

Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет  
Высшая школа менеджмента

**АКЦИОНЕРНЫЙ АКТИВИЗМ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
КОМПАНИИ**

Выпускная квалификационная работа  
студента 4 курса бакалаврской программы,  
профиль – Финансовый менеджмент  
**ВЕДЕНЕЕВА Никиты Викторовича**

---

*(подпись)*

Научный руководитель  
к. ф.- м. н., доцент  
**БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна**

---

*(подпись)*

Санкт-Петербург  
2018

## **ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ**

Я, Веденеев Никита Викторович, студент 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Акционерный активизм и результативность деятельности компании», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки. Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_ (Подпись студента)

\_\_\_\_\_ (Дата)

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение .....	4
Глава 1. Хедж-фонды .....	7
1.1. История зарождения и развития хедж-фондов .....	7
1.2. Хедж-фонды сегодня .....	9
1.3. Понятие хедж-фонда .....	10
1.4. Структура хедж-фонда .....	12
1.5. Инвесторы хедж-фондов .....	14
1.6. Инвестиционные стратегии хедж-фондов .....	15
1.7. Сравнение хедж-фондов с другими институциональными инвесторами .....	18
1.7.1. Хедж-фонды и традиционные институциональные инвесторы .....	18
1.7.2. Хедж-фонды и фонды прямых инвестиций .....	20
Глава 2. Акционерный активизм и результативность деятельности компании .....	22
2.1. Акционерный активизм хедж-фондов в США .....	22
2.2. Акционерный активизм хедж-фондов в Европе .....	34
2.2.1. Акционерный активизм хедж-фондов в Германии .....	34
2.2.2. Акционерный активизм хедж-фондов в европейских странах .....	37
2.3. Акционерный активизм РЕ-фондов .....	43
2.4. Подходы к измерению результативности компании .....	48
2.5. Финансовые показатели результативности компании .....	49
2.5.1. Бухгалтерские показатели результативности деятельности компании .....	50
2.5.2. Рыночные показатели результативности деятельности компании .....	53
Глава 3. Эмпирическое исследование .....	57
3.1. Формулировка гипотез исследования .....	57
3.2. Методология исследования .....	58
3.2.2. Формирование выборки и описательная статистика переменных .....	60
3.3. Результаты эконометрического анализа .....	66
3.4. Анализ полученных результатов .....	69
Заключение .....	73
Список использованной литературы .....	76
Приложения .....	86

## **ВВЕДЕНИЕ**

Инвесторы используют широкий спектр инвестиционных стратегий для максимизации доходности своих вложений. Одной из таких стратегий является стратегия акционерного активизма. Под акционерным активизмом понимают стратегию инвестора, приобретающего долю в компании и впоследствии предпринимающего различные действия, способных повлиять на ее деятельность. К таким действиям можно отнести: продвижение предложений по замене CEO и/или CFO компании, настаивание на выплате повышенных дивидендов, сопротивление определенным сделкам слияния или поглощения. Возможности реализации подобных действий возникают за счет прав, которыми наделяет инвестора та или иная доля в компании. Как правило, мотивом к реализации стратегии акционерного активизма служит недовольство инвестора по отношению к тому, как осуществляется управление в компании и какие решения принимает менеджмент компании. В результате, инвестор начинает активно вовлекаться в деятельность компании и проводить изменения, которые, на его взгляд, могут принести компании ценность.

Существуют большой ряд исследований, посвященных различным сторонам акционерного активизма институциональных инвесторов. Считается, что крупные инвесторы, такие как взаимные фонды, пенсионные фонды, хедж-фонды, фонды прямых инвестиций (private equity фонды), имеют больше финансовых ресурсов для осуществления стратегии акционерного активизма в сравнении с другими инвесторами. В связи с этим, исследователей интересует, каким образом институциональные инвесторы могут реализовывать стратегию акционерного активизма и какие выгоды такая стратегия может приносить.

Одним из наиболее популярных объектов исследования акционерного активизма являются хедж-фонды. Хедж-фонд представляет собой закрытый пул активов инвесторов, который управляется профессиональными менеджерами, чье вознаграждение зависит от доходности фонда. Хедж-фонды реализуют большое число различных инвестиционных стратегий для обеспечения максимизации доходности инвестиций. Одной из стратегий, которую хедж-фонды используют на протяжении последнего десятилетия, является акционерный активизм.

Вполне закономерно возникает ряд вопросов: способствует ли использование стратегии акционерного активизма со стороны хедж-фондов улучшению деятельности компаний, в которые они инвестируют? Существует ли взаимосвязь между стратегией

акционерного активизма и результативностью деятельности компании, в которую хедж-фонд инвестирует? Изучению этих вопросов посвящен целый ряд исследований, проведенных на американском рынке. Начиная с 2000-х годов наблюдается рост инвестиций хедж-фондов в европейские компании, который происходит на фоне снятия ограничений, распространявшихся на институциональных инвесторов и изменений в области корпоративной модели европейских стран. В результате, появляются исследования, посвященные акционерному активизму хедж-фондов в европейских странах, которые также пытаются выяснить, способствует ли акционерный активизм хедж-фондов улучшению результативности компаний, в которые фонды инвестируют.

Таким образом, **целью** данного исследования является определение наличия взаимосвязи результативности компаний, ставших объектами инвестиций хедж-фондов, и стратегии акционерного активизма.

Для достижения поставленной цели были поставлены следующие **задачи**:

1. Проанализировать и представить обзор современных исследований о деятельности хедж-фондов и их отличий от других институциональных инвесторов;
2. Ввести понятие акционерного активизма и охарактеризовать его особенности как стратегии хедж-фондов;
3. Определить понятие результативности компании и классифицировать подходы к ее измерению;
4. Провести эмпирическое исследование по анализу взаимосвязи результативности компаний, ставших объектами инвестиций хедж-фондов, и стратегии акционерного активизма;
5. Проанализировать результаты, полученные в ходе эмпирического исследования, и сделать выводы по работе.

Объектами исследования являются хедж-фонды и публичные немецкие компании, в которых фонды приобретали долю. Работа состоит из трех глав. Первая глава посвящена изучению хедж-фонда как институционального инвестора. В ней вводится определение хедж-фонда, рассматривается типичная структура хедж-фонда: правовая форма, система вознаграждения менеджеров фонда, механизмы управления средствами инвесторов. Кроме того, в главе представлены основные сходства и различия хедж-фондов с другими институциональными инвесторами, в частности, РЕ-фондами. Вторая глава посвящена

определению понятий акционерного активизма. В главе рассматриваются основные подходы к определению понятия акционерного активизма хедж-фондов и PE-фондов на американском и европейском рынках. Кроме того, в этой главе рассмотрен вопрос, связанный с результативностью деятельности компании и представлен обзор показателей, используемых для измерения результативности компаний. Третья глава посвящена эмпирическому исследованию наличия взаимосвязи результативности компаний, ставших объектами инвестиций хедж-фондов, и стратегии акционерного активизма. В главе описываются все шаги эмпирического исследования: формулировка гипотез, методология, результаты эконометрического анализа, анализ полученных результатов и выводы, а также практические рекомендации.

Эмпирическая часть исследования проведена на основе выборки, включающей в себя 145 сделок между хедж-фондами и немецкими компаниями, которые проводились в период с 2003 по 2016 гг. Данные о финансовых показателях компаний, а также данные, необходимые для идентификации случаев акционерного активизма, были получены из следующих источников:

- база данных Thomson Reuters Eikon;
- база данных ZEPHYR Bureau van Dijk;
- годовые отчеты компаний;
- официальные сайты компаний.

Кроме того, в ходе выполнения выпускной квалификационной работы были использованы статьи и публикации в периодических журналах и изданиях, представленных в базах данных EBSCO, Wiley, Elsevier, Emerald Insight, JSTOR, ProQuest, Web of Science.

Основные выводы и результаты данного исследования расширяют ограниченный ряд исследований, посвященных акционерному активизму хедж-фондов на европейском рынке. Результаты могут быть полезны хедж-фондам, инвесторам и компаниям, которые являются объектами инвестирования хедж-фондов.

# ГЛАВА 1. ХЕДЖ-ФОНДЫ

## 1.1. История зарождения и развития хедж-фондов

Считается, что первый хедж-фонд был создан в США Альфредом Уинслоу Джонсом в 1949 году. Тем не менее, исследователи нашли более ранние упоминания о деятельности хедж-фондов. На данный момент первое упоминание о хедж-фонде датируется 1930 годом.

В декабре 1930 года компания Karsten Statistical Laboratory создала небольшой хедж-фонд. Чтобы понять причину создания подобного фонда, необходимо рассказать немного об учредителе Karsten Statistical Laboratory. Карл Карстен был американским научным исследователем, чьи области интересов лежали в статистике, а не в финансах. Позднее он обратил свой взор на рынок ценных бумаг, на котором собрался тестировать свои статистические теории. Для этого он учредил компанию Karsten Statistical Laboratory, которая занималась разработкой так называемых «барометров» (barometers) – прогнозов состояния бизнес-индикаторов. К таким барометрам относились прогнозы объемов торгов, процентных ставок, цен, отраслевых индексов, акций различных компаний. На базе Karsten Statistical Laboratory Карстен со своими коллегами учредил первый хедж-фонд, который использовал барометры для реализации инвестиционных стратегий. Основным принципом деятельности своего фонда Карстен сформулировал в своей книге *Scientific Forecasting*: покупать акции, которые по прогнозам будут опережать рынок, и занимать встречную позицию по акциям всего рынка. По сути, он сформулировал принцип хеджирования.

Карстен не был заинтересован в получении прибыли и использовал свой хедж-фонд только для того, чтобы иллюстрировать обоснованность своих теорий. Нет никаких данных о том, как долго фонд функционировал и был ли он успешен на протяжении своей деятельности.

В 1949 году Альфред Уинслоу Джонс, доктор социологических наук, создал хедж-фонд, ориентированный на получение прибыли. Фонд был учрежден в форме полного товарищества. Появлению фонда предшествовало написание Джонсом статьи о технических методах рыночного анализа и трендах в инвестиционном и рыночном прогнозировании. Убежденный в том, что он сможет реализовать более успешную инвестиционную модель по сравнению с моделями других инвесторов, Джонс привлек 100 тыс. долларов, 40 тыс. из которых были его собственными. Модель Джонса строилась на двух допущениях. Во-первых, Джонс был убежден, что он мог лучше других выбирать акции, которые обыгрывали рынок и которые проигрывали рынку. Во-вторых, он был уверен, что не мог точно предсказывать будущее

движение рынка. Это позволяло ему получать небольшую прибыль, сокращая рыночный риск. Чтобы увеличить прибыль по своему портфелю, Джонс использовал леверидж, то есть, занимая короткую позицию по одним акциям, он использовал полученные средства на покупку других акций. Леверидж и короткие позиции были известны и ранее, но Джонс был одним из первых, кто начал применять эти инструменты одновременно.

В 1950-ые и 1960-ые гг. модель Джонса прекрасно работала, обгоняя рынок на протяжении нескольких лет. Несмотря на хорошую доходность, Джонс посчитал, что разучился правильно выбирать ценные бумаги для инвестирования. Таким образом, он оставил свою позицию генерального партнера и нанял в 1954 году Дика Рэдклиффа для управления фондом. Позже Джонс нанял и других менеджеров по управлению инвестициями, наделив их автономией в принятии инвестиционных решений.

До 1966 года хедж-фонд Джонса функционировал практически в безызвестности, пока не вышла статья Карол Лумис, в которой автор показала, что доходность фонда Джонса на протяжении многих лет превышала доходность взаимных фондов. После выхода этой статьи интерес к хедж-фондам резко возрос.

Неизвестно, сколько хедж-фондов было создано в 1950-ые годы после появления фонда Джонса. Согласно опросу, проведенному Комиссией по ценным бумагам США в 1968 году, на территории США функционировало около 140 хедж-фондов, большинство из которых было сформировано в этот год. Из хедж-фонда Джонса вышли в последствие ставшие известными управляющие хедж-фондов, такие как Карл Джонс, учредивший City Associates в 1964 году, и Дик Рэдклифф, создавший с Бартоном Биггсом Fairfield Partners в 1965 году. В тот же период несколько людей независимо начали создавать свои хедж-фонды, как, например, Уорен Баффет (Buffet Partnership), Уолтер Шлосс (WJS Partners) и Джордж Сорос (Quantum Fund).

Многие хедж-фонды, созданные в 1950-е и 1960-е годы, пытались повторить успех фонда Джонса, инвестируя в ценные бумаги, несмотря на отсутствие опыта. Однако рост цен на рынке 1960-ых годов сделал стратегию «шорт» (брать ценную бумагу в долг, продать ее и ждать падение ее цены, чтобы потом приобрести ее и отдать долг), за счет которой хедж-фонд Джонса приносил высокую доходность, неприбыльной. Наиболее прибыльной стала обычная стратегия покупки ценных бумаг, финансируемая займом. Многие хедж-фонды таким образом отказались от изначальной стратегии, используемой Джонсом.



Хедж-фонды понесли значительные убытки в 1969-1970 гг., когда на рынке начали падать цены. Ситуация ухудшилась с приходом рецессии в 1973-1974 гг. Объемы торгов сократились и многие хедж-фонды были ликвидированы. Лишь наиболее опытные хедж-фонды сумели пережить этот период, специализируясь на одной инвестиционной стратегии.

В середине 1980-ых на американском рынке функционировало около 68 хедж-фондов согласно оценкам Tremont Partners. Большинство из них представляли собой командитные товарищества, устанавливавшие высокие минимальные требования к инвестициям своих вкладчиков. Таким образом, доступ к таким фондам был только у лиц, обладающих значительными доходами (high net worth individuals). Рост хедж-фондов был обусловлен высокой доходностью, которую они генерировали на волатильном рынке того периода. Одним из ярких примеров хедж-фондов 1980-ых годов является хедж-фонд Tiger Fund Джулиана Робертсона. Инвестиционный подход этого хедж-фонда сильно отличался от концепции, предложенной Джонсом. Изначально Робертсон работал с акциями, однако быстро перешел к использованию и других инвестиционных стратегий. В частности, Tiger Fund использовал так называемую стратегию «global macro», которая подразумевает выбор ценных бумаг для инвестирования на основе макроэкономического анализа. Кроме того, хедж-фонд Робертсона часто использовал производные ценные бумаги, например, фьючерсы и опционы, которые не существовали, когда Джонс основал свой фонд. К концу 1980-ых хедж-фонды, использовавшие стратегию «global macro», превратились в крупных игроков на финансовых рынках и привлекли широкое внимание СМИ в результате значительных доходов, которые они генерировали [Lhabitant, 2006].

## **1.2. Хедж-фонды сегодня**

Хедж-фонд Альфреда Уинслоу Джонса активно использовал хеджирование, полностью оправдывая термин «хедж-фонд», которым он характеризовался. Тем не менее, с 1950-ых годов финансовые институты и рынки начали серьезно меняться. Появились новые финансовые инструменты, такие как производные финансовые инструменты. Развитие технологий, в особенности, информационных, существенно изменило инвестиционные подходы. Портфельные менеджеры сейчас активно используют модели ценообразования активов, оптимизационные программы и другие математические инструменты при осуществлении инвестиций. Меняющаяся среда также повлияла и на хедж-фонды [Lhabitant, 2006].

На 2016 год в управлении хедж-фондов находилось около 3,2 трлн. долларов [Precin Global Hedge Fund Report, 2017], в то время как в 1998 году эта сумма составляла около 200 млрд. долларов [Dixon et al., 2012].

Отрасль хедж-фондов сильно консолидирована. В 2008 году 100 крупнейших хедж-фондов (около 1,5% от всех хедж-фондов) контролировали около 74% активов. Американский рынок характеризуется наиболее сильным присутствием хедж-фондов. Согласно исследованиям TheCityUK в 2002 году доля активов, управляемых американскими хедж-фондами, составила 83%. Тем не менее, к 2012 году эта доля сократилась до 70%. Такая динамика объясняется развитием деятельности хедж-фондов на европейском рынке. В 2012 году в хедж-фонды было инвестировано 163,7 млрд. долларов европейского капитала, что существенно выше по сравнению с 1,9 млрд. долларов в 2000 году. Европейские хедж-фонды управляли 20% этих активов, что в два раза выше, чем 10 лет назад [Dixon et al., 2012].

[Lhabitant, 2006] отмечает, что современные хедж-фонды отличаются несколькими характеристиками. Хедж-фонды имеют конкурентное преимущество над большинством инвесторов — они собирают информацию быстрее, имеют более дешевый доступ к финансовым рынкам и нанимают лучших аналитиков. Управляющие хедж-фондов считают, что рынки неправильно оценивают активы, то есть верят в гипотезу неэффективности рынков. Таким образом, они реализуют инвестиционные стратегии, которые используют преимущества, возникающие в результате неэффективности рынков. Кроме того, для достижения высокой доходности хедж-фонды используют широкий спектр инвестиционных стратегий. В частности, они могут комбинировать короткие и длинные позиции, давать займы и брать в долг, инвестировать в неликвидные активы и держать некотирующиеся ценные бумаги в своих портфелях.

### **1.3. Понятие хедж-фонда**

Существует множество исследований, посвященных хедж-фондам и их деятельности, однако исследователи не сошлись на едином определении хедж-фонда. К примеру, одно из определений, представленное Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) в 2003 году, трактует хедж-фонд как частный фонд, управляемый профессиональной инвестиционной компанией или управляющим, который применяет различные инвестиционные стратегии. Вместе с этим определением SEC предложила еще 13 вариантов, ни один из которых полностью не может отразить всю специфику деятельности хедж-фонда.

В статьях [Partnoy, Thomas, 2006; Brav et al., 2008] авторы отмечают, что не существует единственно признанного определения хедж-фонда. Термин «хедж-фонд» не закреплен на законодательном уровне. Авторы, тем не менее, выделяют 4 характеристики, которые обычно используются для идентификации хедж-фондов среди других инвесторов:

1. хедж-фонды представляют собой закрытый пул активов инвесторов;
2. хедж-фонды управляются профессиональными инвестиционными менеджерами, чье вознаграждение зависит от доходности фонда, и отличаются наличием значительных инвестиций;
3. хедж-фонды не доступны широкому кругу лиц;
4. хедж-фонды функционируют вне законодательных ограничений, действующих на фондовом рынке.

Однако подобные характеристики присущи и другому типу институциональных инвесторов – фондам частных капиталовложений или private equity фондам (PE-фондам). В статье [Bratton, 2007] отмечается, что различие между хедж-фондами и PE-фондами заключается в особенностях их инвестиций. PE-фонды, как правило, инвестируют большие суммы в небольшое число частных компаний. В свою очередь, хедж-фонды играют на фондовых рынках и инвестируют свои средства в публичные компании. Однако граница между этими двумя видами институциональных инвесторов в последнее время стирается: можно найти немало примеров инвестиций PE-фондов в публичные компании.

В статье [Klein, Zur, 2011] авторы определяют хедж-фонд как финансовый институт, который относительно свободен от законодательного регулирования из-за ограниченного числа допускаемых инвесторов и требований, которые разрешают участвовать в фонде только опытным инвесторам со значительными доходами.

В статье [Dixon et al., 2012] приводится еще одно определение хедж-фонда, представленное Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Согласно этому определению хедж-фондом является любой частный фонд, который может:

- платить своим инвестиционным консультантам премии, при исчислении которых берутся в расчет нереализованные доходы;
- брать кредиты в размере большем, чем половина величины чистых активов фонда, или иметь валовую подверженность к риску, в два раза превышающую величину его чистых активов;

- играть на понижение или проводить подобные транзакции не только с целью хеджирования валютных рисков.

#### 1.4. Структура хедж-фонда

Как правило, типичный хедж-фонд организуется в форме коммандитного товарищества (limited partnership) [Aragon, 2007; Dixon et al., 2012]. В такой структуре присутствуют так называемые генеральный партнер (general partner) и партнеры-вкладчики (limited partners), между которыми заключается соглашение о коммандитном товариществе (limited partnership agreement). Генеральный партнер, являющийся управляющим фонда, может являться как частным лицом, так и компанией. Генеральный партнер, как и партнеры-вкладчики, инвестирует свои средства и управляет активами фонда. Он несет неограниченную ответственность по операциям фонда. Для снижения риска в таком случае в роли генерального партнера часто выступает компания с ограниченной ответственностью (limited liability company). За управление активами фонда генеральный партнер получает комиссионные за управление (management fee), а также вознаграждение по результатам работы (incentive fee или performance fee). Ежегодные комиссионные за управление обычно составляют 1-2% от величины активов, находящихся в управлении фонда, и, как правило, используются для покрытия операционных расходов фонда. Вознаграждение по результатам работы выплачивается в виде 20% от ежегодной прибыли фонда, что стимулирует управляющего фонда генерировать высокую доходность, поскольку его вознаграждение напрямую зависит от доходов с инвестиций фонда. Партнеры-вкладчики вкладывают свои деньги в фонд с целью получения прибыли, практически не имеют власти в принятии решений фонда и их риск сводится только к той сумме, которую они инвестировали в фонд.

В соглашении о коммандитном товариществе, помимо структуры вознаграждения менеджеров фонда, прописываются такие понятия, как пороговая ставка (hurdle rate) или «уровень полной воды» (high water mark). Пороговая ставка представляет собой минимальную ставку доходности инвестиций фонда, по достижению которой управляющие фонда могут получить вознаграждение по результатам работы. Если доходность инвестиций оказывается меньше установленной пороговой ставки, управляющим фонда не выплачивается вознаграждение по результатам работы.

