ликвидности, стратегический дефолт является результатом рационального экономического расчета бенефициара, который взвешивает издержки и выгоды от неисполнения обязательств. Стратегический дефолт тесно и отрицательно связан с явными, наблюдаемыми элементами этического лидерства, но не с финансовым состоянием фирмы. Результаты недавнего исследования подчеркивают роль этических аспектов в погашении кредитов и показывают, что модели долговых договоров, основанные исключительно на финансовых стимулах, могут недооценивать важность нематериальных соображений в поддержании кредитных отношений [6].

Возникновение феномена обусловлено, прежде всего, агентским конфликтом второго рода – это расхождением интересов мажоритарных акционеров и внешних кредиторов. В условиях правовой неопределенности и асимметрии информации, бенефициар может использовать дефолт как эффективный инструмент перераспределения стоимости.

Основные мотивы использования стратегического дефолта.

1. *Оптимизация структуры капитала.* Цель – «обнулить» или существенно дисконтировать долговую нагрузку дочерней компании, чтобы сохранить контроль над операционными активами.

2. *Перераспределение прибыли.* Высвобожденный денежный поток (который мог пойти на погашение долга) остается в периметре холдинга (например, на балансе материнской компании).

3. *Хеджирование рисков.* В условиях макроэкономической нестабильности дефолт позволяет зафиксировать убытки на стороне кредиторов, защитив личные активы бенефициара.

Возможность злоупотребления этим механизмом кроется в слабости институциональной среды и корпоративного права. Злоупотребление становится возможным, когда контролирующие лица могут манипулировать финансовой отчетностью (скрывать реальные денежные потоки через непрозрачные внутригрупповые транзакции), использовать процедурные лазейки (превращать механизмы защиты прав кредиторов в инструменты легитимизации заранее спланированного «кидка»), размывать ответственность (создавать сложную юридическую структуру холдинга, затрудняющую привлечение контролирующих должника лиц к субсидиарной ответственности).

Стратегический дефолт – это не просто финансовый термин, а маркер системных проблем корпоративного управления, где рациональность управленческого решения вступает в прямое противоречие с фундаментальными принципами добросовестности и защиты прав инвесторов.

В контексте вертикально-интегрированного холдинга стратегический дефолт эволюционирует из чисто экономического маневра в «хищническое» управленческое решение. Это обусловлено наличием у мажоритарного акционера прямого контроля над всей производственной цепочкой: от поставщика сырья до конечного производителя продукции.

Хищнический характер проявляется через следующие механизмы.

1. *Создание искусственной неплатежеспособности через трансфертное ценообразование.* Контролирующее лицо использует свою власть для установления нерыночных (заниженных) цен на продукцию дочерней компании. В результате, дочернее предприятие лишается возможности генерировать достаточную прибыль для обслуживания своего долга, хотя холдинг в целом остается прибыльным. Это не рыночная конкуренция, а внутреннее, директивное «высасывание» ликвидности.

2. *Использование дочерней компании как «долгового пылесоса».* Дочернее общество используется для привлечения внешнего финансирования (облигации, кредиты) под залог своих активов или под гарантии, которые впоследствии оказываются фиктивными. При этом привлеченные средства направляются на финансирование материнской компании, которая не несет прямой ответственности перед кредиторами «дочки».

3. *Целенаправленное ослабление прав кредиторов (Covenant Stripping).* Материнская компания может инициировать действия по ослаблению защитных ковенантов в кредитных соглашениях или проспектах облигаций. Например, инициируются изменения, позволяющие беспрепятственно выводить ликвидные активы из-под залога или снимать ограничения на внутригрупповые займы. Это делается для того, чтобы в случае дефолта кредиторам было нечего забирать.

В результате этих действий стратегический дефолт перестает быть просто управленческим выбором и становится формой экспроприации (отчуждения) чужого капитала. Лица, принимающие решение, действуют не в интересах компании-эмитента и всех ее кредиторов, а исключительно в своих личных интересах, переводя риски своей предпринимательской деятельности на миноритарных инвесторов и банки, не имеющих прямого контроля над операционным периметром холдинга.

#### *Механизм экспроприации капитала у миноритарных облигационеров*

Наиболее эффективный метод подготовки к «сбрасыванию» долговой нагрузки может реализовываться через искусственное ухудшение финансовых показателей дочерней компании.

1. *Трансфертное ценообразование.* Материнская компания может закупать это сырье по заниженным ценам. Это законно снижает выручку и прибыль дочерней компании, но увеличивает маржу материнской. Для внешнего кредитора это выглядит как «рыночный риск», хотя фактически это управленческое решение.

2. *Формирование «центра убытков».* Через договоры процессинга или долгосрочные контракты с фиксированной (ниже рынка) ценой выручка дочерней

компании ограничивается уровнем, едва покрывающим фонд оплаты труда и минимальные операционные затраты.

3. *Внутригрупповая дебиторская задолженность.* Средства, полученные от продажи облигаций или банковских кредитов, выдаются материнской компании в виде беспроцентных или низкопроцентных займов. В балансе дочерней компании эти активы числятся как «дебиторская задолженность». Однако при банкротстве выясняется, что материнская компания не может вернуть займ, а в очереди кредиторов эти требования часто признаются «мнимыми» или субординируются, что не помогает владельцам облигаций.

4. *Аккумуляция долгов в «дочке».* Все операционные и финансовые риски, а также кредиты и облигационные займы, остаются на балансе дочерней компании. Если долги становятся непосильными, дочерняя компания инициирует процедуру банкротства. В этом случае все обязательства перед внешними кредиторами и держателями облигаций могут быть списаны или существенно уменьшены.

5. *Эрозия залоговой массы.* Пока облигационеры смотрят на отчетность по РСБУ, реальные оборотные средства могут вымываться через внутригрупповые займы, которые в случае банкротства окажутся невозвратными.

6. *Информационная асимметрия.* Менеджмент холдинга обладает всей полнотой информации о реальных денежных потоках, в то время как миноритарии получают отчетность с лагом в 3–6 месяцев, когда «спасать» активы уже поздно.

7. *Сохранение контроля над активами.* Материнская компания при этом продолжает операционную деятельность, а ключевые производственные активы дочерней компании (особенно в случае их высокой технологической специфичности и стационарности) могут быть выкуплены с торгов в ходе банкротства по минимальной цене или переданы под контроль новой структуры, «очищенной» от долгов.

#### *Технологии «легального дефолта» и ликвидация прав миноритариев*

Миноритарные держатели облигаций – это самая уязвимая категория кредиторов в российской юрисдикции по нескольким причинам.

1. *Отсутствие прямого влияния на управление.* В отличие от банков-кредиторов (особенно таких мощных структур корпоративного кредитования как Сбер, ВТБ, Газпромбанк), облигационеры не имеют представителей в Совете директоров и не могут наложить вето на сделки с заинтересованностью (вывод средств в материнскую компанию).

2. *Коллективная неспособность к действию.* Розничные инвесторы разобщены (Collective Action Problem). Для защиты своих прав в суде или на общем собрании владельцев облигаций (ОСВО) им необходимо координироваться через ПВО (представителя владельцев облигаций). В реальности ПВО часто занимает пассивную позицию, а мелкие инвесторы не обладают ресурсами для длительных тяжб с юристами холдинга.

3. *Субординация в процедуре банкротства.* Хотя юридически облигации являются необеспеченным долгом наравне с банковскими кредитами, на практике банки часто имеют залоговые активы (акции, оборудование), что делает их «приоритетными» кредиторами. Облигационеры же в 90% случаев получают выплаты в рамках третьей очереди, где после удовлетворения требований банков-залогодержателей активов практически не остается.

4. *Использование «дружественного» ОСВО.* Эмитент может инициировать Общее собрание владельцев облигаций (ОСВО) для изменения условий выпуска. Значительная часть облигаций (иногда через аффилированные офшоры или структуры-сателлиты) выкупается самим эмитентом с рынка по дешевке. На ОСВО эти «свои» голоса принимают решение о реструктуризации на кабальных условиях: например, мораторий на выплату купонов на 5 лет. Миноритарии, имеющие на руках 10–15% выпуска, физически не могут заблокировать это решение.

5. *Риск «управляемого» банкротства и замещения активов.* Если реструктуризация не проходит, запускается контролируемое банкротство. Основные производственные мощности могут находиться в залоге у банков, лояльных к бенефициару. В процессе конкурсного производства активы выкупаются «новым инвестором» (той же группой под новым юрисдикционным лицом) по цене ликвидационной

стоимости. Деньги от продажи активов уходят банкам-залогодержателям. Облигационеры, как необеспеченные кредиторы, не получают ничего.