High water mark работает следующим образом: если ценность инвестиций фонда снижается за период, по результатам которого производится расчет вознаграждения

управляющих фондом, то вознаграждение по результатам работы выплачивается только в том случае, если текущая ценность превысила максимальную величину ценности инвестиций, которую достиг фонд в один из прошлых периодов. К примеру, в текущем периоде ценность инвестиций фонда составила 30 млн. долларов. За предыдущие периоды фонду удалось достичь максимальной ценности инвестиций в размере 60 млн. долларов за период. Таким образом, high water mark в текущем периоде составляет 60 млн. долларов, следовательно, вознаграждение по результатам работы выплачиваться не будет, поскольку ценность инвестиций фонда ниже high water mark.

Рассмотрим, как на практике организован хедж-фонд известного американского финансиста Билла Акмана Pershing Square. В 2003 году Бил Акман основал хедж-фонд Pershing Square Capital Management, инвестировав собственные средства и средства своего бизнес-партнера в размере 54 млн. долларов. С 2004 по 2011 год хедж-фонд ежегодно достигал более высокой доходности, чем американский индекс S&P 500 [Pershing Square Annual Report, 2017]. Pershing Square Capital Management организован в форме командитного товарищества, генеральным партнером выступает Билл Акман. Партнерами-вкладчиками являются в основном институциональные инвесторы, такие как взаимные фонды Forsta AP Fonden, British Empire Trust и Old Mutual Global Investors.<sup>1</sup> Хедж-фонд получает комиссионные за управление в размере 1.5% от всех активов. В соглашении о командитном товариществе установлена пороговая ставка и вознаграждение по результатам работы: хедж-фонд получает 30% от ежегодной прибыли фонда в качестве вознаграждения по результатам работы, если ежегодная доходность превышает 5%. Если доходность становится ниже 5%, то хедж-фонд не взимает вознаграждение по результатам работы [Delevingne, 2016].

Кроме того, стоит также отметить важные компоненты соглашения между партнерами-вкладчиками и генеральным партнером [Lhabitant, 2006]:

- Условия подписки (terms of subscription) устанавливают, в какие даты инвесторы могут инвестировать в хедж-фонд. Если инвестор хочет инвестировать в фонд в дату, не установленную условиями подписки, он не сможет этого сделать.
- Минимальный период, в течение которого инвестору не разрешается изымать инвестированные средства в хедж-фонд (lock-up period). Как правило, такой период

---

<sup>1</sup> Pershing Square Holdings Ltd [Электронный ресурс] // CNN Money. — Режим доступа: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>

составляет от 6 месяцев до 1 года. Однако, иногда lock-up period может быть и дольше 1 года. К примеру, известный хедж-фонд Long Term Capital Management устанавливал 3-летний lock-up period, пока не был закрыт в 1998 году.

- Условия изъятия (terms of redemption) устанавливаются, в какие даты и при каких условиях инвесторы могут изъять свои средства, вложенные в хедж-фонд. Как правило, инвесторам разрешается изымать свои средства в конце каждого квартала, но бывают и исключения, в особенности, для вкладчиков хедж-фондов, которые инвестируют в неликвидные ценные бумаги. Некоторые хедж-фонды могут налагать штрафы, если инвестор изымает свои средства раньше срока. Кроме того, хедж-фонды обычно требуют, чтобы инвестор, который хочет забрать свою долю средств из фонда, уведомил фонд заранее (за 30-90 дней до предполагаемой даты изъятия).

### **1.5. Инвесторы хедж-фондов**

Традиционными инвесторами хедж-фондов являлись физические лица, обладающие крупным капиталом (high net worth individuals). Такие инвесторы, вкладывая в хедж-фонды, стремились защитить свой капитал и получить приемлемую доходность. Преобладание инвесторов с крупным капиталом в хедж-фондах обусловлено следующими факторами [Lhabitant, 2006]:

- Организационная структура хедж-фонда в форме коммандитного товарищества накладывает ограничения на число партнеров-вкладчиков. Небольшое число партнеров подразумевает высокий уровень первоначальных вложений инвесторов в фонд, который обычно составляет свыше 1 млн. долларов.
- Сложность применяемых хедж-фондами инвестиционных стратегий и недостаток понимания таких стратегий у менее крупных инвесторов.
- Доступ к хедж-фондам ограничен. Только опытные или «аккредитованные» инвесторы могут инвестировать в такие фонды.

Со временем круг инвесторов, вкладывающих деньги в хедж-фонды, расширился и стал включать институциональных инвесторов: пенсионные фонды, эндаумент фонды, банки и страховые компании. Такие игроки сейчас являются основными крупными инвесторами хедж-фондов, обладающими значительной долей активов, которые значительно превосходят соответствующие вложения отдельных физических лиц.

Согласно [Dixon et al., 2012] около 75-80% средств, поступавших в хедж-фонды за последние несколько лет, являлись инвестициями институциональных инвесторов. По оценкам Preqin в 2011 году активы, находящиеся под управлением хедж-фондов, на 61% состояли из средств институциональных инвесторов, в то время как в 2008 году эта величина равнялась 44%.

## **1.6. Инвестиционные стратегии хедж-фондов**

Хедж-фонды используют множество инвестиционных стратегий в своей деятельности, фокусируясь как на одной, так и комбинируя несколько стратегий. Ниже представлены одни из самых популярных стратегий хедж-фондов [McCrary, Stuart, 2004; Ong, 2006; Lhabitant, 2006; Stowell, 2012].

### **Парный трейдинг (Long/Short equity)**

Стратегия парного трейдинга подразумевает комбинирование длинных и коротких позиций по ценным бумагам, что приводит к сокращению рыночного риска портфеля. Инвестор при использовании такой стратегии покупает акции, которые должны вырасти в цене, и осуществляет короткую продажу тех акций, чьи котировки должны снизиться.

Стратегия парного трейдинга лежала в основе бизнес-модели первого хедж-фонда, созданного Альфредом Джонсом в 1949 году. Его фонд, как правило, инвестировал больше средств в акции, которые должны были вырасти в цене, и меньше средств — в акции, чей курс должен был упасть. На сегодняшний день эта инвестиционная стратегия является одной из самых популярных стратегий хедж-фондов. При реализации стратегии long/short equity менеджеры фондов используют фундаментальный анализ компаний, в чьи акции они собираются инвестировать.

### **Рыночно-нейтральная стратегия (Market neutral)**

При использовании стратегии парного трейдинга часть портфеля инвестора остается незахеджированной, что создает частичную подверженность портфеля рыночному риску. Когда инвестор реализует рыночно-нейтральную стратегию, то его длинные и короткие позиции имеют одинаковую рыночную ценность, что снижает риск портфеля по сравнению со стратегией парного трейдинга. Таким образом, при реализации рыночно-нейтральной стратегии уделяется больше внимания созданию портфеля и балансировке длинных и коротких

позиций так, чтобы доходность портфеля зависела только от выбора инвестором ценных бумаг, а не от рыночных условий.

Одним из первых хедж-фондов, который стал использовать рыночно-нейтральную стратегию, являлся хедж-фонд Elliott Associates, созданный Полом Сингером в 1977 году. Изначально в фонд было инвестировано 1.3 млн. долларов. В первые годы своего существования Elliott Associates использовал исключительно рыночно-нейтральную стратегию при инвестировании своих средств. Однако после кризиса 1987 года и рецессии начала 1990-ых гг. фонд начал комбинировать различные инвестиционные стратегии, включая и рыночно-нейтральную. На сегодняшний момент хедж-фонд Сингера управляет активами в размере около 9 млрд. долларов и является одним из крупнейших фондов в отрасли [Copeland, 2014].

### **Риск-арбитраж (Merger arbitrage)**

Впервые стратегия риск-арбитража была использована в 1940-ых гг. Густавом Леви, работником Goldman Sachs. Его стратегия была относительно простой, но прибыльной: он инвестировал в компании, которые становились объектами слияний и поглощений, сразу после объявления о сделках, и получал прибыль на основе спреда между ценой компании-мишени после объявления о сделке и ее ценой после закрытия сделки. Поскольку большинство сделок слияний и поглощений закрывались в течение года, Леви смог получать высокую годовую доходность от такой стратегии.

На протяжении последних 70-ти лет стратегия риск-арбитража не претерпела изменений. Стартовой точкой служит объявление о слиянии или поглощении конкретной компании. Компания-поглотитель, как правило, делает предложение акционерам компании-мишени выкупить ее акции по цене, выше рыночной. Сразу же после объявления о сделке инвестор, реализующий стратегию риск-арбитража, начинает собирать и анализировать информацию о сторонах сделки. Если на основе этой информации он делает вывод, что цена компании-мишени после сделки вырастет, то он купит акции этой компании после объявления о сделке и продаст их после закрытия сделки, получив прибыль на основе спреда между ценами. Если инвестор считает, что цена компании упадет в результате осуществления или отмены сделки, он может открыть короткую позицию по акциям компании-мишени сразу после объявления о сделке. В этом случае инвестор занимает у брокера акции компании-мишени и сразу же продает их после объявления о сделке. Когда акции компании-мишени



падают в цене, инвестор приобретает акции по более низкой цене и возвращает их брокеру, получив прибыль от такой операции.

Paulson & Co. является хедж-фондом, который специализируется на стратегии риск-арбитража. Фонд был учрежден Джоном Полсоном в 1994 году. По мнению многих участников рынка, Paulson & Co. является одним из лидирующих хедж-фондов, использующих стратегию риск-арбитража. Примером успешной реализации стратегии риск-арбитража хедж-фондом Paulson & Co можно считать сделку по приобретению испанской энергетической компании Endesa. Фонд купил акции Endesa сразу после предложения энергетической компании Gas Natural приобрести Endesa за 21 евро за акцию. После этого компания E.On предложила 27 евро за акцию. В итоге, Endesa была куплена компаниями Acciona и Enel за 40.16 евро за акцию, что принесло большую прибыль хедж-фонду Полсона [Avery, 2006].

### **Конвертируемый арбитраж (Convertible arbitrage)**

Стратегия конвертируемого арбитража подразумевает использование конвертируемых ценных бумаг, в частности, конвертируемых облигаций. Владелец конвертируемых облигаций имеет возможность конвертировать их в определенное количество акций компании, выпустившей такие облигации. Как правило, конвертируемые ценные бумаги котируются по цене, ниже справедливой, что создает возможности для осуществления арбитража хедж-фондами. Наиболее простой вариант стратегии конвертируемого арбитража осуществляется следующим образом: хедж-фонд покупает недооцененные конвертируемые ценные бумаги и открывает короткие позиции по акциям эмитента конвертируемых бумаг. Если цена акций компании падает, то хедж-фонд получит прибыль со своей короткой позиции. Если же цена акций возрастает, хедж-фонд может конвертировать купленные облигации в акции и продать их по рыночной цене, получив таким образом прибыль и покрыв убыток по короткой позиции.

Компания Palmer Square Capital Management, учрежденная в 2009 году, использует стратегию конвертируемого арбитража при инвестировании своих средств. Для этого компания создала хедж-фонд Palmer Square SSI Alternative Income Fund, который фокусируется именно на такой стратегии. В фонд было инвестировано около 160 млн. долларов.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Palmer Square Capital Management Announces Launch of its Latest Mutual Fund in the Alternative Investment Space [Электронный ресурс] // PR Newswire. — Режим доступа: <https://www.prnewswire.com/news-releases/palmer-square-capital-management-announces-launch-of-its-latest-mutual-fund-in-the-alternative-investment-space-155320625.html>

## **Стратегия global macro**

Некоторые хедж-фонды анализируют, как макроэкономические тренды влияют на процентные ставки, курсы валют, товары и ценные бумаги по всему миру, и открывают длинные и короткие позиции по тем видам активов, в которые с точки зрения макроэкономического анализа наиболее выгодно инвестировать. Такой вид стратегии инвестирования получил названия global macro. Хотя хедж-фонды, которые специализируются на стратегии global macro, могут инвестировать в любые активы, они, как правило, предпочитают высоколиквидные инструменты, такие как фьючерсы и валютные форварды.

Хедж-фонд Tiger Fund, созданный Джулианом Робертсоном, был одним из первых хедж-фондов, который стал использовать стратегию global macro. Хедж-фонд был основан в 1980 году с начальным капиталом в размере 8 млн. долларов. В 1997 году активы под управлением Tiger Fund составили 10.5 млрд. долларов, что сделало его вторым самым крупным хедж-фондом в мире на тот момент.

### **1.7. Сравнение хедж-фондов с другими институциональными инвесторами**

Хедж-фонды являются частью группы институциональных инвесторов, куда входят фонды взаимных инвестиций (mutual funds), пенсионные фонды (pension funds), фонды частных капиталовложений (private equity funds), эндаумент фонды (endowment funds), суверенные фонды (sovereign wealth funds) [Dixon et al., 2012; Kahan, Rock, 2007; Cossin, Caballero, 2013]. Учитывая наличие разных видов институциональных инвесторов, стоит провести различия между хедж-фондами и другими институциональными инвесторами.

#### **1.7.1. Хедж-фонды и традиционные институциональные инвесторы**

К группе традиционных институциональных инвесторов, как правило, относят фонды взаимных инвестиций и пенсионные фонды [Kahan, Rock, 2007; Armour, Cheffins, 2007]. Хотя такие фонды, как и хедж-фонды, инвестируют средства вкладчиков в различные инструменты с целью получения прибыли, существует ряд различий, которые выделяют хедж-фонды среди традиционных институциональных инвесторов.

В 2006 году в мире насчитывалось около 8000 хедж-фондов, которые управляли активам в более, чем триллион долларов. К концу 2010 года совокупный объем активов под управлением хедж-фондов составил 2,5 триллиона долларов [Dixon et al., 2012]. По оценкам Barclay во втором полугодии 2017 года в активах хедж-фондов находилось около 3,1

триллионов долларов. По сравнению с хедж-фондами отрасли фондов взаимных инвестиций и пенсионных фондов намного крупнее. На 2010 год фонды взаимных инвестиций управляли активами в размере 23,7 триллионов долларов [Dixon et al., 2012]. К 2016 году число фондов взаимных инвестиций составило 110271, а совокупные активы под управлением достигли 33 триллионов долларов. Согласно отчету PwC «Global Pension Funds» в 2015 году пенсионные фонды управляли активами на сумму 39,9 триллионов долларов.

Хотя суммарные активы, находящиеся под управлением фондов взаимных инвестиций и пенсионных фондов, намного превышают активы хедж-фондов, сделки, в которых участвуют хедж-фонды, как правило, намного крупнее. Хедж-фонды активно используют кредиты, предоставляемые им банкам, за счет чего могут инвестировать значительные суммы [Dixon et al., 2012]. Спектр инструментов, в которые инвестируют хедж-фонды, намного шире, чем у фондов взаимных инвестиций и пенсионных фондов, которые инвестируют, как правило, в акции и облигации. Помимо акций и облигаций, хедж-фонды активно инвестируют в различные производные ценные бумаги, а также в сырьевые активы, недвижимость, валюту [Котиков, Нэйл, 2006].

Деятельность хедж-фондов практически не регулируется ни в одной стране. К примеру, в США хедж-фонды должны только соблюдать правила раскрытия информации на фондовом рынке, которые применяются ко всем инвесторам. Правила раскрытия информации также распространяются на хедж-фонды и в европейских странах, например, в Германии и Франции [Becht et al., 2010]. Деятельность фондов взаимных инвестиций и пенсионных фондов регулируется рядом законодательных актов, которые не распространяются на других инвесторов. Такие фонды должны раскрывать подробную информацию о ценных бумагах, которыми они владеют. Кроме того, для получения налоговых льгот фонды взаимных инвестиций должны соблюдать определенную структуру активов, которая ограничивает их возможности приобретать крупные доли в компаниях [Dixon et al., 2012].

Инвесторы фондов взаимных инвестиций могут легко изымать вложенные в такие фонды средства за короткий период после уведомления управляющих. Инвесторы хедж-фондов, напротив, не имеют такую гибкость после того, как вложили свои средства в хедж-фонд. Как правило, инвесторы хедж-фондов могут изымать свои средства после 6-12 месяцев с момента вложения. Встречаются случаи, когда хедж-фонды устанавливали и более длинный срок, в течение которого инвесторы не могли изъять свои вложения. Кроме того, хедж-фонды

обычно требуют, чтобы инвестор, который хочет забрать свою долю средств из фонда, уведомил фонд заранее (обычно за 30-90 дней), а также могут разрешить изъять средства только в определенно установленную дату и только в определенной сумме, что определяется в условиях изъятия (*terms of redemption*). Хедж-фонд может также отказаться предоставить инвестору возможность изъять свои средства, если это изъятие будет иметь негативные последствия для других инвесторов фонда. Таким образом, вложения в фонды взаимных инвестиций являются более ликвидными, чем в хедж-фонды [Kahan, Rock, 2007].

Результативность традиционных институциональных инвесторов обычно оценивается в сравнении с каким-либо рыночным индексом, который берется за эталон. Следовательно, основной целью управляющих фондов взаимных инвестиций и пенсионных фондов является достижение результатов лучше эталона. Менеджеры хедж-фондов не ориентируются на эталон, они нацелены на достижение абсолютного уровня доходности. Например, при падении рынка на 10% менеджеры фонда взаимных инвестиций «будут рады», если активы их фонда подешевеют на 5%, в то время как менеджеры хедж-фонда будут стремиться получить положительную доходность. Такое различие в целях заключается в структуре вознаграждения менеджеров фондов. Вознаграждение менеджеров взаимных фондов и пенсионных фондов менее чувствительно к убыткам, когда как менеджеры хедж-фондов получают 20% от прибыли фонда, что в большей степени мотивирует их генерировать положительную доходность. Кроме того, зачастую управляющие фондов и сами инвестируют свои средства в фонд, что является еще одним стимулом к генерированию высокой доходности [Котиков, Нэйл, 2006; Kahan, Rock, 2007].

### **1.7.2. Хедж-фонды и фонды прямых инвестиций**

Фонды прямых инвестиций (*private equity* фонды) и хедж-фонды, относятся к новому классу институциональных инвесторов, чья деятельность практически не регулируется на законодательном уровне ни в одной стране [Bratton, 2007]. Фонд прямых инвестиций, как и хедж-фонд, чаще всего организован в форме командитного товарищества во главе с генеральным партнером и партнерами-вкладчиками. Схема вознаграждения менеджеров обоих фондов также схожа: комиссионные за управление и вознаграждение по результатам работы, что мотивирует управляющих фондов генерировать высокую доходность [Mietzner et al., 2011].

Согласно [Mietzner, Schweizer, 2007] основное различие между хедж-фондами и фондами прямых инвестиций заключается в сроках инвестиций. Горизонт инвестирования

хедж-фондов, как правило, короче, чем у РЕ-фондов. В статье [Achleitner, Kaserer, 2005] также отмечается различие в горизонтах инвестирования хедж-фондов и РЕ-фондов: вложения в хедж-фонды, как правило, более ликвидны, чем вложения в РЕ-фонды, поскольку инвесторы хедж-фондов могут изымать свои средства спустя месяцы после вложения (6-12 месяцев), в то время как срок инвестиций РЕ-фондов может длиться от 7 до 9 лет. Тем не менее, авторы подчеркивают, что появляются хедж-фонды, которые нацелены на долгосрочные вложения по типу РЕ-фондов. В то же время, РЕ-фонды могут осуществлять инвестиции и на более короткие сроки (до 1 года) [Shadab, 2009].

В статье [Bratton, 2007] отмечается, что хедж-фонды и РЕ-фонды различаются характеристиками их инвестиций. РЕ-фонды инвестируют в частные компании, приобретая доли, дающие им возможность влиять на решения компаний. Хедж-фонды, напротив, инвестируют в компании, которые торгуются на фондовых биржах. Тем не менее, в последнее время можно найти немало примеров инвестиций РЕ-фонды в публичные компании [Dahiya et al., 2013; Meidan, 2006; Rauch et al, 2012].

Различия в бизнес-моделях рассмотренных институциональных инвесторов определяют то, какие специалисты работают в РЕ-фондах и хедж-фондах [Mietzner et al., 2011]. Хедж-фонды реализуют различные инвестиционные стратегии на фондовых рынках с широким спектром финансовых инструментов. Такие фонды, как правило, заинтересованы в финансовых экспертах, имеющих опыт работы на финансовых рынках. Поскольку РЕ-фонды фокусируются на одном виде инвестиционной деятельности — как правило, инвестирование в частные компании на долгий срок — менеджмент этих фондов состоит как из финансовых экспертов, так и специалистов с сильными бизнес-навыками и умениями, которые могут разобраться в бизнесе компаний, в которые инвестирует РЕ-фонд.

## ГЛАВА 2. АКЦИОНЕРНЫЙ АКТИВИЗМ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Акционерный активизм является популярной стратегией, используемой инвесторами, начиная с 2000-ых. Институциональные инвесторы, в частности, хедж-фонды, имеют больше возможностей для реализации стратегии акционерного активизма, чем индивидуальные инвесторы. Компаниям, которые являются или могут потенциально являться мишенями активистов, необходимо понимать, какие цели преследуют активисты и какие тактики они могут использовать для достижения своих целей. Согласно отчету PwC «How might the changing face of shareholder activism affect your company?» хедж-фонды, реализующие стратегию акционерного активизма, чаще всего фокусируются на вопросах о выплате дивидендов или проведении выкупов акций. Кроме того, они могут заинтересоваться сделками слияний и поглощений, в которые вовлечены компании-мишени, а также решением вопросов о реструктуризации бизнеса. Часть хедж-фондов-активистов выдвигают предложения о замене отдельных членов топ-менеджмента и помогают реализовывать новую стратегию компании.

Ввиду популярности стратегии акционерного активизма, а также разнообразия тактик, которые могут использовать активисты, данная глава посвящена определению понятия акционерного активизма хедж-фондов и действий, которые могут предпринимать хедж-фонды, реализующие такую стратегию. Анализ сфокусирован на двух рынках: США и Европы.

### 2.1. Акционерный активизм хедж-фондов в США

[Klein, Zur, 2006], проводившие исследование в период 2003-2005 гг., определяют **акционерный активизм хедж-фондов как стратегию, при которой хедж-фонд приобретает как минимум 5% акций в компании с целью влияния на ее деятельность.** Главным результатом стратегии активизма является увеличение доходов акционеров. По мнению авторов, существуют по крайней мере два способа повысить ценность компании с помощью стратегии активизма. Во-первых, хедж-фонд может менять стратегию компании через перенаправление ее инвестиций, например, продажа непродуктивных активов. Во-вторых, хедж-фонд может заставить сократить свободные денежные средства через выплату дивидендов, увеличение долга или выкуп акций.

В [Briggs, 2007] под акционерным активизмом хедж-фонда понимается начатая хедж-фондом борьба за доверенность (проху fight), угроза начать такую борьбу или любая другая

попытка изменить стратегическое направление компании, в которой фонд приобрел долю. Авторы рассматривали случаи активизма за 2005-2006 гг.

[Kahan, Rock, 2007] утверждают, что хедж-фонды становятся одними из самых динамичных и значимых акционерных активистов. Это, в свою очередь, ведет к тому, что хедж-фонды могут решить проблему агентских издержек, с которой сталкиваются публичные компании, через увольнение неэффективных менеджеров или оспаривание сомнительных стратегий. Таким образом, хедж-фонды могут повысить ценность компаний, в которые они инвестируют. Авторы статьи рассматривают активизм хедж-фондов с точки зрения двух позиций: корпоративного управления (*corporate governance activism*) и корпоративного контроля (*corporate control activism*). В области корпоративного управления к активизму хедж-фондов авторы относят действия, которые влияют на бизнес-стратегию и менеджмент компании. Активизм такого типа может принимать различные формы как, например, публичное давление на компанию с целью изменения ее бизнес-стратегии, реорганизация совета директоров или судебные разбирательства с текущими и прошлыми менеджерами. В качестве примера активизма в сфере корпоративного управления авторы приводят конфликт между хедж-фондом Third Point и энергетической компанией Star Gas Partners, в которой хедж-фонд владел 6% акций. Менеджеры хедж-фонда активно критиковали тогдашнего CEO, Ирика Севина (Irik Sevin), через прессу, осуждая его управление компанией. Такая тактика сработала, и Севин уволился. Авторы приводят также такие кейсы активизма хедж-фондов в области корпоративного управления: Wendy's, где Trian Partners получил места в совете директоров и пытался отделить некоторые бизнес-направления от основного; Heinz, где Trian выдвинул пять кандидатур в совет директоров; Pep Boys – Manny, Moe & Jack, где Barington убеждал компанию продать себя или заменить CEO; и Delphi Corp., где Appaloosa Management пытался заполучить места в совете директоров.

Если говорить об активизме в сфере корпоративного контроля, то активизм такого рода авторы делят на три категории. Во-первых, будучи акционерами компании-поглотителя, хедж-фонды могут пытаться заблокировать решение о приобретении другой компании. Примером такой ситуации может служить противостояние хедж-фонда Карла Айкана и менеджмента компании Mylan Laboratories по поводу приобретения King Pharmaceuticals. Во-вторых, являясь акционерами компании-мишени, хедж-фонды могут препятствовать поглощению или пытаться улучшить условия сделки для акционеров. В 2006 году Novartis решил приобрести 58% акций Chiron. Изначально Novartis предложила акционерам Chiron \$40 за акцию. Позже

компания договорились о \$45 за акцию, что было на 23% выше торгуемой цены. Через месяц после объявления о сделке ValueAct Capital, хедж-фонд и третий крупный акционер Chiron, послал письмо CEO Chiron, критикуя сделку. С позицией хедж-фонда согласился второй крупный акционер, взаимный фонд Legg Mason. Этого было достаточно для блокирования сделки. Чтобы сделка состоялась, Novartis пришлось повысить цену покупки до \$48 за акцию. Наконец, хедж-фонды могут сами приобретать компании. ShopKo, сеть розничных и аптечных магазинов, должна была быть куплена Goldner Hawn, частной инвестиционной фирмой, за \$24 за акцию. Но хедж-фонд Elliott Associates, который владел существенной долей в ShopKo, вместе с инвестиционной компанией Sun Capital сделали встречное предложение в размере \$26.5 за акцию. В итоге, Elliott Associates приобрела ShopKo по цене \$29 за акцию.

[Bratton, 2007] утверждает, что активизм хедж-фондов может принимать 4 формы. Во-первых, хедж-фонд может продать компанию с премией третьей стороне. Во-вторых, хедж-фонд может заставить компанию продать часть активов или выделить отдельный бизнес в дочернюю структуру. В-третьих, хедж-фонд может заставить компанию выплатить акционерам повышенные дивиденды. В-четвертых, хедж-фонд может считать, что компания имеет хорошие активы, которыми плохо управляют. Как правило, в таком случае их действия направлены на сокращение затрат, хотя в отдельных случаях хедж-фонды предпринимают и другие шаги в изменении стратегии компании. Свои цели хедж-фонд может достигнуть через увеличение своего присутствия в совете директоров или продвижение своих кандидатов на ключевые управленческие позиции. Автор анализировал активистские кампании хедж-фондов с 2002 года по 2007 год.

В статье [Clifford, 2008] под акционерным активизмом понимаются действия инвесторов, которые могут повлиять на решения, принимаемые менеджментом компании. Возможность осуществлять такие действия исходит из прав инвестора, появляющихся в результате владения определенной доли в компании.

При проведении эмпирического исследования для идентификации активизма хедж-фондов автор использовал следующую методологию (рассматривался период 1998-2005 гг.):

1. рассматривались только сделки приобретения как минимум 5%-ой доли в компании;
2. если инвестор заполнял Schedule 13D, то его инвестиция называлась активной, таким образом он реализовывал стратегию акционерного активизма;



3. если инвестор заполнял Schedule 13G, то есть отказывался от возможности влиять на решения, принимаемые в компании, то его инвестиция называлась пассивной.

[Brav et al., 2008] также использовали Schedule 13D/13G в своем исследовании, охватывающем период 2001-2006 гг., однако расширили предложенную [Clifford, 2008] методологию для идентификации активизма. [Brav et al., 2008] допустили, что поскольку приобретение 5%-ой доли в крупных компаниях требует огромных капиталовложений, то выборка, построенная только на основе заполнения хедж-фондами Schedule 13D, будет состоять преимущественно из малых компаний-мишеней. Тем не менее, владение менее 5% акций в крупной компании позволяет хедж-фонду реализовывать стратегию активизма (авторы приводят пример хедж-фонда Карла Айкана, который приобрел 2.6% акций Time Warner и начал активистскую кампанию в 2005 году). Поэтому авторы решили включить в выборку и те сделки, где хедж-фонды покупали менее 5% акций. При отборе требуемых для исследования сделок авторы изучали новости о сделках хедж-фондах и устанавливали случаи активизма. В ходе исследования авторы сгруппировали случаи активизма по целям, которые преследовали хедж-фонды при инвестировании в компании:

1. повышение ценности акционерного капитала;
2. изменение структуры капитала:
  - управление свободными денежными средствами, увеличение долговой нагрузки, выплата дивидендов, выкуп акций;
  - реструктуризация долга, эмиссия новых акций;
3. изменение бизнес-стратегии:
  - повышение операционной эффективности;
  - реструктуризация бизнеса, продажа части активов;
  - блокирование или улучшение условий сделки при поглощении другой компании или в случае поглощения другой компанией;
  - реализация стратегий роста;
4. продажа компании-мишени:
  - продажа компании или ее основных активов третьей стороне;
  - выкуп компании хедж-фондом;
5. улучшение корпоративного управления:
  - препятствование защите компании от поглощения;

- увольнение CEO/председателя совета директоров;
- повышение независимости совета директоров (увеличение числа независимых директоров);
- повышение уровня раскрытия информации о компании;
- сокращение излишних выплат менеджменту компаний.

Кроме того, авторы выделили 7 основных тактик (в порядке увеличения агрессивности), которые использовали хедж-фонды для достижения заявленных целей:

1. хедж-фонд регулярно общается с советом директоров/менеджментом компании;
2. хедж-фонд предлагает свои кандидатуры в совет директоров, не вступая в конфронтацию с советом директоров или менеджментом компании;
3. хедж-фонд вносит формальные предложения на общем собрании акционеров или публично критикует компанию и требует изменений;
4. хедж-фонд угрожает начать борьбу за доверенность (proxy fight), т.е. пытается заполучить у части акционеров доверенности, чтобы голосовать от их имени, с целью проведения своих кандидатур в совет директоров, или засудить компанию за нарушение фидуциарной обязанности (обязанности действовать честно и грамотно в интересах акционеров);
5. хедж-фонд начинает борьбу за доверенность (proxy fight), чтобы провести изменения в совете директоров;
6. хедж-фонд судится с компанией;
7. хедж-фонд объявляет о намерении выкупить компанию.

Описанную выше методологию для идентификации активизма хедж-фондов использовали [Brav et al., 2015]. При этом авторы уточняют, что в процессе отбора сделок покупки менее 5% акций рассматривали только те случаи, когда хедж-фонд приобретал от 2% до 5% в компаниях крупного и среднего размера (по рыночной капитализации).

В своей статье [Aslan, Maraachlian, 2009] анализируют акционерный активизм с точки зрения проблемы «принципал-агент». Будучи владельцами компании, акционеры, выступая в роли принципала, делегируют контроль над компанией наемным менеджерам, агентам. Такое разделение собственности и контроля дает менеджерами возможность оказывать существенное влияние на операционные, финансовые и инвестиционные решения в компании. Таким образом, возникает асимметрия информации: менеджеры обладают большей

информацией о деятельности компании и могут начать действовать в своих интересах, хотя должны управлять компанией в интересах акционеров. Использование стратегии акционерного активизма позволяет контролировать действия менеджеров таким образом, чтобы они совершались в интересах акционеров. Контроль за действиями менеджмента со стороны хедж-фондов-активистов, по мнению авторов, может увеличить ценность компании за счет грамотного управления ресурсами компании, изменения бизнес-стратегии и предотвращения оппортунистического поведения со стороны менеджеров, которое может привести к уменьшению ценности компании.

В широком понимании, [Aslan, Maraachlian, 2009] трактуют акционерный активизм как действия, которые предпринимают акционеры для проведения изменений внутри компании с целью увеличения их доходов. Тем не менее, авторы подчеркивают, что активизм хедж-фондов обладает своими характеристиками, которые можно разбить на две группы. В первую группу входят любые действия хедж-фондов, которые направлены на поддержание открытых коммуникаций с менеджментом компании-мишени. При этом хедж-фонд не агитирует компанию к каким-либо конкретным действиям, но хочет участвовать в обсуждении важных для нее решений. Вторая группа включает действия хедж-фонда, которые направлены на проведение изменений внутри компании. Эти изменения можно классифицировать следующим образом:

1. **относящиеся к корпоративному управлению:** например, замена членов совета директоров, продвижение своих кандидатов в совет директоров, сокращение вознаграждения высшим менеджерам;
2. **относящиеся к структуре капитала:** например, выкуп акций, изменение дивидендных выплат, эмиссия новых акций;
3. **относящиеся к стратегическим решениям:** например, продажа компании, ликвидация активов, предложение продать непродуктивные активы, выделить отдельный бизнес в дочернюю структуру.

В ходе исследования авторами были рассмотрены сделки хедж-фондов в период 1996-2008 гг.

[Armour, Cheffins, 2009] определяют акционерный активизм как использование миноритарными акционерами своих прав с целью увеличения акционерной ценности в долгосрочной перспективе. Таким образом, такое определение предполагает, что права, которыми обладают миноритарные акционеры, позволяют им реализовывать такие действия,

которые можно назвать активизмом. Тем не менее, определение акционерного активизма через права акционеров, по мнению авторов, является слишком широким и не дает возможность отразить особенности активизма хедж-фондов. Расширяя понятие, авторы предлагают использовать термин агрессивный акционерный активизм (*offensive shareholder activism*) для определения акционерного активизма хедж-фондов. Данный термин авторы описывают через поведение хедж-фондов при реализации стратегии активизма. Хедж-фонд-активист, покупая небольшую долю в компании-мишени, начинает выстраивать взаимодействие с менеджментом через телефонный звонок или письмо, в котором советует провести изменения для увеличения ценности компании. Иногда хедж-фонд агитирует к повышению операционной эффективности, но, как правило, изменения, которые его интересуют, — это изменения финансового характера, например, продажа непродуктивных активов или выплата свободных денежных средств через увеличенные дивиденды или выкуп акций. Если спокойный подход при взаимодействии с менеджментом компании не приносит нужных результатов, хедж-фонд может увеличить давление на компанию, например, публично критикуя менеджмент, угрожая судебными исками или начав борьбу за доверенность (*proxy fight*), чтобы продвинуть своих кандидатов в совет директоров. Подобные тактики авторы называют агрессивными, за что сам активизм хедж-фондов в таком случае получил характеристику «агрессивный».

В [Gantchev, 2013] представлено понятие акционерного активизма хедж-фондов как последовательного процесса из нескольких шагов с учетом специфики рынка США. Автор считает, что трактовка акционерного активизма как действий, которые предпринимают акционеры с целью проведения изменений внутри компании без изменения баланса сил между акционерами, описывает спектр возможных действий хедж-фондов-активистов, но не рассматривает активизм как процесс принятия решений, состоящий из последовательного набора тактик. Автор описывает такой процесс следующим образом. Активистская кампания начинается с объявления намерений о проведении изменений в компании, которое обычно документируется в Schedule 13D при приобретении как минимум 5% акций. Вскоре после заполнения Schedule 13D хедж-фонд формально уведомляет менеджмент компании-мишени о предлагаемых им изменениях (например, продажа компании, реструктуризация неэффективных операций, проведение выкупа части акций), что ознаменовывает первую стадию процесса активизма — выдвижений предложений для обсуждения (*demand negotiations*). Если хедж-фонду не удалось добиться обсуждения предлагаемых им изменений, он может либо свернуть кампанию, либо начать добиваться места в совете директоров. Эта

вторая стадия начинается с официального запроса о возможности выдвижения кандидата (кандидатов) в совет директоров от хедж-фонда. В случае провала хедж-фонд может начать угрожать борьбой за доверенность (третья стадия). На четвертой стадии хедж-фонд начинает убеждать других акционеров дать ему право голосовать от их имени, т.е. начинает борьбу за доверенность (proxy fight). Таким образом, [Gantchev, 2013] предлагает динамическое определение акционерного активизма, в котором акционер-активист выбирает более агрессивную тактику только после того, как менее конфронтационный подход не возымел успеха. Графическая иллюстрация понятия представлена ниже на рисунке.

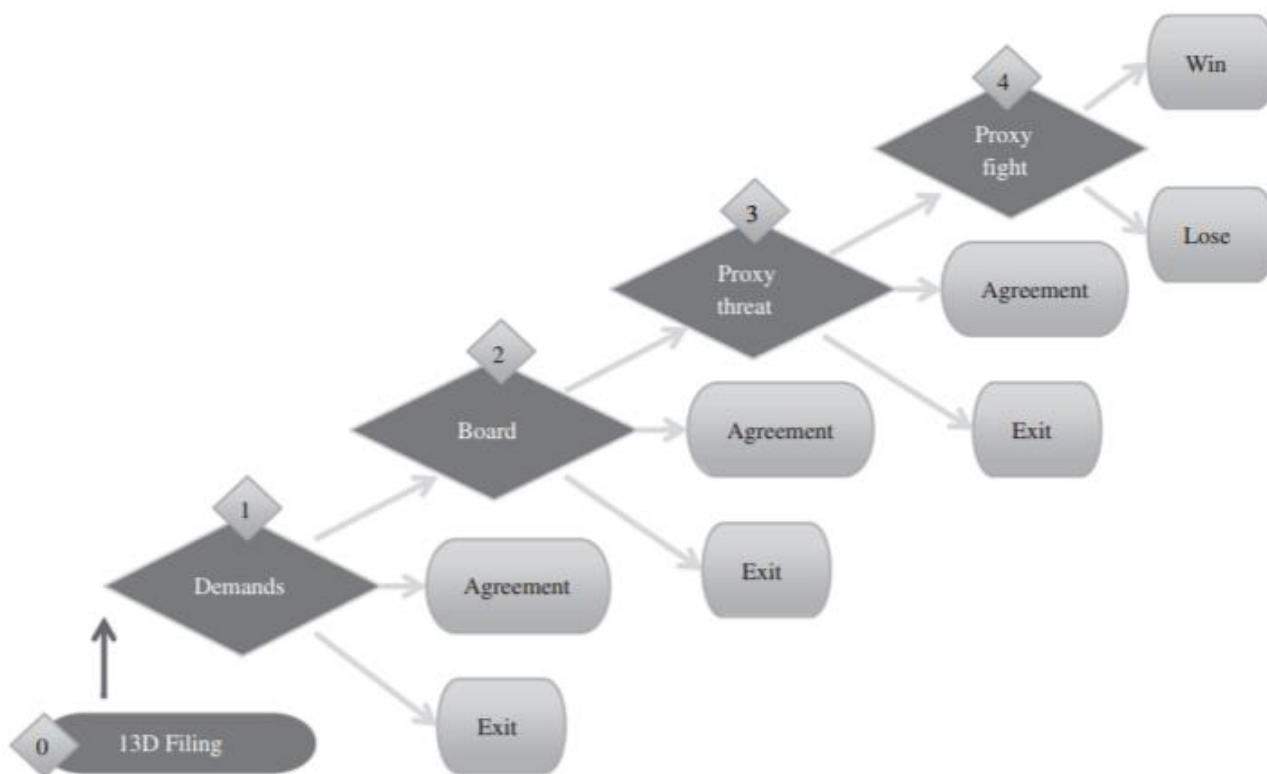


Рис 1. Динамическое представление стратегии акционерного активизма хедж-фондов

Источник: [Gantchev, 2013]

Согласно [Goshen, Squire, 2017] стратегия акционерного активизма подразумевает действия, которые предпринимает акционер, желающий изменить направление развития компании. Авторы считают, что хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма следующим образом: фонд подбирает компанию, которая, по его мнению, нуждается в проведении изменений, и приобретает около 10% ее акций. После этого фонд угрожает начать или начинает борьбу за доверенность (proxy fight), т.е. убеждает других акционеров проголосовать в пользу замены членов совета директоров, увеличении дивидендов или

изменений в структуре капитала и корпоративном управлении. Авторы подчеркивают, что независимо от характера предлагаемых изменений хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма через механизм голосования.

[Bebchuk et al., 2015] утверждают, что хедж-фонды-активисты могут предпринимать различные шаги по изменению деятельности компаний, в которые они инвестируют. Они могут предлагать, например, дивестиции (продажа части компании внешнему покупателю) изменение размера инвестиций, выплат акционерам, структуры капитала или замену CEO. Авторы считают, что активизм хедж-фондов может принимать две формы: ограничение инвестиций (*investment-limiting interventions*) и конфронтацию (*adversarial interventions*). Первая форма активизма предполагает увеличение долга компании или выплат акционерам. Целью таких действий является либо сокращение ресурсов компании для будущих инвестиций, либо перераспределение инвестиций. Хедж-фонд использует вторую форму активизма, когда полагает, что компания станет сопротивляться предложенным им изменениям. Под конфронтацией авторы понимают ситуации, когда хедж-фонд начинает/угрожает начать борьбу за доверенность (*proxy fight*), подает в суд на компанию или публично ее критикует. Авторами рассмотрены случаи активизма хедж-фондов с 1994 по 2007 год.

Подходы к определению акционерного активизма хедж-фондов в США сгруппированы ниже к таблице.