Даже возможность покупки облигаций на вторичном рынке розничными инвесторами, к примеру, по 400–600 рублей при номинале 1000 – это далеко не очевидное и целесообразное решение с точки зрения инвестирования в проблемные активы. Даже если вместо банкротства дочерняя компания идет на реструктуризацию (сдвиг сроков на 1–3 года), миноритарный облигационер сталкивается с «добровольно-принудительным» согласием. Условия реструктуризации обычно диктуются крупнейшими держателями (часто аффилированными с самим эмитентом). Миноритарии в таких сценариях часто предлагают так называемый механизм «Стрижки» (Haircut): продление срока погашения с одновременным снижением ставки купона до, к примеру, символических 0,01%. В этом случае рыночная цена облигации не вырастет до 1000 рублей, а в лучшем случае останется на уровне 400–500 рублей из-за низкой приведенной стоимости будущих платежей (NPV), поскольку облигации де-факто становятся дисконтируемыми. Инвесторы также закладывают в цену риск того, что в случае дефолта они не увидят своих денег, даже если сам по себе производственный комплекс продолжает работать и приносить прибыль, как и в настоящее время, в пользу материнской структуры.

Такого рода ситуации являются примером проверки российского долгового рынка на зрелость. Если бенефициар выбирает путь «деньги важнее репутации», это становится мощным сигналом для институциональных инвесторов о неприемлемости рисков в частных промышленных холдингах без государственного участия. Сценарий «контролируемого банкротства», к сожалению, исторически не раз встречался на российском рынке. Логика «деньги важнее репутации» для частного холдинга в условиях кризисных явлений в связи с высокой стоимостью финансирования и, соответственно, процентных расходов в период 2024–2026 гг. выглядит вполне прагматично. И если в последние несколько лет эта проблема только приобретала актуальность, то в период 2026–2028 гг. можно с большими основаниями опасаться не просто роста корпоративных дефолтов в сегменте

высокодоходных облигаций (о чем много говорит экспертное сообщество в последние два квартала), а именно управляемых дефолтов, когда ситуацию еще можно спасти, однако холодный расчет и оппортунистические механизмы могут позволить ряду эмитентов пойти по самому неблагоприятному сценарию для облигационеров. А это, в свою очередь, может привести к нарастанию кризиса доверия.

Главный сдерживающий фактор для такой схемы – это банковские кредиты. Особенно когда это действительно огромные долги перед крупными банками, и их доля свыше половины в общем финансовом долге компании. Банки – это не физлица с облигациями на 50 тысяч рублей. У них есть ресурс юристов, административный рычаг и право на «субсидиарную ответственность» (возможность взыскать долги лично с бенефициара). В случае давления со стороны банков на бенефициара с целью обеспечения выплат, миноритарные облигационеры могут получить средства в рамках коллективного урегулирования обязательств. Однако бенефициар может договориться с банками о реструктуризации их долга, а миноритарных облигационеров оставить ни с чем или предложить им копеечное мировое соглашение.

*Судебная практика сигнализирует о сохраняющихся возможностях  
«хищнических» практик в отношении миноритариев*

В российской судебной практике существует ряд прецедентов, когда суды, несмотря на явные признаки вывода активов, принимали решения, защищающие интересы мажоритарных бенефициаров, или же процессы длились годами, обесценивая требования миноритариев. Рассмотрим обобщенные примеры без указания конкретных названий компаний.

*Прецедент 1.* «Исчезающая» дебиторская задолженность. Крупный металлургический холдинг за несколько месяцев до банкротства дочерней компании вывел через внутригрупповые займы порядка 80% оборотных средств. Конкурсный управляющий инициировал оспаривание этих сделок в суде, требуя признать займы недействительными и вернуть деньги в конкурсную массу. Суды первой и апелляционной инстанции зачастую признают такие сделки «обычной

хозяйственной деятельностью», если они были совершены не в период «предпочтения кредитора» (за 3–6 месяцев до банкротства) или если у займов был формальный срок возврата. Доказать аффилированность и намерение вывести средства крайне сложно.