*Таблица 1*

Авторы	Подход к определению акционерного активизма хедж-фондов
[Klein, Zur, 2006]	Стратегия, при которой хедж-фонд приобретает как минимум 5% акций в компании с целью влияния на ее деятельность.
[Briggs, 2007]	Начатая хедж-фондом борьба за доверенность ( <i>proxy fight</i> ), угроза начать такую борьбу или любая другая попытка изменить стратегическое направление компании, в которой фонд приобрел долю.
[Kahan, Rock, 2007]	Действия хедж-фондов в области: <ul style="list-style-type: none"> <li>• корпоративного управления (влияние на бизнес-стратегию и менеджмент компании): публичное давление на компанию, реорганизация совета директоров, судебные разбирательства с менеджерами;</li> </ul>

<p>[Kahan, Rock, 2007]</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• корпоративного контроля:             <ul style="list-style-type: none"> <li>○ блокирование решения о приобретении другой компании;</li> <li>○ препятствование поглощению другой компанией или улучшение условий такой сделки для акционеров;</li> <li>○ покупка компании.</li> </ul> </li> </ul>
<p>[Bratton, 2007]</p>	<p>Активизм принимает 4 формы:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• хедж-фонд продает компанию третьей стороне;</li> <li>• хедж-фонд заставляет компанию продать часть активов или выделить отдельный бизнес в дочернюю структуру;</li> <li>• хедж-фонд заставляет компанию выплатить акционерам свободные денежные средства;</li> <li>• хедж-фонд считает, что активами компании плохо управляют, поэтому его действия могут быть направлены на изменение стратегии компании (например, сделать акцент на сокращении затрат).</li> </ul>
<p>[Clifford, 2008]</p>	<p>Действия инвесторов, которые могут повлиять на решения, принимаемые менеджментом компании. Возможность осуществлять такие действия исходит из прав инвестора, появляющихся в результате владения определенной доли в компании.</p>
<p>[Brav et al., 2008], [Brav et al., 2015]</p>	<p>Определение активизма через цели, которые преследует хедж-фонд при инвестировании, и тактики, которые он использует для достижения целей.</p> <p>Цели:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. повышение ценности акционерного капитала;</li> <li>2. изменение структуры капитала:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• управление свободными денежными средствами, увеличение долговой нагрузки, выплата дивидендов, выкуп акций;</li> <li>• реструктуризация долга, эмиссия новых акций;</li> </ul> </li> <li>3. изменение бизнес-стратегии:             <ul style="list-style-type: none"> <li>• повышение операционной эффективности;</li> <li>• реструктуризация бизнеса, продажа части активов;</li> </ul> </li> </ol>

<p>[Brav et al., 2008], [Brav et al., 2015]</p>	<p>блокирование или улучшение условий сделки при поглощении другой компании или в случае поглощения другой компанией;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• реализация стратегий роста;</li> </ul> <p>4. продажа компании-мишени:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• продажа компании или ее основных активов третьей стороне;</li> <li>• выкуп компании хедж-фондом;</li> </ul> <p>5. улучшение корпоративного управления:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• препятствование защите компании от поглощения;</li> <li>• увольнение CEO/председателя;</li> <li>• повышение независимости совета директоров (увеличение числа независимых директоров);</li> <li>• повышение уровня раскрытия информации о компании;</li> <li>• сокращение излишних выплат менеджменту компаний.</li> </ul> <p>Тактики:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. хедж-фонд регулярно общается с советом директоров/менеджментом компании;</li> <li>2. хедж-фонд предлагает свои кандидатуры в совет директоров, не вступая в конфронтацию с советом директоров или менеджментом компании;</li> <li>3. хедж-фонд вносит формальные предложения на общем собрании акционеров или публично критикует компанию и требует изменений;</li> <li>4. хедж-фонд угрожает начать борьбу за доверенность (proxy fight), чтобы провести свои кандидатуры в совет директоров, или засудить компанию за нарушение фидуциарной обязанности (обязанности действовать честно и грамотно в интересах акционеров);</li> <li>5. хедж-фонд начинает борьбу за доверенность (proxy fight), чтобы провести изменения в совете директоров;</li> <li>6. хедж-фонд судится с компанией;</li> </ol>
---	---



	7. хедж-фонд объявляет о намерении выкупить компанию.
[Aslan, Maraachlian, 2009]	<p>Общее определение: действия, которые предпринимают акционеры для проведения изменений внутри компании с целью увеличения их доходов.</p> <p>Активизм хедж-фондов может быть описан характеристиками, которые могут быть сгруппированы в две категории:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• действия хедж-фонда, направленные на поддержание открытых коммуникаций с менеджментом компании-мишени;</li> <li>• действия хедж-фонда, направленные на проведение изменений внутри компании: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ относящиеся к корпоративному управлению: например, замена членов совета директоров, продвижение своих кандидатов в совет директоров, сокращение вознаграждения высшим менеджерам;</li> <li>○ относящиеся к структуре капитала: например, выкуп акций, изменение дивидендных выплат, эмиссия новых акций;</li> <li>○ относящиеся к стратегическим решениям: например, продажа компании, ликвидация активов, предложение продать непродуктивные активы, выделить отдельный бизнес в дочернюю структуру.</li> </ul> </li> </ul>
[Armour, Cheffins, 2009]	<p>Используют термин агрессивный акционерный активизм (offensive shareholder activism). Акционерный активизм в широком смысле определяют как использование миноритарными акционерами своих прав с целью увеличения акционерной ценности в долгосрочной перспективе.</p> <p>Активизм хедж-фондов называют агрессивным за используемые ими агрессивные тактики: судебные разбирательства с компанией и борьба за доверенность с целью продвижения своих кандидатов в совет директоров.</p>
[Gantchev, 2013]	<p>Динамическое определение активизма, состоящего из 4 стадий:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. выдвижение предложений для обсуждения</li> <li>2. запрос на выдвижение своих кандидатов в совет директоров;</li> <li>3. угроза начать борьбу за доверенность;</li> <li>4. начало борьбы за доверенность.</li> </ol>

[Gantchev, 2013]	Хедж-фонд-активист выбирает более агрессивную тактику только после того, как менее конфронтационный подход не возымел успеха.
[Goshen, Squire, 2014]	Действия, которые предпринимает хедж-фонд, желающий изменить направление развития компании.
	Активизм принимает две формы: <ul style="list-style-type: none"> <li>• ограничение инвестиций (investment-limiting): увеличение долга компании или выплат акционерам;</li> <li>• конфронтация (adversarial interventions): хедж-фонд начинает/угрожает начать борьбу за доверенность (проху fight), подает в суд на компанию или публично ее критикует.</li> </ul>

## 2.2. Акционерный активизм хедж-фондов в Европе

### 2.2.1. Акционерный активизм хедж-фондов в Германии

Согласно [Weber, Zimmermann, 2010] активность хедж-фондов в Германии является наиболее интересной для исследования акционерного активизма хедж-фондов, которое на данный момент преимущественно сфокусировано на рынке США. Институциональные особенности этих двух стран различаются в таких сферах как: корпоративное управление, слабая защита миноритарных акционеров, раскрытие информации. Корпоративное управление многих немецких компаний находится под сильным влиянием держателей облигаций. Чаще всего банки одновременно выступают владельцами крупных долей в немецких компаниях и держателями облигаций. Эта ситуация радикально отличается от США, где доминируют компании с сильной распыленностью собственности. В свою очередь, механизмы защиты миноритарных акционеров в Германии не настолько развиты по сравнению с США. Авторы утверждают, что отсутствие адекватной защиты прав акционеров может мотивировать миноритарных акционеров к реализации стратегии акционерного активизма для достижения большей свободы действий в будущем. Механизмы раскрытия информации в Германии и США различны между собой, тем не менее, в Германии существует некий аналог Schedule 13D. Согласно §§21/26 WpHG миноритарные акционеры, владеющие более 3% акций, с 2007 года должны раскрывать информацию о доле в компании, однако данный закон не обязывает акционеров раскрывать свои намерения при инвестировании своих средств в компанию. С 2008

года, после введения закона Risikobegrenzungs-gesetz, инвесторы с долей владения более 10% обязаны раскрывать свои намерения при инвестировании в немецкие компании. Кроме того, следует отметить, что немецкий рынок акции менее ликвиден, чем рынок акций в США.

[Bessler et al., 2008] считают, что акционерный активизм хедж-фондов основан не только на правах, которые дает та или иная доля собственности в компании, но и на переговорной силе хедж-фонда, которая зависит от его способности убедить других акционеров в целесообразности его предложений. Даже при небольшой доле в капитале хедж-фонд часто способен убедить других акционеров проголосовать за его предложение. Переговорная сила хедж-фонда зависит от возможности наладить коммуникацию с другими акционерами. Правовая система в Германии, как и США, позволяет инвесторам запросить у менеджмента компании контактную информацию всех акционеров, чтобы убедить их проголосовать от их имени. Кроме того, любой акционер немецкой компании, который владеет более 5% акций, может обязать совет директоров провести внеочередное Собрание акционеров, чтобы обсудить его предложения. Иным способом коммуникации с другими акционерами может служить пресса. В частности, авторы утверждают, что некоторые хедж-фонды посылают открытые письма менеджменту компании и ее совету директоров, содержание которых освещается в СМИ.

Для идентификации случаев активизма [Bessler et al., 2008] изучали новости о приобретении хедж-фондами долей в немецких компаниях в период 2000-2006 гг. В результате, авторы сгруппировали активизм хедж-фондов в три кластера:

1. Нарастивание доли (stake-building). Событие попадает в эту категорию, если новость содержит только информацию о том, **что хедж-фонд приобрел долю в компании.**
2. Интервенция (intervention). Событие попадает в эту категорию, если новость содержит только информацию о том, что **хедж-фонд публично оказывает давление на компанию.** Например, в ноябре 2006 года Laxeу Partners публично раскритиковали менеджмент Deutsche Telekom за неумение создавать ценность.
3. PIPE (private investment in public equity). Событие попадает в эту категорию, если новость содержит информацию о том, что **хедж-фонд предоставил капитал компании.**

Согласно [Kühne, 2011] акционерными активистами называют тех инвесторов, которые объявляют о своих намерениях повлиять на деятельность компании, в которую они

инвестируют. Соответственно, если хедж-фонд объявляет о намерении повлиять на деятельность конкретной компании или он уже активно влияет, то говорится, что его инвестиция называется активной или что фонд проводит активистскую кампанию. В эмпирическом исследовании для идентификации активной инвестиции автор проводил анализ новостных статей из базы данных Factiva. На основе проанализированных статей активной инвестицией считалась та инвестиция, в результате которой хедж-фонд требует реализовать или реализует как минимум одно из следующих действий:

1. Активное вмешательство в деятельность компании. Эта категория включает неопределенные угрозы хедж-фонд вмешаться в деятельность компании-мишени.
2. Влияние на текущую бизнес-стратегию. В эту категорию входят случаи, когда хедж-фонд критикует стратегию компании-мишени или когда фонд вынуждает компанию к реструктуризации.
3. Проведение изменений в составе совета директоров или топ-менеджмента. Эта категория охватывает критику отдельных членов совета директоров или топ-менеджмента со стороны хедж-фонда, требования заменить CEO и выдвижение своих кандидатов в совет директоров.
4. Влияние на слияния/поглощения, проводимые компанией. Действия из этой категории включают в себя оппозицию или поддержку слияния или поглощения другой компании компанией-мишенью. Кроме того, сюда также относятся оппозиция/поддержка поглощения компании-мишени другой компанией.
5. Изменения в структуре капитала. Эта категория охватывает действия хедж-фонда, направленные на изменения долговой нагрузки и размера выплат акционерам.
6. Изменения в корпоративном управлении. В эту категорию входят критика корпоративного управления компании-мишени, судебные разбирательства с менеджментом или отдельными членами совета директоров.

Автором рассматривались сделки хедж-фондов в период с 1998 по 2008 гг.

В исследовании [Mietzner et al., 2011], изучавшем активизм хедж-фондов в Германии, авторы, следуя [Aslan, Maraachlian, 2009], авторы определяют акционерный активизм как действия хедж-фонда, направленные на изменения в деятельности компании, в которую он инвестирует. Тем не менее, в статье представлен довольно размытый подход к идентификации случаев активизма. Для выяснения, использовал ли хедж-фонд стратегию активизма в

конкретной сделке, авторы использовали базы данные Eureka Hedge и Credit Suisse Tremont, в которых, согласно авторам, представлена классификация активных/пассивных инвестиций. Кроме того, авторы связывались с хедж-фондами, чтобы убедиться, что они использовали активные стратегии в тех или иных случаях. Авторами рассмотрены случаи активизма с 1993 по 2009 год.

[Froese, 2017] считает, что те инвесторы, которые становятся недовольными отдельными аспектами управления компании и пытаются это изменить, могут использовать стратегию акционерного активизма. В общем случае, акционерные активисты используют свою долю в капитале компании, чтобы продвигать нужные им изменения. На основе изучения новостных статей о сделках хедж-фондов в Германии в 1999-2016 гг. автор выделил 8 тактик, которые используют хедж-фонды при реализации стратегии акционерного активизма:

1. статьи и интервью в газетах, где фонд может критиковать менеджмент компании-мишени или сообщать об изменениях в компании, которые произошли благодаря ему;
2. открытое письмо совету директоров или менеджменту компании, в котором фонд отмечает, через какие изменения следует пройти компании;
3. судебные разбирательства с компанией;
4. участие в ежегодном собрании акционеров;
5. внесение своего предложения для обсуждения в повестку собрания акционеров;
6. запуск борьбы за доверенность (proxy fight);
7. созыв внеочередного собрания акционеров;
8. выдвижение своих кандидатов в совет директоров.

### **2.2.2. Акционерный активизм хедж-фондов в европейских странах**

[Stokman, 2008], проводя свое исследование в Европе за период 2000-2007 гг., сравнивал акционерный активизм хедж-фондов в Европе и США и привел следующую классификацию активных стратегий хедж-фондов:

1. Хедж-фонд заставляет компанию-мишень продать себя, пытается предотвратить продажу или требует изменение условий сделки о продаже;
2. Хедж-фонд требует провести изменения в составе менеджмента компании и/или ее совета директоров. Действия могут включать увольнение отдельных менеджеров, выдвижение своего кандидата в совет директоров и увольнение всей команды менеджеров.

3. Хедж-фонд требует проведения выкупа акций, выплаты специального дивиденда или других изменений, которые могут повлиять на структуру капитала компании.
4. Хедж-фонд требует проведение разделения активов компании или продажу ее ключевых активов.
5. Хедж-фонд активно советует провести стратегические или структурные изменения (например, приобретение определенных активов, операционные изменения, наем консультантов) или обеспечивает поддержку в финансовых и правовых вопросах (например, дает кредит или предоставляет юристов).
6. Хедж-фонд требует проведения изменений в корпоративном управлении, отличных от тех, которые были упомянуты выше.

Автор утверждает, что у хедж-фонда существует несколько инструментов, с помощью которых он может реализовывать стратегию акционерного активизма. Эти инструменты могут быть агрессивными и дружественными. К дружественным инструментам часто относят частные беседы с менеджментом компании, которые трудно наблюдать. Во многих случаях, менеджмент компании не хочет обсуждать предложения хедж-фонда и просто отказывается от них. Это может заставить фонд применить более агрессивные методы. Как правило, они сводятся к подаче исков против компании и борьбу за доверенность (proxy fight).

[Becht et al., 2010] изучали активизм хедж-фондов в Европе за период 2000-2008 гг. Авторы определяли акционерный активизм хедж-фондов как стратегию, при которой хедж-фонд приобретает как минимум такой процент акций в компании, который требуется раскрыть согласно законам о раскрытии информации на конкретном рынке (минимальная доля может варьироваться от 1 до 5% в зависимости от страны), и реализуется хотя бы одно из следующих действий:

1. проводится изменения в составе топ-менеджмента и совета директоров:
  - замена CEO;
  - замена председателя;
  - замена неисполнительных директоров;
2. проведение изменений в политике выплат:
  - проведение выкупа акций;
  - выплата повышенного/специального дивиденда;
3. реструктуризация:

- продажа компании;
- ограничение инвестиций;
- выделение неключевых бизнесов в дочерние структуры (spin-off);
- блокирование решение о приобретении других компаний.

[Arfa et al., 2017] изучали акционерный активизм хедж-фондов во Франции, рассматривая сделки хедж-фондов во Франции в период 1998-2013 гг. Авторы определяют акционерный активизм хедж-фондов как стратегию, направленную на ограничение свободы действий менеджеров, которая используется для увеличения ценности компаний, в которые фонды инвестируют.

Подходы к определению акционерного активизма хедж-фондов в Европе сгруппированы ниже к таблице.

Таблица 2

Авторы	Регион	Подход к определению акционерного активизма хедж-фондов
[Bessler et al., 2008]	Германия	Активизм хедж-фондов делится на три группы: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. наращивание доли (stake-building): хедж-фонд только приобретает долю в компании;</li> <li>2. интервенция (intervention): публичное давление на компанию;</li> <li>3. PIPE (private investment in public equity): хедж-фонд предоставляет капитал компании.</li> </ol>
[Stokman, 2008]	Европа	Действия хедж-фондов: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Хедж-фонд заставляет компанию-мишень продать себя, пытается предотвратить продажу или требует изменение условий сделки о продаже;</li> <li>2. Хедж-фонд требует провести изменения в составе менеджмента компании и/или ее совета директоров. Действия могут включать увольнение отдельных менеджеров, выдвижение своего кандидата в совет директоров и увольнение всей команды менеджеров.</li> </ol>

[Stokman, 2008]	Европа	<p>3. Хедж-фонд требует проведения выкупа акций, выплаты специального дивиденда или других изменений, которые могут повлиять на структуру капитала компании.</p> <p>4. Хедж-фонд требует проведение разделение активов компании или продажу ее ключевых активов.</p> <p>5. Хедж-фонд активно советует провести стратегические или структурные изменения (например, приобретение определенных активов, операционные изменение, наем консультантов) или обеспечивает поддержку в финансовых и правовых вопросах (например, дает кредит или предоставляет юристов).</p> <p>6. Хедж-фонд требует проведения изменений в корпоративном управлении, отличных от тех, которые были упомянуты выше.</p>
[Becht et al., 2010]	Европа	<p>Стратегия, при которой хедж-фонд приобретает как минимум такой процент акций в компании, который требуется раскрыть согласно законам о раскрытии информации на конкретном рынке (минимальная доля может варьироваться от 1 до 5% в зависимости от страны), и реализуется хотя бы одно из следующих действий:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. проведение изменений в совете директоров: <ul style="list-style-type: none"> <li>• замена CEO;</li> <li>• замена председателя;</li> <li>• замена неисполнительных директоров;</li> </ul> </li> <li>2. проведение изменений в политике выплат: <ul style="list-style-type: none"> <li>• проведение выкупа акций;</li> <li>• выплата повышенного/специального дивиденда;</li> </ul> </li> <li>3. реструктуризация: <ul style="list-style-type: none"> <li>• продажа компании;</li> <li>• ограничение инвестиций;</li> </ul> </li> </ol>



[Becht et al., 2010]	Европа	<ul style="list-style-type: none"> <li>• выделение неключевых бизнесов в дочерние структуры (spin-off);</li> <li>• блокирование решение о приобретении других компаний.</li> </ul>
[Kühne, 2011]	Германия, Швейцария	<p>Хедж-фонд объявляет о намерении повлиять на деятельность конкретной компании или он уже активно влияет, то говорится, что его инвестиция называется активной или что фонд проводит активистскую кампанию.</p> <p>активной инвестицией называется инвестиция, в результате которой хедж-фонд требует реализовать или реализует как минимум одно из следующих действий:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Активное вмешательство в деятельность. Эта категория включает неопределенные угрозы хедж-фонд вмешаться в деятельность компании-мишени.</li> <li>2. Влияние на текущую бизнес-стратегию. В эту категорию входят случаи, когда хедж-фонд критикует стратегию компании-мишени или когда фонд вынуждает компанию к реструктуризации.</li> <li>3. Проведение изменений в составе совета директоров или топ-менеджмента. Эта категория охватывает критику отдельных членов совета директоров или топ-менеджмента со стороны хедж-фонда, требования заменить CEO и выдвижение своих кандидатов в совет директоров.</li> <li>4. Влияние на слияния/поглощения, проводимые компанией. Действия из этой категории включают в себя оппозицию или поддержку слияния или поглощения другой компании компанией-мишенью. Кроме того, сюда также относятся оппозиция/поддержка поглощения компании-мишени другой компанией.</li> </ol>

[Kühne, 2011]	Германия, Швейцария	<p>5. Изменения в структуре капитала. Эта категория охватывает действия хедж-фонда, направленные на изменения долговой нагрузки и размера выплат акционерам.</p> <p>6. Изменения в корпоративном управлении. В эту категорию входят критика корпоративного управления компании-мишени, судебные разбирательства с менеджментом или отдельными членами совета директоров.</p>
[Mietzner et al., 2011]	Германия	Действия хедж-фонда, направленные на изменения в деятельности компании, в которую он инвестирует.
[Froese, 2017]	Германия	<p>Использование своей доли в капитале компании для продвижения нужных хедж-фонду изменений. Тактики, используемые хедж-фондами при реализации стратегии акционерного активизма:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. статьи и интервью в газетах, где фонд может критиковать менеджмент компании-мишени или сообщать об изменениях в компании, которые произошли благодаря ему;</li> <li>2. открытое письмо совету директоров или менеджменту компании, в котором фонд отмечает, через какие изменения следует пройти компании;</li> <li>3. судебные разбирательства с компанией;</li> <li>4. участие в ежегодном собрании акционеров;</li> <li>5. внесение своего предложения для обсуждения в повестку собрания акционеров;</li> <li>6. запуск борьбы за доверенность (proxy fight);</li> <li>7. созыв внеочередного собрания акционеров;</li> <li>8. выдвижение своих кандидатов в совет директоров.</li> </ol>
[Arfa et al., 2017]	Франция	Стратегия, направленная на ограничение свободы действий менеджеров, которая используется для увеличения ценности компаний, в которые фонды инвестируют.

### 2.3. Акционерный активизм РЕ-фондов

Между хедж-фондом и РЕ-фондом (private equity фондом) существует несколько сходств. Во-первых, оба фонда являются частными инвестиционными фирмами с большими капитальными ресурсами и нанимают профессиональных управляющих, чтобы максимизировать доходы от инвестиций. Во-вторых, оба фонда являются новыми институциональными инвесторами, которые отличаются от таких традиционных институциональных инвесторов, как взаимные и пенсионные фонды. Как правило, их клиентская база состоит из профессиональных инвесторов, в результате чего законы, регулирующие деятельность традиционных институциональных инвесторов, не применимы к хедж-фондам и РЕ-фондам. Это позволяет привязывать вознаграждение управляющего фонда к успешности инвестиций. Кроме того, вследствие слабого регулирования хедж-фонды и РЕ-фонды могут широко использовать долговое финансирование при инвестировании. Сочетание привязки вознаграждения управляющих к успешности инвестиций и возможности использовать финансовый рычаг дает таким фондам большую гибкость при осуществлении инвестиций, чем традиционным институциональным инвесторам. Согласно [Achleitner et al., 2010] стратегия акционерного активизма может стать прибыльной стратегией для хедж-фондов и РЕ-фондов, но не для традиционных инвесторов. Подобной позиции придерживаются [Mietzner, Schweizer, 2011], утверждающие, что и хедж-фонды, и РЕ-фонды в последнее время активно участвуют в деятельности публичных компаний, изменяя их стратегии и влияя на их ценность.

Учитывая наличие сходств между РЕ-фондами и хедж-фондами, интересен вопрос изучения акционерного активизма со стороны РЕ-фондов. Тем не менее, круг исследований, посвященных акционерному активизму РЕ-фондов, ограничен. В большинстве исследований активизм РЕ-фондов рассматривают либо как часть стратегии выкупа (buyout), при которой фонд покупает контрольный пакет в компании, либо вместе с активизмом хедж-фондов, считая понятия акционерный активизм РЕ-фондов и акционерный активизм хедж-фондов эквивалентными [Rauch et al., 2012].

Ряд авторов утверждают, что венчурные инвестиции РЕ-фондов в новые компании влияют на их развитие и результативность. Будучи акционерами таких компаний, РЕ-фонды иногда действуют так же, как хедж-фонды, реализующие стратегию акционерного активизма. Хотя авторы не используют понятие акционерный активизм в своих исследованиях, можно

провести определенные параллели. К примеру, [Hellmann, Puri, 2002] утверждают, что РЕ-фонды часто меняют CEO, вводят опционы в качестве вознаграждения, нанимают новых менеджеров на ключевые позиции в стартапах, в которые эти фонды инвестируют. [Bottazzi et al., 2008] показывают, что чем чаще РЕ-фонд взаимодействует с менеджментом стартапов, тем более успешнее становится деятельность компаний. Кроме того, к активным действиям РЕ-фондов авторы относят помощь в найме новых менеджеров и поиске финансирования, а также реорганизацию совета директоров.

[Kaplan, Strömberg, 2008] рассматривают изменения, которые могут проводить РЕ-фонды в компаниях, в которые они инвестируют. Эти изменения сгруппированы в три категории: финансовый инжиниринг (*financial engineering*), инжиниринг корпоративного управления (*governance engineering*) и операционный инжиниринг (*operational engineering*).

К финансовому инжинирингу авторы относят введение опционов в систему поощрительных вознаграждений менеджеров, а также увеличение долговой нагрузки компании. Опционы на акции компании призваны сместить фокус менеджеров с краткосрочных результатов на долгосрочные, что позволяет уравнивать их интересы с интересами акционеров. Увеличение долговой нагрузки дисциплинирует менеджеров и не позволяет им тратить попусту денежные средства компании.

Категория инжиниринг корпоративного управления охватывает изменения, которые проводят РЕ-фонды в корпоративном управлении компаний, в которые они инвестируют. Авторы утверждают, что РЕ-фонды активно участвуют в деятельности совета директоров, взаимодействие с которым состоит как из формальных собраний, так и из неформальных контактов. Кроме того, РЕ-фонды могут заменять плохо работающих менеджеров. [Acharya, Kehoe, 2008] в своем исследовании показали, что в рассмотренной ими выборке РЕ-фонды в среднем заменяли около одной трети исполнительных директоров в течение 100 дней после приобретения доли в компании и около двух третей – в течение 4 лет.

Наконец, к операционному инжинирингу [Kaplan, Strömberg, 2008] относят отраслевые знания РЕ-фондов, которые они применяют, чтобы увеличить ценность их инвестиций в компании. РЕ-фонды выбирают такие компании, где они могут применить свои знания о конкретной отрасли, чтобы улучшить их результативность. Фонды также разрабатывают для компаний планы по снижению затрат, выделению отдельных бизнесов в дочерние структуры, продаже неходовых активов и приобретению других компаний.

[Klein, Zur, 2009] в своем исследовании на рынке США рассматривали активизм различных институциональных инвесторов, включающих хедж-фонды, PE-фонды, венчурные фонды. Не вводя разграничений между активными действиями таких инвесторов, авторы определяют акционерный активизм как стратегию, при которой инвестор приобретает долю в компании с целью реализации изменений в ее деятельности. При этом авторы идентифицировали активизм инвесторов, если они заполняли Schedule 13D при покупке как минимум 5% акций. На основе анализа заполненных Schedule 13D авторы выделили несколько целей, которые преследовали инвесторы активисты:

1. провести изменения в совете директоров;
2. изменить направление стратегии компании;
3. препятствовать слиянию;
4. продать компанию;
5. заставить компанию провести выкуп акций;
6. поменять CEO;
7. сократить вознаграждение CEO;
8. заставить компанию выплатить дивиденды.

[Rauch et al., 2012], проводившие свое исследование в Германии, определяют акционерный активизм PE-фондов как действия, предпринимаемые фондами в компаниях-мишенях для проведения изменений. Для идентификации активных инвестиций PE-фондов авторы использовали 4 критерия:

1. фонд владеет контрольным пакетом в компании;
2. фонд имеет как минимум одно место в совете директоров;
3. фонд поменял CEO компании;
4. фонд поменял CFO компании.

Если инвестиция PE-фонда соответствует хотя бы одному из этих критериев, то она является активной. Авторы выделили такие критерии на основе типичных характеристик активизма PE-фондов. Если фонд хочет играть активную роль в деятельности компании, ему необходимо получить место в совете директоров или купить контрольный пакет. Не сделав это, фонд не сможет получить достаточное влияние, чтобы активно проводить изменения в стратегических и операционных решениях компании. Однако получение мест в совете директоров или покупка контрольного пакета необязательно означает, что фонд будет

реализовывать стратегию акционерного активизма. Поэтому авторы также добавили замену CEO/CFO в качестве критериев для идентификации активизма.

[J.P.Morgan, 2014] в своем исследовании изучали акционерный активизм в Европе среди различных институциональных инвесторов, в том числе и среди PE-фондов. Проанализировав активистские кампании в Европе за период 2010-2013 гг., авторы сгруппировали их по целям, которые преследовали активисты.

Таблица 3

Наименование группы	Цель кампании
Относящиеся к корпоративному управлению	Получение мест в совете директоров Замена членов совета директоров Изменение вознаграждения менеджеров Увольнение менеджеров
Относящиеся к слияниям/поглощениям	Продажа компании Оптимизация бизнес-портфеля компании (например, продажа неключевых подразделений) Другие (например, сопротивление слиянию с другой компанией)
Относящиеся к капиталу	Выплата свободных денежных средств акционерам Привлечение капитала/реструктуризация активов
Операционные улучшения	Сокращение затрат Изменение стратегии

Источник: [J.P.Morgan, 2014]

Кроме того, авторы выделили несколько типичных тактик (действий) активистов, направленных на достижение целей кампании, которые они сгруппировали от наименее к наиболее агрессивным.

Таблица 4

Степень агрессивности	Типичные тактики
Умеренная	Беседы с клиентами, акционерами и руководителями среднего звена Наем отраслевых экспертов Запрос на встречу с менеджментом компании

Умеренная	Поощрение других фондов к покупке акций Частное письмо совету директоров
Более агрессивная	Постепенное увеличение доли в компании Открытое письмо совету директоров Обсуждение/критика деятельности компании в СМИ Формирование комитета/альянса с другими акционерами Выдвижение своих предложений на ежегодном собрании
Враждебная	Презентация подробного предложения в «белой книге» (white paper) Требование места в совете директоров Борьба за доверенность (proxy fight), чтобы заменить членов совета директоров или менеджмента компании Тендерное предложение

Источник: [J.P.Morgan, 2014]

[Chen et al., 2014] рассматривали сделки PE-фондов на американском рынке с 1990 по 2006 г., пытаясь выяснить, в результате каких активных действий фондов создается дополнительная ценность в компаниях-мишенях. В результате исследования авторы пришли к выводу, что активная инвестиция PE-фонда, которая создает дополнительную ценность в компании-мишени, — это инвестиция, в ходе которой фонд приобретает от 5% до 50% акций и проводит следующие изменения в компании (классификация изменений основана на [Kaplan, Strömberg, 2008]):

1. инжиниринг корпоративного управления: назначение своих представителей в совет директоров и увольнение топ-менеджеров;
2. операционный инжиниринг: назначение своего представителя в совет директоров с опытом работы в отрасли компании-мишени или в области финансов;
3. финансовый инжиниринг: увеличение доли в компании, которой владеет CEO; увеличение вознаграждения CEO, привязанного к результативности компании (например, опционы на акции компании); увеличение долговой нагрузки компании.

[Petry, 2015] изучал активизм PE-фондов на немецком фондовом рынке. В ходе своего исследования автор обнаружил, что активная роль в деятельности компаний, в которые

инвестируют РЕ-фонды, проявляется через замену CEO. При этом автором рассматривались сделки, в которых РЕ-фонд приобретал как минимум 5% акций. Такой выбор был обусловлен тем, что в рассматриваемом автором периоде (1999-2006 гг.) инвесторы в Германии были обязаны раскрывать информацию о наличии доли в компании, если она превышает 5%. Автор пришел к выводу, что активизм РЕ-фонда зависит не столько от прав, которые дает ему та или иная доля в компании, сколько от того, получил ли фонд места в совете директоров компании.

#### **2.4. Подходы к измерению результативности компании**

Измерение результативности (performance measurement) является необходимым звеном в эффективном управлении любой фирмы. Улучшение бизнес-процессов невозможно без измерения результатов, которые дают процессы. Результаты организационных процессов необходимо измерять для того, чтобы определить, как организационные ресурсы влияют на результативность деятельности компании [Gadenne, Sharma, 2002; Madu et al., 1996].

Успешность компании, как правило, определяется на основе ее результативности за определенный промежуток времени. Измерение результативности компании позволяет сравнивать ее показатели на различных временных промежутках. Тем не менее, никем ещё не предложен универсальный показатель, с помощью которого можно измерять любой аспект результатов деятельности компании [Al-Matari et al., 2014].

Причина отсутствия универсального показателя результативности может заключаться в том, что существуют различные трактовки самого понятия «результативность компании» (firm performance). К примеру, в [Neely et al., 1995] понятие результативности связывается с понятиями «efficiency» и «effectiveness». В то же время, [Фетодотов, 2012] утверждает, что «эффективность (efficiency, effectiveness) — одно из наиболее общих экономических понятий, не имеющее пока, по-видимому, единого общепризнанного определения». Согласно [Фетодотов, 2012] «effectiveness» измеряет степень достижения установленных для организации целей, а «efficiency», сопоставляя получаемые анализируемой единицей результаты со значениями факторов (обычно затратами ресурсов), при которых они были достигнуты, дает представление о том, насколько экономично она функционирует. [Verweire, Berghe, 2004] подчеркивают, что, хотя концепция результативности деятельности компании широко используется в теоретических и эмпирических работах, само понятие результативности остается довольно размытым. Исследователи до сих пор не могут определить, какое определение результативности лучше и какой критерий должен



использоваться, чтобы оценивать состоятельность каждого определения. Кроме того, часть определений только частично отражают суть результативности. Причина сложности определения результативности компании заключается в многогранности концепции результативности. Например, результативность можно определить через финансовые показатели (рыночная стоимость, прибыльность, Value-at-Risk), но ее также используют и в других областях, таких как операции (эффективность, пропускная способность, качество продукции) или маркетинг (удовлетворенность потребителей, число потребителей). Таким образом, определяя понятие результативности компании, нужно учитывать, какой аспект деятельности компании (финансовый, операционный и т.д.) необходимо оценить.

Рассматривая понятие результативности, необходимо разграничивать факторы, которые могут влиять на результат деятельности, и сами результаты деятельности, выраженные конкретным показателем. К примеру, [Combs et al., 2005] утверждают, что операционная результативность, которую можно описать эффективностью производства, является фактором, который влияет на финансовую результативность. В то же время, удовлетворенность потребителей, описывающая маркетинговую результативность, так же может влиять на результаты финансовой деятельности компании.

Авторы, изучавшие акционерный активизм хедж-фондов и результативность компаний, в которые они инвестируют, в своих исследованиях, как правило используют финансовые показатели для измерения результативности [Klein, Zur, 2006; Brav et al., 2008; Clifford, 2008; Mietzner et al., 2011; Froese, 2017]. К таким показателям относятся: рентабельность активов, рентабельность собственного капитала, прибыль на акцию, темпы роста выручки или денежных потоков, денежные потоки, EBITDA, EBIT, дивиденды. Поскольку все эти показатели характеризуют финансовую результативность компании, то в данной работе под результативностью деятельности компании будет пониматься финансовая результативность.

## **2.5. Финансовые показатели результативности компании**

Существуют как минимум два подхода к измерению финансовой результативности компаний: бухгалтерский и рыночный. Первый подход предполагает вычисление показателей результативности по данным финансовой отчетности компаний, второй — использует данные, предоставляемые рынком, например, рыночную капитализацию.

## 2.5.1. Бухгалтерские показатели результативности деятельности компании

### Рентабельность инвестиций (ROI)

Бухгалтерской оценкой эффективности (результативности) часто выступает показатель рентабельности инвестиций (return on investments — ROI), который показывает отдачу от инвестиций компании. Рентабельность инвестиций является одним из самых важных финансовых показателей. Существуют два основных варианта расчета показателя ROI: рентабельность активов (return on assets — ROA) и рентабельность собственного капитала (return on equity — ROE) [Ковалев, 2006; Волков, 2006; Masa'deh et al., 2014].

Показатель рентабельности активов является одним из самых наиболее используемых финансовых показателей. ROA используется в финансах ROA на два показателя: рентабельности продаж (return on sales — ROS) и оборачиваемости активов (asset turnover). [Horrigan, 1968]. Показатель ROA измеряется следующим образом:

$$ROA = \frac{\text{операционная прибыль}}{\text{активы}} \quad (1)$$

С помощью данного показателя можно измерять эффективность использования активов независимо от того, какие источники финансирования, собственный капитал или долг, использует компания [Stickney, 1996; Волков, 2006]. По сути, показатель ROA дает возможность количественно оценивать, насколько хорошо менеджеры управляют активами компании. Использование ROA в качестве показателя результативности позволяет сфокусировать внимание менеджеров на активах, на основе которых построен бизнес компании [Hagel et al., 2010].

Аналитики часто рассчитывают ROA для изучения финансового состояния компании, ее результативности и будущих перспектив. [Gibson, 1987] опросил дипломированных финансовых аналитиков (Chartered Financial Analyst — CFA) и выяснил, что около 90% аналитиков используют ROA в качестве основного способа измерения прибыльности компании.

Многие авторы, изучавшие активизм хедж-фондов, использовали показатель ROA для измерения результативности компаний, в которые фонды инвестируют. К примеру, [Klein, Zur, 2006] в своем исследовании показывают, что для компаний выборки, в среднем показатель ROA снижается после приобретения хедж-фондом доли в этой компании и реализации стратегии акционерного активизма. [Brav et al., 2008] установили, что компании, в которые

инвестируют хедж-фонды, имеют в среднем более высокий ROA, чем аналогичные им компании по размеру и отрасли. [Clifford, 2008] обнаружил, что на рассмотренной им выборке, для компаний, в которые хедж-фонды инвестировали с целью реализации стратегии активизма, наблюдалось увеличение ROA по сравнению с компаниями, в которые хедж-фонды инвестировали пассивно.

Рентабельность собственного капитала показывает, насколько успешно менеджеры максимизируют доходность инвестиций акционеров в компанию [Alexander, Nobes, 2001]. Иными словами, данный показатель показывает остаточную отдачу на денежную единицу средств, вложенных акционерами в собственный капитал компании. На ROE влияет структура капитала компании [Волков, 2006]. Показатель ROE рассчитывается по формуле:

$$ROE = \frac{\text{операционная прибыль}}{\text{собственный капитал}} \quad (2)$$

Согласно [Hagel et al., 2010] многие менеджеры фокусируются именно на показателе ROE, поскольку именно им интересуются акционеры больше всего. ROE можно разложить на три компоненты: рентабельность продаж, оборачиваемость активов и финансовый леверидж (отношение активов к собственному капиталу). Таким образом, показатель ROE можно повысить, улучшив прибыльность компании, используя активы более эффективно и увеличивая долговую нагрузку. Однако со временем становится понятно, что за повышением ROE не всегда следует увеличение ценности для акционеров [Wet, Toit, 2007].

Ряд авторов критикуют использование показателя ROE. В [Reimann, 1989] отмечается, что ROE может успешно использоваться в качестве механизма внутреннего контроля, однако он не может отражать всю экономическую суть ценности компании. Поэтому инвесторы, которым интересна ценность, генерируемая компанией, больше обращают внимание на денежные потоки, а не на бухгалтерские оценки доходности. [Wet, Toit, 2007] утверждают, что очевидный недостаток показателя ROE заключается в том, что бухгалтеры могут манипулировать прибылью через изменения политики учета. Кроме того, увеличение долговой нагрузки с целью повышения ROE не всегда является хорошей стратегией для компании. Чрезмерный долг несет в себе высокий финансовый риск, что ведет к снижению цены акции и, соответственно, разрушает ценность компании для акционеров. [Hagel et al., 2010] отмечают, что использование финансового рычага может быть чересчур привлекательным для менеджеров. Менеджеры болезненно реагируют на снижение ROE, поскольку это сразу отражается в цене акций. С другой стороны, риски, которая несет в себе стратегия повышения

финансового рычага, не отражаются в цене сразу, поэтому существует определенное искушение избежать последствий низкого ROE.

Ряд исследователей, оценивавших результативность компаний при реализации хедж-фондами стратегии акционерного активизма, использовали показатель ROE. Так, например, [Klein, Zur, 2006] показали, что в рассмотренной ими выборке компаний ROE в среднем снижается через год после инвестирования хедж-фондов в компании и реализации стратегии акционерного активизма. В [Brav et al., 2006] установлено, что в среднем ROE компаний улучшается через год после активистских кампаний хедж-фондов.

### **Бухгалтерская прибыль**

Прибыль отражает финансовый результат деятельности компании за определенный период. Прибыль компании используется широким кругом лиц для различных целей. К примеру, она используется при разработке системы вознаграждения менеджеров высшего звена, данный показатель часто включается в соглашения о выдаче кредитов в качестве ковенант, прибыль включают в проспект первичного размещения акций [Dechow, 1992].

Прежде, чем перейти к способам измерения прибыли, стоит остановиться на сущности этого показателя. Нужно подчеркнуть, что прибыль — это ненаблюдаемый феномен в реальном мире, для которого бухгалтеры придумали различные способы оценки. Прибыль — это теоретическая концепция, с помощью которой можно понять, что было достигнуто компанией за определенный промежуток времени. Бухгалтеры не измеряют хорошо определенную величину: они применяют различные правила учета выручки и затрат, на основе которых потом вычисляется итоговая величина прибыли. В зависимости от метода учета могут получаться различные значения прибыли [Нах, 2003]. Остановимся на трех популярных способах измерения прибыли: EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), EBIT (Earnings before interest and taxes) и чистая прибыль (net income).

Показатель EBITDA представляет собой сумму операционной прибыли и амортизации. EBITDA характеризуют как упрощенный аналог денежного потока компании, поскольку он учитывает неденежные расходы [Mulford, Comiskey, 2002].

EBITDA является довольно популярным показателем, который используется для оценки бизнеса, в особенности, тех компаний, которые не публикуют отчеты о движении денежных средств [Greenwald et al., 2001; Verninmen et al., 2005]. Фондовые аналитики часто

используют мультипликаторы на основе EBITDA в своих оценках [Fernandez, 2002; Bancel, Mittoo, 2014]. Менеджеры многих компаний рассматривают EBITDA как основной показатель, который отражает результативность компании. [Mulford, Comiskey, 2002] провели опрос среди 200 компаний, чтобы выяснить причины, по которым компании используют показатель EBITDA. Согласно опросу компании считают, что EBITDA может быть полезен для:

- оценки результативности компании;
- соотнесения с будущими расходами;
- оценки операционного денежного потока;
- оценки финансового состояния компании;
- оценки денежных средств для обслуживания долга;
- измерения ликвидности компании.

Ряд исследователей отмечают, что показатель EBITDA имеет и недостатки. С помощью данного показателя сложно сопоставлять различные компании между собой, поскольку каждая компания может вести учет неденежных статей по-своему. К примеру, некоторые компании могут специально завышать операционную прибыль за счет увеличения срока использования внеоборотных активов, что, соответственно, снижает величину амортизации и EBITDA [Mulford, Comiskey, 2002; Epstein, 2009; Demerjian, 2009]. Кроме того, [Rozenbaum, 2014] обнаружил, что менеджеры имеют тенденцию к чрезмерному инвестированию, если фокусируются только на EBITDA.

Другими показателями, которые используются для измерения прибыли, являются EBIT и чистая прибыль. EBIT вычисляется как разница между выручкой и операционными затратами. Чистая прибыль является итоговым показателем отчета о прибылях и убытках, который учитывает все расходы, понесенные компанией, включающие проценты по долгу и налоги. Как и EBITDA, данные показатели используются для оценки результативности, но они и так же подвержены присущим ему недостаткам, связанными со спецификой политики учета в компании [Mulford, Comiskey, 2002; Волков, 2008].

### **2.5.2. Рыночные показатели результативности деятельности компании**

В данном разделе будут рассмотрены основные рыночные показатели, которые используют для оценки результативности компании: экономическая добавленная стоимость

(Economic Value Added — EVA), рыночная добавленная стоимость (Market Value Added — MVA) и мультипликатор «цена-прибыль» (price-to-earnings ratio — P/E).