*Прецедент 2.* Принудительная реструктуризация и затягивание сроков. Принудительная реструктуризация и затягивание сроков. Банкротящийся агрохолдинг провел ОСВО, где аффилированные лица продавили 7-летнюю отсрочку погашения облигаций (без изменения купона). Миноритарии пытались оспорить решение ОСВО, указывая на злоупотребление правом со стороны мажоритарного кредитора. Суды встали на сторону эмитента, указав, что решение было принято большинством голосов и направлено на «сохранение операционной деятельности предприятия». Формально закон не нарушен. Вместо погашения через 4 месяца, инвестор получил бумагу со сроком погашения через 7 лет, которая на рынке стоит 10% от номинала. Деньги, как минимум, «заморожены» на долгий срок. Это если снова или опять ничего не случится с агрохолдингом.

*Прецедент 3.* Субсидиарная ответственность бенефициара, но все равно затягивание сроков. Это единственный сценарий, дающий надежду на относительно успешное сохранение средств облигационеров. Реализация требований о привлечении контролирующих должника лиц к субсидиарной ответственности, то есть, взыскание долгов компании лично с владельца. Кредиторы доказывают, что именно действия бенефициара (например, подписание договоров трансфертного ценообразования) привели компанию к неплатежеспособности. Верховный Суд РФ в последние годы ужесточил практику, и процент привлечения к субсидиарной ответственности вырос. Процесс занимает 3–5 лет, требует огромных юридических ресурсов, но в случае успеха позволяет получить выплаты.

Закон в РФ часто защищает форму, а не содержание. «Дьявол» кроется в юридических формулировках договоров, подписанных задолго до дефолта. Шанс есть, но он требует объединения усилий кредиторов и готовности к долгим прениям.

*Психология бенефициара холдинга: дилемма «Репутация vs денежный поток»*

В условиях российского капитализма последних лет решение о дефолте принимается не бухгалтерским калькулятором, а исходя из оценки личных рисков и горизонтов планирования конкретного лица – бенефициара холдинга. Здесь стоит отметить основные 4 психологических соображения.

1. *Рациональный цинизм*: «репутация – это актив с падающей доходностью». Для бенефициара репутация на публичном долговом рынке, как правило, имеет ценность только до тех пор, пока стоимость заимствований через облигации ниже, чем стоимость банковского кредита или собственных средств. При ключевой ставке выше 13% публичный рынок для компаний с низким рейтингом требует купонов свыше 18–20%. Бенефициар понимает: «Я не смогу дешево занять здесь в ближайшие 3 года, даже если сейчас героически заплачу всем по 1000 рублей». Если вход на рынок капитала заблокирован макроэкономикой, то «сжигать» кэш ради сохранения репутации становится иррациональным. Дефолт в такой логике – это не провал, а хеджирование убытков за счет инвесторов.

2. *Стратегия «Осажденной крепости»*. В периоды турбулентности (санкции, волатильность, неопределенность) владельцы крупных промышленных активов склонны к консолидации ресурсов внутри «периметра безопасности». Бенефициар видит в облигационерах «чужаков», которые претендуют на ликвидность, необходимую для выживания основного актива. Психологически он оправдывает дефолт как спасение завода и рабочих мест: «Лучше я «кину» анонимных инвесторов с Мосбиржи, чем допущу остановку производства труб для стратегических проектов».

3. *Эффект «безнаказанности толпы»*. Если в 2025–2028 гг. будет целый ряд (если не сказать «плеяда» компаний), допустивших дефолт (а на фоне высоких ставок это уже не такое редкое явление), психологическое давление на бенефициара снижается. Логика правдоподобных оправданий будет примерно следующей: «Все падают, и я упал. Это системный кризис, ко мне претензий быть не может». В условиях массовых реструктуризаций внимание регуляторов (ЦБ) и правоохранительных органов рассеивается, что позволяет реализовать экспроприацию прав миноритариев без широкой огласки.

4. *Деньги против свободы*. Единственный барьер, который останавливает бенефициара от жесткого сценария – это риск личной ответственности (субсидиарной или уголовной). Если юристы холдинга подготовили «бумажный щит» (правильно оформленные протоколы ОСВО, заключения о рыночности цен внутри группы), бенефициар чувствует себя в безопасности. В этой ситуации выбор между «осуществить выплату по погашению облигаций физикам» и «оставить средства себе, повоевав в судах 5 лет» будет делаться в пользу второго.

#### *Заключение*

Данное исследование демонстрирует глубокую институциональную уязвимость российского долгового рынка в периоды экстремальной волатильности и высоких процентных ставок.

Во-первых, выявлено, что в рамках вертикально-интегрированных холдингов кредитный риск смещается с операционной эффективности предприятия на этику корпоративного управления. Механизмы трансфертного ценообразования и внутригруппового «туннелирования» ликвидности позволяют мажоритарному акционеру искусственно формировать центр убытков в дочерней структуре, аккумулируя маржинальность на верхних уровнях холдинга. В такой парадигме дефолт перестает быть следствием рыночной несостоятельности, превращаясь в инструмент стратегической оптимизации долговой нагрузки за счет внешних кредиторов.

Во-вторых, работа подчеркивает критическую асимметрию прав. Миноритарные облигационеры, лишённые залогового обеспечения и прямого контроля над операционной деятельностью эмитента, оказываются в ситуации «коллективной беспомощности». Существующие механизмы защиты, такие как ОСВО и ПВО, в условиях агрессивного поглощения выпуска аффилированными лицами, зачастую трансформируются в инструменты легитимизации кабальных условий реструктуризации. Это подтверждает гипотезу о том, что в российской юрисдикции формальное соблюдение процедур доминирует над принципом справедливости в отношении прав инвесторов.

В-третьих, текущий макроэкономический фон 2025–2026 гг. выступает мощным катализатором дефолтных стратегий. Для бенефициара ценность «репутационного капитала» на публичном рынке нивелируется фактической невозможностью рефинансирования. В ситуации, когда доступ к дешевому капиталу закрыт, рациональный выбор мажоритария смещается от поддержания инвестиционной привлекательности к удержанию ликвидности внутри периметра группы.

Обобщая вышесказанное, инвестирование в долговые инструменты компаний с низким уровнем транспарентности и высокой долговой нагрузкой по своей сути должно классифицироваться не как оценка кредитных метрик, а как спекулятивное пари на политико-правовой риск. Финансовый успех стратегии покупки дисконтированного долга зависит исключительно от внешних факторов – вмешательства государственных регуляторов или опасения бенефициара перед субсидиарной ответственностью. Без институциональных реформ, направленных на защиту прав миноритариев при внутригрупповых сделках, рынок публичного долга РФ рискует столкнуться с затяжным кризисом доверия со стороны частных инвесторов.

### ***Список литературы***

1. Илькевич С.В. Эвристическая модель «эффективного интерпретатора» в портфельных инвестициях в высокотехнологичные компании / С.В. Илькевич // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2022. – Т. 13. №2. – С. 116–128. DOI 10.17747/2618-947X-2022-2-116-128. EDN EKOTAS

2. Илькевич С.В. Поведенческие и когнитивные факторы формирования эвристической модели эффективного интерпретатора при инвестировании в высокотехнологичные компании / С.В. Илькевич // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2023. – Т. 14. №2. – С. 198–212. DOI 10.17747/2618-947X-2023-2-198-212. EDN QFCIZI

3. Allouch N. Strategic Default in Financial Networks / N. Allouch, M. Jalloul // Games and Economic Behavior. – 2023. – Vol. 142. – P. 941–954. DOI 10.1016/j.geb.2023.10.001. EDN APQSHV

4. Brown M. Social Norms and Strategic Default / M. Brown, J. Schmitz, C. Zehnder. – University of St. Gallen, School of Finance Research Paper No. 2016/08, June 2017. – URL: <https://ssrn.com/abstract=2743278> (дата обращения: 30.03.2026).

5. Jensen M.C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure / M.C. Jensen, W.H. Meckling // Economics Social Institutions / ed. by K. Brunner. – Dordrecht: Springer, 1979. – Vol. 1.

6. Nguyen H.M. Ethics or economics: what drives strategic default? / H.M. Nguyen, J.C. Statnik, M. Troege // Applied Economics. – 2026. – P. 1–19.

7. Valta P. Strategic Default, Debt Structure, and Stock Returns / P. Valta // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2016. – Vol. 51. No. 1. – P. 197–229.

---

***Илькевич Сергей Викторович*** – канд. экон. наук, доцент кафедры стратегического и инновационного развития, ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия.

---