### **Экономическая добавленная стоимость**

Показатель экономической добавленной стоимости был разработан в 1983 году компанией Stern Stewart & Co для оценки результативности, выраженной через добавленную стоимость, генерируемой компанией для акционеров. Stern Stewart & Co определяет EVA следующим образом:

$$EVA = NOPAT - WACC * IC \quad (3)$$

где NOPAT (net operating profit after tax) — чистая посленалоговая операционная прибыль, WACC — средневзвешенные затраты на капитал, IC — инвестированный капитал [Stern, Stewart, 1997].

Основным преимуществом показателя EVA по сравнению с такими показателями, как EBITDA и ROI, является то, что он оценивает все затраты по ведению бизнеса: и расходы по операционной деятельности, и расходы по финансированию этой деятельности. К примеру, показатель ROE не учитывает изменения в долговой нагрузке компании. Максимизируя ROE, менеджеры могут сократить ценность компании для акционеров за счет увеличения долга [Costin, 2017]. [Venktraman, Ramanujam, 1986] утверждают, что бухгалтерские показатели рентабельности не могут в полной степени оценить результативность компании. EVA показывает, какую ценность создает компания для акционеров. Многие компании используют концепцию EVA в процессе принятия решений, часто привязывая вознаграждения менеджеров к этому показателю [Stern, Stewart, 1997].

EVA акцентирует внимание менеджеров на том, что для того, чтобы оправдать целесообразность инвестиций, они должны сгенерировать такой доход, который как минимум покрывает затраты на привлечение капитала. Только в этом случае акционерам выгодно вкладывать средства в компанию. Таким образом, концепция EVA основывается на идее о том, что основная цель фирмы — максимизация ценности для акционеров. При правильном расчете EVA может служить эквивалентом NPV в качестве принятия инвестиционных решений и при оценке компаний [Damodaran, 2012]. Кроме того, с помощью EVA менеджеры компании могут оценивать результативность ее подразделений. Если подразделение генерирует отрицательное значение EVA, руководство может решить, что активы этого подразделения можно использовать для других целей [Brealey et al., 2011].

Несмотря на все преимущества EVA показатель также обладает недостатками. [Villiers, 1997] в своей работе утверждает, что EVA не учитывает инфляцию и поэтому не может служить эффективным способом измерения действительной результативности компании. Помимо этого, автор отмечает, что расчет EVA производится на основе бухгалтерской прибыли, а при отсутствии необходимых корректировок бухгалтерская прибыль не может отражать истинную экономическую прибыль, которую зарабатывает компания. После изучения около 112 статей, посвященных EVA, [Sharma, Kumar, 2010] пришли к выводу, что необходимо провести больше исследований для эмпирического установления целесообразности использования данного показателя для оценки результативности компаний, поскольку на данный момент у исследований сложилось смешанное мнение о EVA.

### **Рыночная добавленная стоимость**

Расчет рыночной добавленной стоимости производится следующим образом:

$$MVA = \text{Рыночная стоимость компании} - \text{Инвестированный капитал} \quad (4)$$

Согласно [Ehrbar, 1998] показатель MVA, как и EVA, показывает ценность, которую генерируют активы компании. Он показывает разницу между деньгами, которые компания получает от своей деятельности, и деньгами, которые инвесторы вкладывают в компанию, т.е. данный показатель дает оценку того, что инвесторы могут получить при продаже компании. MVA отражает рыночную оценку эффективности деятельности менеджмента по управлению ресурсами компании. По показателю можно также сделать вывод о перспективах компании на долгосрочном периоде, поскольку рыночная оценка отражает приведенную ценность будущих поступлений.

Еще одним преимуществом MVA можно считать тот факт, что данный показатель учитывает риск компании, так как рыночная стоимость компании отражает суждения инвесторов о риске компании, а также о ее результативности. Это означает, что показатель MVA можно использовать для сравнения результативности компаний различных отраслей и даже различных стран. Кроме того, концепция MVA соотносится с суждением о том, что компания должна максимизировать ценность для акционеров.

Чаще всего результативность компании оценивается не по абсолютному значению MVA, а по его относительному изменению за период. Согласно [The Research Foundation of the ICFIA, 1996] изменение MVA является оценкой того, насколько эффективно менеджмент

компания использует капитал, чтобы увеличивать ценность для всех поставщиков капитала, в том числе и для акционеров.

### **Мультипликатор «цена-прибыль»**

Мультипликаторы представляют собой отношение двух показателей. Например, отношение цены акции и выручи на акцию называется мультипликатором «цена-объем продаж» или P/S (price-to-sales ratio). Среди рыночных показателей результативности именно мультипликаторы позволяют сравнивать результативность разных компаний между собой.

Одним из самых наиболее используемых мультипликаторов является мультипликатор «цена-прибыль» (P/E). Он рассчитывается как отношение цены акции компании к ее прибыли на акцию. Высокое значение P/E говорит о том, что инвесторы имеют высокие ожидания относительно будущего роста компании [Stickney et al., 1996; Damoradan, 2012].

Когда производится сравнение мультипликаторов P/E разных компаний, трудно гарантировать, будет ли прибыль на акцию оценена для всех компаний по одинаковым правилам учета. Различия в способах оценивания прибыли могут заключаться в использовании разных стандартов финансового учета, а также разных правил признания расходов и доходов у каждой компании [Damodaran, 2012].

Еще одна проблема использования P/E для оценки результативности компаний заключается в том, что акции не каждой компании торгуются на рынке. Таким образом, для непубличных компаний сложно получить рыночную оценку ее собственного капитала [Brealey et al., 2011].



## ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

### 3.1. Формулировка гипотез исследования

Существует ряд исследований, посвященных акционерному активизму хедж-фондов, в которых авторы утверждают, что такая стратегия может улучшать результативность компании. В исследованиях, проведенных на выборках из сделок, в ходе которых хедж-фонды реализовывали стратегию акционерного активизма, [Boyson, Moorandian, 2007; Brav et al., 2008; Becht et al, 2010; Bebchuk et al., 2015; Froese, 2017] показывается, что результативность компании через год после инвестиции хедж-фонда в среднем улучшается по сравнению с предыдущим. Тем не менее, [Clifford, 2008] отмечает, что недостаточно просто рассматривать эффекты от акционерного активизма для компаний, в которых хедж-фонды применяют такую стратегию, необходимо сравнивать результативность компаний, являющихся объектом активных инвестиций хедж-фондов, с результативностью компаний, в которые хедж-фонды инвестируют пассивно. Используя такой подход, [Klein, Zur, 2006; Brav et al., 2010; Flungum, Souther, 2017] обнаружили, что в среднем результативность компаний-объектов активных инвестиций хедж-фондов ниже, чем компаний-объектов пассивных инвестиций. Основываясь на результатах упомянутых исследований, была сформулирована следующая гипотеза исследования:

*H1: Рентабельность активов, в которых хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма, через год после приобретения доли хедж-фондом в среднем ниже, чем рентабельность активов компаний, где хедж-фонд такую стратегию не применяет.*

На основе анализа литературы, представленном в Главе 2, было установлено, что акционерный активизм — это стратегия, с помощью которой инвестор, владеющий долей в компании, осуществляет действия, которые влияют на ее деятельность. Возможность осуществлять такие действия появляется у инвестора за счет прав, которыми его наделяет та доля в компании, которую он приобретает. Таким образом, имеет смысл выяснить, различается ли результативность компаний в зависимости от доли владения хедж-фонда в случае активных и пассивных инвестиций. В соответствии с этой идеей была сформулирована вторая гипотеза исследования:

*H2: Рентабельность активов компаний зависит не только от стратегии акционерного активизма хедж-фондов, но и от доли собственности в компании, которую приобретает хедж-фонд.*

Как уже было рассмотрено выше, ряд исследователей [Becht et al., 2006; Boyson, Moorandian, 2007; Brav et al., 2008; Bebchuk et al., 2015; Froese, 2017] изучали, как изменяется результативность компаний, которые стали целью акционерного активизма хедж-фондов. Авторы делают вывод, что в среднем результативность компаний улучшается после активных инвестиций хедж-фондов. В то же время, исходя из определения акционерного активизма, можно допустить, что чем больше доля хедж-фонда в компании, тем успешнее он способен проводить необходимые ему изменения и тем лучше становится результативность компании. Основываясь на этих идеях, была сформулирована третья гипотеза исследования:

*НЗ: Взаимосвязь между долей собственности хедж-фонда в компании, в которой он реализует стратегию акционерного активизма, и рентабельностью активов будет нелинейной.*

### 3.2. Методология исследования

Для тестирования гипотезы исследования использовалась следующая эконометрическая модель:

$$Performance = \beta_0 + \beta_1 Fin + \beta_2 Active + \beta_3 Ownership + \varepsilon \quad (5)$$

где *Performance* — зависимая переменная, характеризующая результативность компании, *Fin* — вектор переменных финансовых показателей компании, *Active* — вектор, состоящий из переменных, характеризующей акционерный активизм хедж-фондов, *Ownership* — вектор переменных, характеризующих доли владения хедж-фондов в компаниях,  $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$  — вектор неизвестных коэффициентов,  $\varepsilon$  — случайная ошибка.

Результативность компании измеряется с помощью показателя  $ROA_{t+1}$  за следующий отчетный год  $t+1$  после приобретения хедж-фондом доли в компании в год  $t$ . Данный показатель был выбран на основе анализа предыдущих исследований, изучавших активизм хедж-фондов и PE-фондов в Европе, представленном в Главе 2.

На основе представленного в Главе 2 обзора исследований под понятием «акционерный активизм хедж-фонда» будут пониматься действия хедж-фонда, которые направлены на проведение изменений в компании, в которую он инвестирует. Возможность реализовывать такие действия появляется в результате владения хедж-фондом доли в компании. Инвестиция хедж-фонда в компанию называется «активной», если в течение года после инвестиции в компании происходят следующие изменения:

1. изменение структуры собственности:
  - хедж-фонд наращивает долю;
2. изменения в управлении компанией:
  - происходит замена CEO;
  - происходит замена CFO;
3. изменение структуры капитала:
  - происходит увеличение дивидендных выплат;
  - проводится выкуп акций;
  - увеличивается долговая нагрузка.

Если ни одного из перечисленных выше изменений не происходит, инвестиция хедж-фонда называется «пассивной».

Описание переменных модели представлено в Таблице 5.

Таблица 5

Описание	Переменная
<b>Зависимая переменная (<i>Performance</i>)</b>	
roa_after	Рентабельность активов за следующий отчетный год после приобретения хедж-фондом доли в компании, измеренная как отношение операционной прибыли к активам компании
<b>Независимые переменные</b>	
<b>Переменные вектора <i>Active</i></b>	
active	Бинарная переменная, равная 1, если в компании происходит хотя бы одно из изменений, перечисленных в методологии идентификации активной инвестиции хедж-фонда, в течение года после инвестиции хедж-фонда, и равная 0, если нет
<b>Переменные вектора <i>Ownership</i></b>	
stake	Доля хедж-фонда в компании
active_stake	Доля хедж-фонда в компании, где фонд реализует стратегию акционерного активизма

<b>Переменные вектора <i>Fin</i></b>	
roa_at	Рентабельность активов за отчетный год, когда хедж-фонд осуществил инвестицию в компанию, измеренная как отношение операционной прибыли к активам компании
ln(sales_after)	Размер компании. Значения переменной вычислялись как логарифмом выручки (в тыс. евро) за следующий отчетный год после приобретения хедж-фондом доли в компании

Все финансовые показатели компаний были получены через базу данных Thomson Reuters Eikon, доли хедж-фондов в компаниях были взяты из базы данных ZEPHYR Bureau van Dijk.

### **3.2.2. Формирование выборки и описательная статистика переменных**

Выборка компаний для проведения эмпирического исследования формулировалась следующим образом. Список сделок, в ходе которых хедж-фонды приобретали доли в компаниях, был получен из базы данных ZEPHYR Bureau van Dijk. Поисковой запрос формировался следующим образом:

1. статус сделки: завершена;
2. временной период: до 31.12.2016;
3. страновая принадлежность компании-мишени: Германия;
4. описание деятельности компании, которая приобретает долю: хедж-фонд.

Поскольку выгруженный список сделок содержал организации, которые не являются хедж-фондами, такие сделки были исключены. Далее были исключены те сделки, для которых отсутствовала информация о финансовых показателях компании-мишени, а также информация, необходимая для идентификации случаев акционерного активизма. В итоговую выборку вошли 145 сделок за период 2003-2016 гг.

Для идентификации случаев акционерного активизма необходимо было разработать методологию. В первую очередь стоит рассмотреть, подходы с помощью которых исследователи идентифицировали случаи акционерного активизма. В частности, многие авторы, изучавшие акционерный активизм хедж-фондов в США, использовали документы

Schedule 13D и Schedule 13G для идентификации случаев активизма [Klein, Zur, 2006; Clifford, 2008; Brav et al., 2008; Aslan, Maraachlian, 2009; Gantchev, 2013; Brav et al., 2015; Bebchuk et al., 2015]. Необходимо пояснить, что из себя представляют Schedule 13D и Schedule 13G. Основным органом, обеспечивающим надзор и регулирование фондового рынка в США, является Комиссия по ценным бумагам и биржам SEC (The United States Securities and Exchange Commission). В частности, SEC устанавливает, что, как только инвестор приобретает более 5% акций компании, он должен заполнить документ, где указывает цель приобретения конкретной доли в компании. Если инвестор имеет намерение влиять на деятельность компании и ее менеджмента (например, внести изменения в бизнес-стратегию или провести реорганизацию в совете директоров), то он заполняет Schedule 13D, где указывает, какие изменения он планирует провести в компании. Если инвестор не имеет планов каким-либо образом влиять на компанию, то он заполняет Schedule 13G.

В большинстве европейских стран пока не существует аналога Schedule 13D, поэтому отслеживание случаев акционерного активизма хедж-фондов на рынках Европы немного затруднено и требует использования других подходов. Большинство исследователей в таком случае фиксируют случаи активизма через изучение новостей о сделках хедж-фондов.

В немецкие компании за рассмотренный период инвестировали хедж-фонды следующих стран: Великобритания, США, Ирландия, Гонконг, Голландия, Сингапур, Швеция и Швейцария. На диаграмме представлено процентное соотношение хедж-фондов по странам.

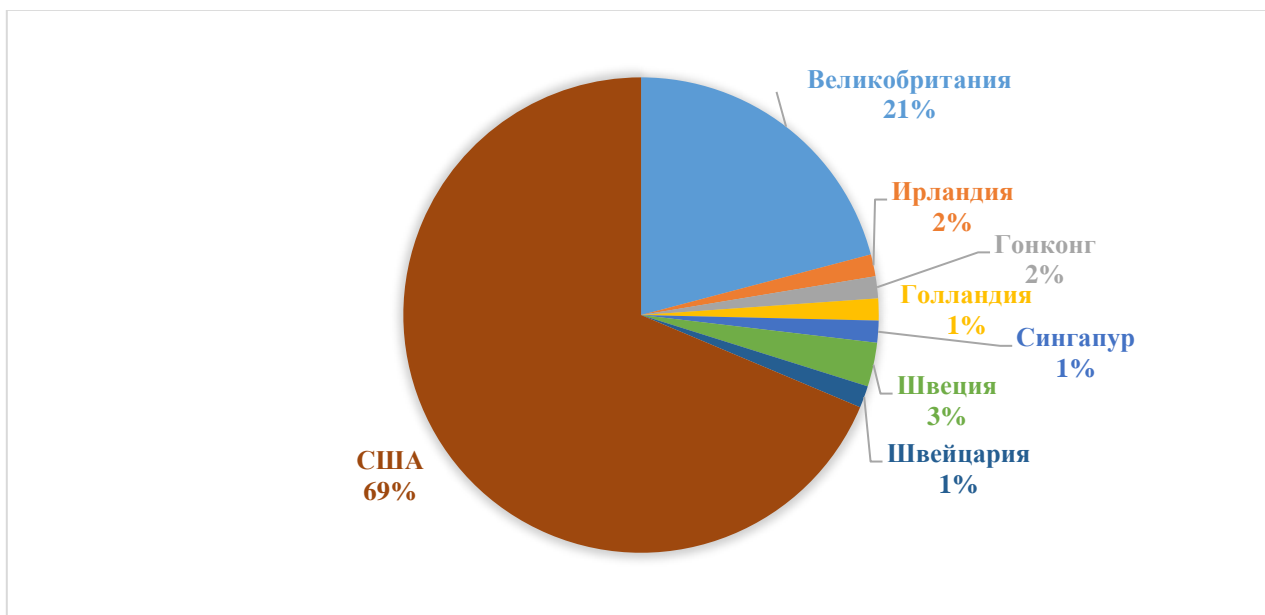


Рис. 2. Процентное соотношение хедж-фондов по странам

Можно отметить, что 69% хедж-фондов, инвестировавших в немецкие компании, были из США, а 21% — из Великобритании. Оставшиеся 10% приходятся на страны Азии и континентальной Европы.

На следующей диаграмме представлено распределение хедж-фондов по странам в зависимости от числа сделок, в которых хедж-фонды конкретной страны участвовали.

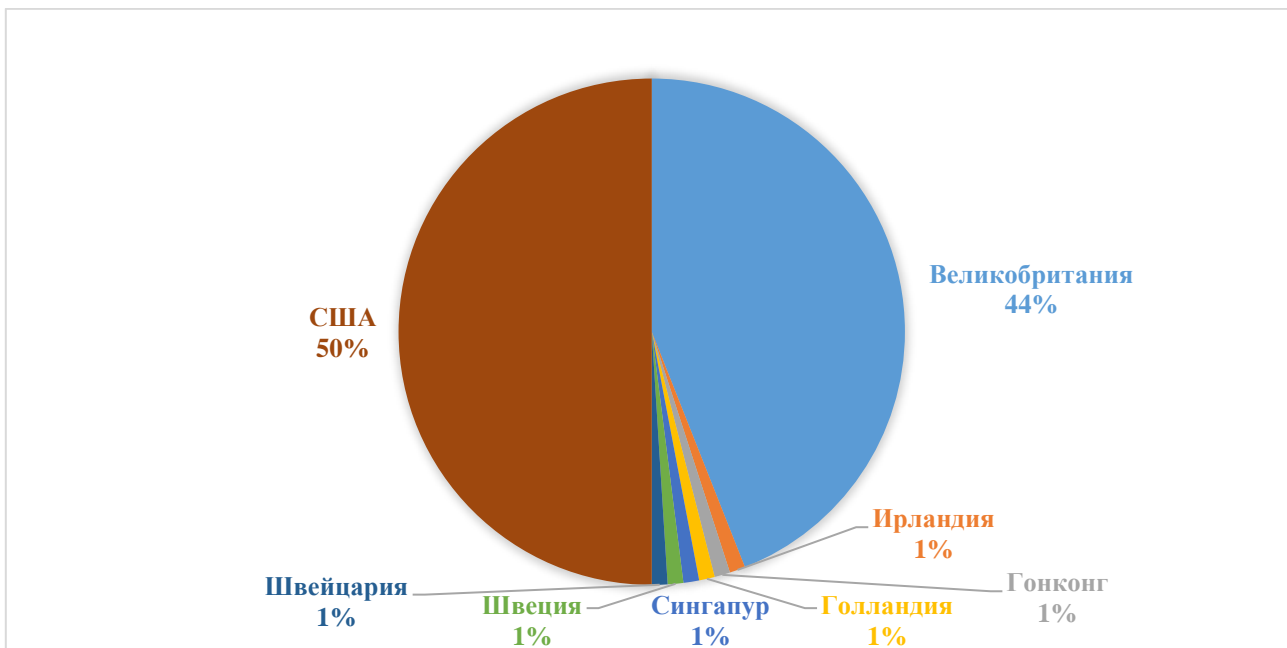


Рис. 3. Распределение хедж-фондов по странам в зависимости от числа сделок

Наиболее активными с точки зрения количества сделок в рассматриваемой выборке оказались хедж-фонды США и Великобритании, составляя около 94% сделок. Оставшиеся 6% сделок приходятся на хедж-фонды Швейцарии, Швеции, Сингапура, Голландии, Гонконга и Ирландии. В исследовании [Froese, 2017], проведенном на немецком рынке, около 70% сделок были реализованы американскими и британскими хедж-фондами, что также иллюстрирует их большую активность по сравнению с хедж-фондами других стран.

Такое существенное преобладание американских и британских хедж-фондов в выборке как по числу, так и по активности можно объяснить спецификой отрасли хедж-фондов. Изначально появившись на рынке США в середине 20 века, американские хедж-фонды являются доминирующим кластером отрасли, превосходя хедж-фонды других стран как количеством, так и величиной совокупных активов, находящихся под их управлением (assets under management — AUM). Тем не менее, с 2000-х годов значительные суммы капитала инвестируются в европейские хедж-фонды, из которых британские составляют около двух

третей. Такая картина может предположительно объяснить, почему в рассматриваемой выборке преобладают американские и британские хедж-фонды [Lhabitant, 2006].

На диаграмме представлено распределение немецких компаний, в которые инвестировали хедж-фонды, по отраслевым секторам.

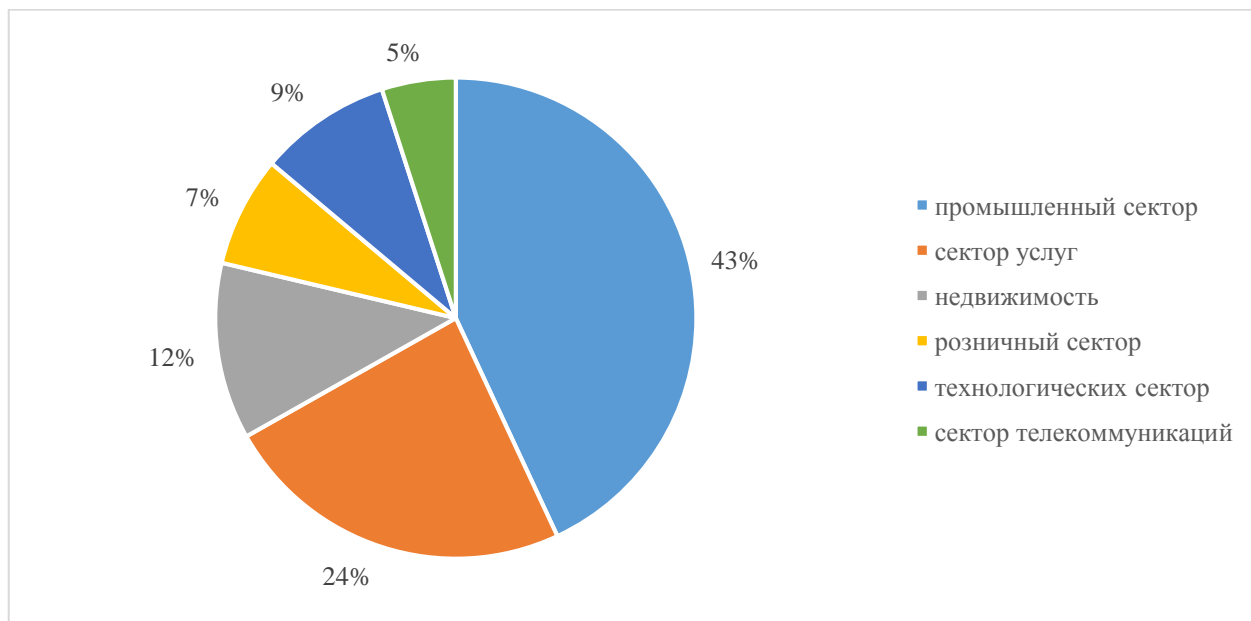


Рис. 4. Распределение немецких компаний, в которые инвестировали хедж-фонды, по отраслевым секторам

Чаще всего мишенью хедж-фондов становились компании промышленного сектора и сектора услуг, их доля составила 67%. Интересно сравнить полученное распределение с прошлыми исследованиями, посвященными активизму хедж-фондов и РЕ-фондов. В исследовании [Klein, Zur, 2006] авторы рассматривали выборку компаний со следующим отраслевым распределением: из компаний сектора услуг (50%), финансового сектора (19%), сектора телекоммуникаций (12%), фармацевтического сектора (11%) и розничного сектора (8%). В выборке [Brav et al., 2015] около 32% компаний принадлежали промышленному сектору. [Mietzner et al., 2011] рассматривали выборку, состоящую из компаний-мишеней хедж-фондов и РЕ-фондов. Наибольшее присутствие в обеих выборках имели компании промышленного сектора (49% и 31%, соответственно), сектора услуг (19% и 37%, соответственно) и финансового сектора (16% и 13%, соответственно). [Froese, 2017] рассматривал выборку компаний, где 31.4% компаний являлись компаниями розничного сектора, 30% — компаниями промышленного сектора, 11.4% — компаниями финансового

сектора, а оставшиеся компании относились к технологическому сектору, сектору услуг и телекоммуникаций.

В таблице ниже представлена описательная статистика переменных, используемых в эконометрической модели.

*Таблица 6*

<b>Переменная</b>	<b>Среднее значение</b>	<b>Стандартное отклонение</b>	<b>Минимум</b>	<b>Максимум</b>
roa_after	0.047	0.070	-0.163	0.246
roa_at	0.036	0.071	-0.226	0.398
sales_after	10 100 000	21 500 000	49 744	217 000 000
active	0.587	-	0	1
stake	0.024	0.086	0.0005	1

Сравним эти результаты с результатами предыдущих исследований, посвященных хедж-фондам и РЕ-фондам. [Achleitner et al., 2008] в своем исследовании, посвященном хедж-фондам и РЕ-фондам на немецком рынке, рассматривали выборку сделок, в которых доля хедж-фондов в компаниях составляла в среднем 8.2%, доля РЕ-фондов — 71.6%. Средний размер компаний, в которые инвестировали хедж-фонды, составляет 159 210 тыс. евро, для РЕ-фондов данный показатель составлял 248 210 тыс. евро, при этом различие статистически значимо. Средний ROA компаний-мишеней хедж-фондов равняется 11.28%, для РЕ-фондов значение соответствующего показателя составляло 10.41%, при этом статистически значимого различия не наблюдается. Авторы утверждают, что хедж-фонды имеют тенденцию приобретать небольшие доли в компаниях, становясь миноритарными акционерами. Такой выбор обусловлен тем, что инвестиционный горизонт хедж-фондов, как правило, небольшой, что позволяет быстро и дешево выходить из компаний. [Mietzner, Schweizer, 2013], изучая акционерный активизм хедж-фондов и РЕ-фондов, обнаружили, что хедж-фонды в среднем инвестируют в менее крупные компании, чем РЕ-фонды. Такую разницу авторы объясняют следующим образом: хедж-фонды, которые реализуют стратегию активизма, в среднем обычно имеют меньше активов под управлением, чем РЕ-фонды, и поэтому инвестируют в менее крупные компании.



Интересно также сравнить компании, в которые хедж-фонды инвестируют активно и пассивно, по их результативности до инвестиции хедж-фонда, размеру и доле владения. В Таблица 7 приведены средние значения результативности компаний до инвестиции хедж-фондов, выручки компаний и доли владения хедж-фондов, также значения t-статистик, необходимых для проведения тестов на равенство средних.

Таблица 7

Средние значения показателей	Выборка компаний «Активные инвестиции»	Выборка компаний «Пассивные инвестиции»	t-статистика
roa_at	0.046	0.022	1.77
sales_after	10 520 000	9 505 000	0.63
stake	0.031	0.014	1.71

Дальнейший анализ различий в средних значениях рассмотренных показателей показывает следующее. Для выручки компаний не наблюдается значимого различия в средних в зависимости от активных/пассивных инвестиций. Для ROA и доли владения такие различия наблюдаются, при этом в среднем ROA компаний, в которые хедж-фонд инвестирует активно, больше, чем ROA компаний, в которые хедж-фонд инвестирует пассивно, что совпадает с результатами прошлых исследований. Такая же картина наблюдается и для доли, которую приобретает хедж-фонд.

[Klein, Zur, 2006] отмечают, что в их выборке среднее значение ROA компаний для активных инвестиций хедж-фондов составляет 6.2%, когда как соответствующий показатель для пассивных инвестиций равняется 2.5%, при этом авторы утверждают, что хедж-фонды, которые реализуют стратегию акционерного активизма, имеют тенденцию инвестировать в компании с более высокой рентабельностью активов. Авторы также утверждают, что хедж-фонды в рассмотренной ими выборке инвестируют в сравнительно небольшие компании: средняя выручка для активных инвестиций составляет 802 300 тыс. долл., для пассивных — 902 900 тыс. долл. (значимого различия не наблюдается).

[Brav et al., 2008] делают те же выводы, что и [Klein, Zur, 2006]: хедж-фонды реализуют стратегию акционерного активизма в компаниях с более высокой рентабельностью активов.

Среднее значение ROA для случая активных инвестиций у авторов составляет 5.4%, средняя доля владения — 6.3%.

[Clifford, 2008] также отмечает, что хедж-фонды-активисты инвестируют в компании с более высокими показателями ROA и ROE, чем пассивные хедж-фонды. Среднее значение ROA при активных инвестициях составляет -7.52%, для пассивных инвестиций значение этого показателя составляет -11.82%.

В исследовании [Froese, 2017] среднее значение выручки компаний, в которых хедж-фонды реализовывали стратегию акционерного активизма, составляет 6 418 080 тыс. евро, среднее значение ROA — 6.17%, среднее значение доли владения хедж-фондов — 5.22%.

Приобретение хедж-фондами более крупных долей владения при активных инвестициях по сравнению с пассивными может быть связано напрямую с тем, что хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма. На основе обзора литературы было установлено, что возможность реализации стратегии активизма появляется за счет доли, которую приобретает хедж-фонд. Более крупная доля дает больше прав хедж-фонду как акционеру компании-мишени. За счет прав, которыми хедж-фонд обладает, он может реализовывать необходимые ему изменения в компании.

В Германии основным законом, регулирующим права акционеров, является German Stock Corporation Act (Aktiengesetz, AktG). Кроме того, к законам, которые определяют и защищают права миноритарных акционеров, относят German Limited Liability Companies Act (Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, GmbHG), German Securities Acquisition and Takeover Act (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) и German Reorganization of Companies Act (Umwandlungsgesetz, UmwG). Права, которыми обладают миноритарные акционеры, сгруппированы в таблице и приведены в Приложении 1.

### **3.3. Результаты эконометрического анализа**

Для тестирования гипотез исследования были построены регрессионные модели, результаты оценивания которых представлены в таблице.

Таблица 9

Переменная	Зависимая переменная: roa_after			
	(I)	(II)	(III)	(IV)
active	-	-0.021**	0.0009	-
stake	-	-	1.225***	-
active*stake	-	-	-1.226***	-
active_stake	-	-	-	0.296**
active_stake_sq	-	-	-	-0.301**
roa_at	0.601***	0.629***	0.682***	0.893***
ln(sales_after)	0.010***	0.010***	0.011***	0.009***
константа	-0.124***	-0.111***	-0.151***	0.129***
R <sup>2</sup>	0.510	0.516	0.559	0.625
p-value	0.000	0.000	0.000	0.000

\*, \*\*, \*\*\* обозначают 10%, 5% и 1% уровень значимости, соответственно.

Все представленные в таблице модели статистически значимы. На первом шаге была построена базовая модель (I) для определения взаимосвязи между результативностью компании и ее финансовыми показателями. Все переменные значимы на 1%-ом уровне значимости. Далее в базовую модель были добавлены переменные, характеризующие активизм хедж-фондов и доли владения хедж-фондов в компаниях.

Для тестирования гипотезы H<sub>1</sub> использовалась модель (II). Все переменные статистически значимы. Переменная active, характеризующая акционерный активизм хедж-фондов, значима, что позволяет сделать вывод о наличии различия в результативности компаний, которые становились объектами активных инвестиций хедж-фондов, по сравнению с результативностью компаний, где хедж-фонды не применяли стратегию активизма, через год после инвестиций хедж-фондов. Коэффициент при переменной active отрицательный, следовательно, гипотеза H<sub>1</sub> принимается: на рассматриваемой выборке через год после инвестиций хедж-фондов результативность компаний, в которых хедж-фонды реализуют стратегию акционерного активизма, в среднем ниже, чем результативность компаний, где хедж-фонды такую стратегию не применяют. В среднем при прочих равных ROA компаний, становившихся объектом активных инвестиций хедж-фондов, меньше на 2.1% по сравнению с компаниями, в которые хедж-фонды инвестировали пассивно.

Для тестирования гипотезы  $H_2$  использовалась модель (III). Чтобы проанализировать отдачу от стратегии активизма и доли владения хедж-фонда в компании, в модель была включена перекрестная переменная  $active*stake$ , являющаяся произведением бинарной переменной  $active$  и переменной  $stake$ . Все переменные модели (III) статистически значимы за исключением переменной  $active$ . С помощью модели (III) можно выявить отдачу от доли владения хедж-фонда в компании для активных и пассивных инвестиций. Коэффициент при переменной  $stake$  равняется 1.225, при перекрестной переменной  $active*stake$  — -1.226. Следовательно, отдача от доли владения хедж-фонда в компании для активных инвестиций составляет -0.001, для пассивных инвестиций — 1.225. При этом, различие в отдаче от доли владения хедж-фонда в компании для активных и пассивных инвестиций составляет -1.226. Таким образом, можно сделать вывод, что результативность компаний зависит не только от стратегии акционерного активизма хедж-фондов, но и от доли владения хедж-фондов в компаниях. При этом результаты показывают, что в среднем в зависимости от доли владения хедж-фонда результативность компаний, в которых хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма, ниже, чем результативность компаний, где хедж-фонд такую стратегию не применяет. Гипотеза  $H_2$  принимается.

Для тестирования гипотезы  $H_3$  использовалась модель (IV). Все переменные статистически значимы. Переменные  $active\_stake$  и  $active\_stake\_sq$  значимы на 5%-ом уровне значимости, что позволяет проанализировать зависимость между результативностью компании и долей владения хедж-фонда в тех случаях, когда фонд реализует стратегию акционерного активизма. Анализ зависимости между показателями представлен на рисунке 5.

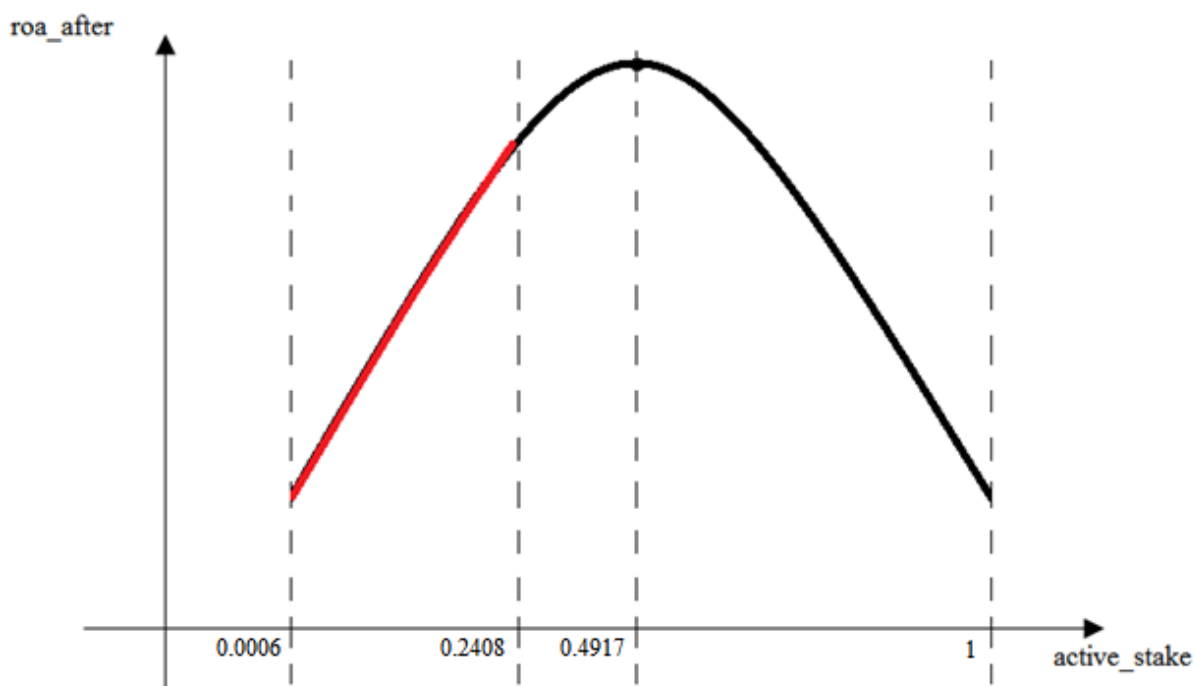


Рис. 5. График взаимосвязи между переменными  $roa\_after$  и  $active\_stake$

На основе анализа квадратичной функции получаем график параболы с вершиной  $active\_stake = 0.4917$ . Однако, как показал анализ описательной статистики переменной  $active\_stake$ , 99% ее значений находятся на отрезке  $[0.0006; 0.2408]$ , следовательно, как видно из графика, взаимосвязь между ROA компании и долей владения хедж-фонда при активной инвестиции линейная и прямая. Таким образом, гипотеза  $H_3$  о нелинейной взаимосвязи между долей владения хедж-фонда и результативностью компании, где хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма, отвергается.

### 3.4. Анализ полученных результатов

В результате проведения эконометрического анализа было установлено, что существуют различия в результативности для случаев активных и пассивных инвестиций хедж-фондов через год после приобретения фондами долей в компаниях. Коэффициент при переменной  $active$  в модели (II) имеет отрицательный знак. Таким образом, в случае активных инвестиций хедж-фондов, компании в среднем через год после инвестиций хедж-фондов имеют меньший показатель ROA, чем компании, где хедж-фонды не используют такую стратегию. Было также выявлено статистически значимое различие в результативности компаний в случае активных и пассивных инвестиций в зависимости от доли владения хедж-фондов. В среднем в зависимости от доли владения хедж-фонда в компании результативность

компаний, в которых хедж-фонд реализует стратегию акционерного активизма, через год после приобретения доли хедж-фондом ниже, чем результативность компаний, где хедж-фонд такую стратегию не применяет. Такие результаты соотносятся с прошлыми исследованиями. [Klein, Zur, 2006], изучавшие акционерный активизм на американском рынке, пришли к выводу, что ROA в среднем меньше для компаний-объектов активных инвестиций, чем для компаний-объектов пассивных инвестиций. Аналогичные выводы можно найти в [Brav et al., 2010; Flungum, Souther, 2017] для хедж-фондов и в [Badunenko et al., 2010; Rauch, Umber, 2012] для PE-фондов. Причина различий в результативности компаний при активных и пассивных инвестициях согласно [Klein, Zur, 2006] заключается в том, что хедж-фонды-активисты извлекают прибыль со своих инвестиций за счет повышения долговой нагрузки компаний и выплата повышенных дивидендов в ущерб улучшения результативности. Подобной интерпретации придерживаются [Mietzner et al., 2011], которые утверждают, что извлечение денежных средств хедж-фондами из компаний, где фонды реализуют стратегию акционерного активизма, приводит к тому, что результативность таких компаний снижается по сравнению с компаниями, ставшими объектами пассивных инвестиций хедж-фондов. Различия в результативности при активных и пассивных инвестициях в случае PE-фондов [Badunenko et al., 2010] объясняет следующим образом: компания-мишень после активной инвестиции PE-фонда увеличивает свои капитальные расходы, что приводит к увеличению амортизационных отчислений или расходов на НИОКР и, как следствие, сокращению ROA. Кроме того, происходит одновременное увеличение суммы совокупных активов, что также уменьшает ROA. [Brunzell et al., 2011] утверждают, что PE-фонды, как правило, концентрируются на долгосрочных вложениях, тем самым увеличивая капитальные вложения компании-мишени, вместо того, чтобы уменьшать величину ее активов для краткосрочного увеличения показателей результативности.

В ходе исследования было также проанализировано, как изменяется результативность компании в зависимости от изменения доли владения хедж-фонда для случая активных инвестиций. Было установлено, что в среднем результативность компании через год после приобретения хедж-фондом доли в компании, измеренная с помощью показателя ROA, имеет прямую линейную взаимосвязь с долей владения фонда. Поскольку возможности реализации стратегии акционерного активизма исходят из доли владения инвестора-активиста в компании, можно сделать вывод, что акционерный активизм хедж-фондов может иметь преимущества для компаний-мишеней, создавая для нее ценность (вывод о создании ценности акционерным

активизмом хедж-фондов можно найти в [Clifford, 2008; Brav et al., 2008; Bebchuk et al., 2015; Froese, 2017]). Увеличивая свою долю в компании, хедж-фонд приобретает больше прав, с помощью которых может продвигать нужные ему изменения в компании. К примеру, возьмем условный хедж-фонд, который владеет 4% акций немецкой компании и реализует стратегию акционерного активизма. Если фонд увеличит свою долю в компании до 5%, то согласно немецкому законодательству он может созвать внеочередное собрание акционеров и внести свое предложение для обсуждения в повестку собрания. За счет такого инструмента хедж-фонд может продвигать решения в компании, которые непосредственно влияют на ее деятельность, что и является целью акционерного активизма по определению. Одним из ярких практических примеров положительного влияния стратегии акционерного активизма хеджа-фонда является кейс железнодорожной компании Canadian Pacific Railroads и хедж-фонда Pershing Square Capital Management [Allaire, Dauphin, 2016]. Осенью 2011 года Pershing Square начал приобретать акции Canadian Pacific Railroads, доведя свою долю в компании в 14.2%. В то же время фонд объявил о своих намерениях провести изменения в компании, поскольку был недоволен результативностью компании и ее положением в отрасли по сравнению с конкурентами. В мае 2017 года хедж-фонд на общем собрании внес предложение заменить действующего CEO Фреда Грина (Fred Green) на Хантера Харрисона (Hunter Harrison), в пользу которого проголосовало большинство акционеров. В результате после прихода Харрисона в компанию ее финансовые показатели улучшились, в том числе и ROA, который составил 6.7% в 2012 году по сравнению с 4.2% годом ранее. Данный кейс иллюстрирует ситуацию, как за счет своей доли в компании хедж-фонд успешно реализовывает стратегию акционерного активизма.

Полученные результаты могут иметь практическую ценность для хедж-фондов, инвесторов и компаний, являющихся объектами активных инвестиций. Хедж-фонду необходимо принимать во внимание тот факт, что результативность компании, в которой он собирается реализовывать стратегию акционерного активизма, через год после приобретения им доли в компании может быть ниже, по сравнению с результативностью компаний, в которых такая стратегия не применяется. Учитывая дополнительные затраты, связанные с активным вмешательством в деятельность компании при реализации акционерного активизма, возможно, хедж-фонду стоит ограничиться пассивной инвестицией, если он планирует краткосрочное пребывание в компании. Кроме того, различия в результативности в случае активных и пассивных инвестиций могут появляться вследствие того, что хедж-фонды

недостаточно хорошо понимают специфику деятельности компаний, в которых они реализуют стратегию акционерного активизма. В результате, фонды могут продвигать решения, которые и приводят к снижению результативности по сравнению с компаниями-объектами пассивных инвестиций. Таким образом, при выборе стратегии акционерного активизма хедж-фонду необходимо четко осознавать, что он понимает всю специфику бизнеса и деятельности компании-мишени.

Компаниям, которые являются целями активистских кампаний хедж-фондов, в первую очередь стоит порекомендовать грамотно оценивать предложения, которые выдвигают хедж-фонды. Компаниям необходимо понимать, что хедж-фонды могут контактировать и с другими акционерами перед тем, как выносить свои предложения на голосование. Поэтому, если менеджмент компании не уверен, что те изменения, которые предлагает хедж-фонд, послужат компании на благо, необходимо поделиться своими сомнениями и с другим акционерами, т.е. наладить с ними активный диалог.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

За последнее десятилетие институциональные инвесторы стали часто использовать стратегию акционерного активизма. Такая стратегия предполагает приобретение доли в компании и активное вмешательство в ее деятельность через реализацию определенных действий. Возможности реализации действий, влияющих на деятельность компании, возникают за счет прав, которыми наделяет инвестора та или иная доля в компании. Одним из инвесторов, использующих такую стратегию, являются хедж-фонды. В связи с этим, многие исследователи задаются вопросом: существует ли взаимосвязь между стратегией акционерного активизма и результативностью деятельности компании, в которую хедж-фонд инвестирует?

В ходе выполнения выпускной квалификационной работы было проведено эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи результативности компаний, ставших объектами инвестиций хедж-фондов, и стратегии акционерного активизма. Заявленная цель, определение наличия взаимосвязи результативности компаний, ставших объектами инвестиций хедж-фондов, и стратегии акционерного активизма, была достигнута. Для достижения поставленной цели был проведен анализ существующей литературы по деятельности хедж-фондов, были рассмотрены различные подходы к определению понятий акционерного активизма и результативности компании, а также представлены способы измерения результативности. Кроме того, было проведено эмпирическое исследование и проанализированы полученные результаты.

Первая глава выпускной квалификационной работы была посвящена изучению хедж-фондов в качестве институциональных инвесторов. В главе были рассмотрены понятие хедж-фонда, его история возникновения и развития, его типичная структура, схема вознаграждения менеджеров хедж-фонда, инвестиционные стратегии, которые применяет хедж-фонд для максимизации доходов от инвестиций. Кроме того, были проанализированы сходства и различия хедж-фондов и других институциональных инвесторов, private equity фондов, которые также часто используют стратегию акционерного активизма.

Вторая глава рассматривала различные подходы к определению понятия акционерного активизма. В первую очередь, были рассмотрены подходы к определению акционерного активизма хедж-фондов. Основной кластер исследований сфокусирован на американском рынке, поэтому были проанализированы основные подходы американских исследователей к

определению данного понятия. Далее, аналогичный анализ был проведен для исследований, фокусирувавшихся на европейском рынке. Кроме того, ввиду установленных в первой главе сходств между хедж-фондами и PE-фондами были проанализированы подходы к определению акционерного активизма PE-фондов. В главе также введено понятие результативности компании и рассмотрены бухгалтерские и рыночные подходы к ее измерению. На основе рассмотренных в главе исследований было определено понятие акционерного активизма хедж-фондов и был выбран способ измерения результативности компании, используемый в эмпирическом исследовании.

В третьей главе было представлено эмпирическое исследование, направленное на определение наличия взаимосвязи результативности компаний, ставших объектами инвестиций хедж-фондов, и стратегии акционерного активизма. Эмпирическое исследование состоит из трех этапов и проводилось на выборке из 145 сделок, охватывающих период с 2003 по 2016 год, в ходе которых хедж-фонды приобретали доли в немецких компаниях. В качестве показателя результативности компании был выбран показатель рентабельности активов (ROA). На первом этапе было установлено, что через год после инвестиций хедж-фондов результативность компаний, в которых хедж-фонды реализуют стратегию акционерного активизма, в среднем ниже, чем результативность компаний, где хедж-фонды такую стратегию не применяют. На втором этапе было показано, что результативность компаний зависит не только от стратегии акционерного активизма хедж-фондов, но и от доли владения хедж-фондов в компаниях. Результаты, полученные на третьем этапе, позволили сделать вывод, что взаимосвязь между долей собственности хедж-фонда в компании, в которой он реализует стратегию акционерного активизма, и ее результативностью является прямой и линейной.

Полученные результаты могут быть полезны для хедж-фондов, инвесторов и компаний, которые являются объектами инвестиций хедж-фондов. Наличие различий в результативности компаний при активных и пассивных инвестициях хедж-фондов через год после приобретения долей в компаниях должно приниматься во внимание участниками рынка. При выборе стратегии акционерного активизма хедж-фондам необходимо грамотно оценивать ее целесообразность, принимая во внимание соотношение выгод и затрат, связанных с реализацией такой стратегии. Кроме того, для успешности акционерного активизма хедж-фонду нужно хорошо понимать бизнес, в котором компания ведет свою деятельность. Компаниям-объектам активных инвестиций хедж-фондов можно порекомендовать грамотно

оценивать предложения хедж-фондов, а также налаживать активный диалог с остальными акционерами в случае появления сомнений по поводу предлагаемых фондами изменений.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Измерение эффективности деятельности организации: особенности применения метода DEA (анализа свертки данных) // Российский журнал менеджмента. — 2012. — Т. 10, № 1. — С. 51-62.
2. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. — СПб. : Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. — 320 с.
3. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. — СПб. : Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006. — 320 с.
4. Финансовый анализ: методы и процедуры / В. В. Ковалев. — М.: Финансы и статистика, 2006. — 560 с.
5. Хедж-фонды: игра на рынке по новым правилам / В. Котиков, Д. Нэйл. — М : Альпина Паблишер, 2006. — 184 с.
6. Экономико-математический словарь / Л. И. Лопатников. — М.: Наука, 1993. — 520 с.
7. “Getting value from strategic planning”: The conference board's 1989 strategic planning conference / В. С. Reimann // Planning Review. — 2007. — Vol. 17, N. 2. — P. 40-47.
8. A Short History of Financial Ratio Analysis / J. Horrigan // Accounting Review. — 1968. — Vol. 43, N. 2. — P. 284-294.
9. A Sorry State of Affairs: The Problems With Financial Ratio Education / J. A. Mankin, J. J. Jewell // Academy of Educational Leadership Journal. — 2014. — Vol. 18, N. 4. — P. 195-219.
10. Accounting vs. Market-based Measures of Firm Performance Related to Information Technology Investments / R. Masa'deh et al. // International Review of Social Sciences and Humanities. — 2015. — Vol. 9, N. 1. — P. 129-145.
11. Achleitner, A.K., Betzer, A., Gider, J. Investment rationales of hedge funds and private equity funds in the German stock market [Электронный ресурс] / Ann-Kristin Achleitner, André Betzer, Jasmin Gider // SSRN Electronic Journal. — 2008. — Режим доступа: [https://www.researchgate.net/publication/256000201\\_Investment\\_Rationales\\_of\\_Hedge\\_Funds\\_and\\_Private\\_Equity\\_Funds\\_in\\_the\\_German\\_Stock\\_Market](https://www.researchgate.net/publication/256000201_Investment_Rationales_of_Hedge_Funds_and_Private_Equity_Funds_in_the_German_Stock_Market) (дата обращения: 22.04.2018).
12. Adoption of strategic total quality management philosophies Multi-criteria decision analysis model / С. Madu et al. // International Journal of Quality and Reliability Management. — 1996. — Vol. 13, N. 3. — P. 57-72.

13. Allaire, Y., Dauphin, F. Pershing Square, Ackman and CP Rail: A Case of Successful “Activism”? [Электронный ресурс] / Yvan Allaire, Francois Dauphin // Institute for Governance of Private and Public Organizations. — 2016. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2879033](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2879033) (дата обращения: 22.04.2018).
14. An inter-industry comparison of quality management practices and performance / B. Sharma, D. Gadenne // *Managing Service Quality*. — 2002. — Vol. 12, N. 6. — P. 394-404.
15. An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity / D. P. Stowell. — Academic Press, 2010. — 672 p.
16. Antecedents of hedge fund activism in French listed target firms / N. B. Arfa, M. Karmani, D. Labaronne // *Research in International Business and Finance*. — 2017. — Vol. 42. — P. 1315-1326.
17. Aslan, H., Maraachlian, H. Wealth Effects of Hedge Fund Activism [Электронный ресурс] / Hadiye Aslan, Hilda Maraachlian // *SSRN Electronic Journal*. — 2009. — Режим доступа: <http://www.efa2009.org/papers/SSRN-id1428047.pdf> (дата обращения: 22.04.2018).
18. Avery, H. John Paulson, Paulson & Co – Merger arbitrage: The good environment keeps getting better [Электронный ресурс] / H. Avery // *Euromoney*. — 2006. — Режим доступа: <http://www.businessinsider.com/bill-ackmans-pershing-square-shaking-up-fee-structure-2016-10> (дата обращения: 22.04.2018).
19. Badunenko, O., Baum, C. F., Schäfer, D. Does the tenure of Private Equity Investment improve the performance of European firms? [Электронный ресурс] / Oleg Badunenko, Christopher F. Baum, Dorothea Schäfer // *German Institute for Economic Research*. — 2010. — Режим доступа: <http://fmwww.bc.edu/EC-P/wp730.pdf> (дата обращения: 22.04.2018).
20. Becht, M., Franks, J. R., Grant, J. Hedge Fund Activism in Europe [Электронный ресурс] / Marco Becht, Julian R. Franks, Jeremy Grant // *SSRN Electronic Journal*. — 2010. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1616340](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1616340) (дата обращения: 22.04.2018).
21. Bessler, W., Drobetz, W., Holler, J. Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence from Hedge Fund Activism in Germany [Электронный ресурс] / Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Julian Holler. — 2008. — Режим доступа: <http://www.fbv.kit.edu/symposium/11th/Paper/03CorporateGovernance/holler.pdf> (дата обращения: 22.04.2018).

22. Boyson, N. M., Mooradin R. M. Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994-2005 [Электронный ресурс] / Nicole M. Boyson, Robert M. Mooradian // Режим доступа: [http://www.fredgehm.com/images/boyson\\_mooradian\\_activism\\_FINAL.pdf](http://www.fredgehm.com/images/boyson_mooradian_activism_FINAL.pdf) (дата обращения: 22.04.2018).
23. Brunzell, T., Liljebloom, E., Vaihekoski, M. Short-term expectations in listed firms: The mitigating impact of private equity owners [Электронный ресурс] / Tor Brunzell, Eva Liljebloom, Mika Vaihekoski // SSRN Electronic Journal. — 2011. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1400734](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1400734) (дата обращения: 22.04.2018).
24. Coming Together after the Crisis: Global Convergence of Private Equity and Hedge Funds / H. B. Shadab // Northwestern Journal of International Law & Business. — 2009. — Vol. 29, N. 3. — P. 603-616.
25. Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds May 14-15, 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm>
26. Company Performance and Measures of Value Added [Электронный ресурс] // The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts. — Режим доступа: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v1996.n2.4456> (дата обращения: 22.04.2018).
27. Copeland, R. Elliott Associates Hedge Fund Gained 4.6% in First Half [Электронный ресурс] / R. Copeland // The Wall Street Journal. — 2014. — Режим доступа: <https://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/07/07/elliott-associates-hedge-fund-gained-4-6-in-first-half/> (дата обращения: 22.04.2018).
28. Corporate Finance Theory and Practice / B. C. N. Greenwald et al. — New York : John Wiley & Sons, 2001. — 320 p.
29. Corporate Finance Theory and Practice / P. Verninmen et al. — John Wiley & Sons, 2005. — 1056 p.
30. Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis / T. W. Briggs // Journal of Corporation Law. — 2007. — Vol. 32, N. 4. — P. 681-737.
31. Corporate Governance and Value Creation Evidence from Private Equity / V. V. Acharya et al. // Review of Financial Studies. — 2013. — Vol. 26, N. 2. — P. 368-402.
32. Delevingne, L. Bill Ackman is shaking up his hedge fund's fee structure after another year of losses [Электронный ресурс] / L. Delevingne // Business Insider. — 2016. — Режим

- доступа: <http://www.businessinsider.com/bill-ackmans-pershing-square-shaking-up-fee-structure-2016-10> (дата обращения: 22.04.2018).
33. Demerjian, P. Information, Monitoring, and Manipulation: The Economic Role of Covenant Measurement [Электронный ресурс] / Peter R. Demerjian // SSRN Electronic Journal. — 2014. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1463482](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1463482) (дата обращения: 22.04.2018).
  34. Do Corporate Governance Motives Drive Hedge Fund and Private Equity Fund Activities? / A. Achleitner, A. Betzer, J. Gider // European Financial Management. — 2010. — Vol. 16, N. 5. — P. 805-828.
  35. Economic Value Added (EVA) — Literature Review and Relevant Issues / K. A. Sharma, S. Kumar // International Journal of Economics and Finance. — 2010. — Vol. 2, N. 2. — P. 200-220.
  36. Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors / A. Klein, E. Zur // Journal of Finance. — 2009. — Vol. 64, N. 1. — P. 187-229.
  37. EVA: The Real Key to Creating Wealth / A. Ehrbar. — John Wiley & Sons, 1998. — 234 p.
  38. Financial Accounting: An International Introduction / D. Alexander, C. Nobes — Pearson Education, 2004. — 477 p.
  39. Financial Ratios as Predictors of Failure / W. H. Beaver // Journal of Accounting Research. — 1966. — Vol. 4, N. 3. — P. 71-111.
  40. Financial Ratios Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy / E. I. Altman // Journal of Finance. — 1968. — Vol. 23, N. 4. — P. 589-609.
  41. Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Perspective / C. Stickney — Fort Worth, Texas : Dryden Press, 1996. — 800 p.
  42. Flugum, R., Souther, M. External Monitoring and Returns to Hedge Fund Activist Campaigns [Электронный ресурс] / Ryan Flugum, Matthew Souther // SSRN Electronic Journal. — 2017. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2823676](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2823676) (дата обращения: 22.04.2018).
  43. Froese, H. Conceptualization of Hedge Fund Activism Campaigns – Theoretical Frameworks, Strategies, and Tactics in Application to the German Market [Электронный ресурс] / Stefan Petry // University of St. Gallen, School of Management, Economics, Law, Social Sciences and International Affairs. — 2017. — Режим доступа: [https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/4658/\\$FILE/dis4658.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/4658/$FILE/dis4658.pdf) (дата обращения: 22.04.2018).

44. Global Pension Funds. Best practices in the pension funds investment process [Электронный ресурс] // PwC. — Режим доступа: <https://www.pwc.lu/en/asset-management/docs/pwc-awm-global-pension-funds.pdf> (дата обращения: 22.04.2018).
45. Hagel, J., Brown, J. S., Davison L. The best way to measure company performance [Электронный ресурс] / J. Hagel, J. S. Brown, L. Davison // HBR blog network. — 2010. — Режим доступа: <https://hbr.org/2010/03/the-best-way-to-measure-compan.html/> (дата обращения: 22.04.2018)
46. Handbook of Hedge Funds / F. Lhabitant — Chichester, England : Wiley, 2006. — 637 p.
47. Hedge Fund Activism and Information Disclosure: the Case of Germany / P. Weber, H. Zimmermann // European Financial Management. — 2013. — Vol. 19, N. 5. — P. 1017-1050.
48. Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance / A. Brav et al. // Journal of Finance. — 2008. — Vol. 63, N. 4. — P. 1729-1775.
49. Hedge Fund Activism: A Review / A. Brav, J. W. Jiang, H. Kim // Foundations and Trends in Finance. — 2010. — Vol. 4, N. 3. — P. 185-246.
50. Hedge Fund Course / S. A. McCrary. — Hoboken, N.J. : Wiley, 2005. — 285 p.
51. Hedge Fund Industry - Assets Under Management [Электронный ресурс] // BarclayHedge, LTD. — Режим доступа: [https://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF\\_Money\\_Under\\_Management.html](https://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/HF_Money_Under_Management.html) (дата обращения: 22.04.2018).
52. Hedge Funds and Governance Targets / W. W. Bratton // Corporate Practice Commentator. — 2007. — P. 583-649.
53. Hedge funds and systemic risk / L. Dixon, N. Clancy, K. B. Kumar. — Santa Monica, Calif. : RAND, 2012. — 115 p.
54. Hedge funds and the SEC. Still free [Электронный ресурс] // The Economist. — Режим доступа: <http://www.economist.com/node/7121685> (дата обращения: 22.04.2018).
55. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control / M. Kahan, E. B. Rock // University of Pennsylvania Law Review. — 2007. — Vol. 155, N. 5. — P. 1021-1093.
56. Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists in Germany — differences in value creation / M. Mietzner, D. Schweizer // Journal of Economics & Finance. — 2014. — Vol. 38, N. 2. — P. 181-208.
57. Hedge-Fund Activism: Principal Costs, Agency Costs, and Governance Structures / Z. Goshen, R. Squire // Columbia Law Review. — 2017. — Vol. 117, N. 767. — P. 767-830.



58. How might the changing face of shareholder activism affect your company? [Электронный ресурс] // PwC. — Режим доступа: <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/library/how-shareholder-activism-might-impact-your-company.html> (дата обращения: 22.04.2018).
59. Integrated Performance Management: A Guide to Strategy Implementation. / K. Verweire, L. V. den Berghe. — SAGE Publications Ltd., 2005. — 352 p.
60. Intra-Industry Effects of Shareholder Activism in Germany – Is There a Difference between Hedge Fund and Private Equity Investments? / M. Mietzner, D. Schweizer, M. Tyrell // Schmalenbach Business Review (SBR). — 2011. – Vol. 63, N. 2. — P. 151-185.
61. Investing in Hedge Funds / J. G. Nicholas. — Wiley, 2005. — 336 p.
62. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. — John Wiley & Sons, 2012. — 974 p.
63. Klein, A., Zur, E. Hedge Fund Activism [Электронный ресурс] / April Klein, Emanuel Zur // SSRN Electronic Journal. — 2006. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1291605](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1291605) (дата обращения: 22.04.2018).
64. Kühne, I. Activist Versus Passivist Hedge Funds – An Empirical Analysis and Implications [Электронный ресурс] / Ivan Kühne // University of St. Gallen, School of Management, Economics, Law, Social Sciences and International Affairs. — 2011. — Режим доступа: [https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3911/\\$FILE/dis3911.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3911/$FILE/dis3911.pdf) (дата обращения: 22.04.2018).
65. Leveraged Buyouts and Private Equity / S. N. Kaplan, P. Strömberg // Journal of Economic Perspectives. — 2009. — Vol. 23, N. 1. — P. 121-146.
66. Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches / N. Venkatraman, V. Ramanujam // The Academy of Management Review. — 1986. — Vol. 11, N. 4. — P. 801-814.
67. Measuring the Firm's Performance: Accounting Profit versus Market Value / H. Naх // Journal of Institutional and Theoretical Economics. — 2003. — Vol. 159, N. 4. — P. 675-682.
68. Meidan, D. The Informativeness of Offer Characteristics versus Investor Identity in PIPE Transactions [Электронный ресурс] / Danny Meidan // SSRN Electronic Journal. — 2006. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=894689](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=894689) (дата обращения: 22.04.2018).

69. Murray, G., Niu, D., Harris, R. D. F. The Operating Performance of Buyout IPOs in the UK and the Influence of Private Equity Financing [Электронный ресурс] / Gordon Murray, Dongmei Niu, Richard D. F. Harris // University of Exeter. — 2006. — Режим доступа: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.1003.8765&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения: 22.04.2018).
70. Mutual funds - Statistics & Facts [Электронный ресурс] // Statista. — Режим доступа: <https://www.statista.com/topics/1441/mutual-funds/> (дата обращения: 22.04.2018).
71. Palmer Square Capital Management Announces Launch of its Latest Mutual Fund in the Alternative Investment Space [Электронный ресурс] // PR Newswire. — Режим доступа: <https://www.prnewswire.com/news-releases/palmer-square-capital-management-announces-launch-of-its-latest-mutual-fund-in-the-alternative-investment-space-155320625.html> (дата обращения: 22.04.2018).
72. Performance measurement system design: A literature review and research agenda / A. Neely, M. Gregory, K. Platts // International Journal of Operations & Production Management. — 2005. — Vol. 25, N. 12. — P. 1128–1263.
73. Pershing Square Holdings Ltd [Электронный ресурс] // CNN Money. — Режим доступа: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (дата обращения: 22.04.2018).
74. Petry, S. Private Equity Monitoring in Public Firms [Электронный ресурс] / Stefan Petry // SSRN Electronic Journal. — 2014. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2613448](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2613448) (дата обращения: 22.04.2018).
75. Preqin Global Hedge Fund Report Sample Pages [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf> (дата обращения: 22.04.2018).
76. Principles of Corporate Finance / R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen. — McGraw-Hill/Irwin, 2011. — 969 p.
77. Rauch, C., Umber, M. P., Furth, S. Private Equity Shareholder Activism [Электронный ресурс] / Christian Rauch, Marc P. Umber, Sven Furth // SSRN Electronic Journal. — 2012. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1929159](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929159) (дата обращения: 22.04.2018).

78. Return on equity: A popular, but flawed measure of corporate financial performance / J. H. H. Wet, E. Toit // *South African Journal of Business Management*. — 2007. — Vol. 38, N. 1. — P. 59-69.
79. Returns to shareholder activism: evidence from a clinical study of the Hermes U.K. Focus Fund / M. Becht et al. // *The Review of Financial Studies*. — 2010. — Vol. 23, N. 3. — P. 3093-3129.
80. Risk Management: A Modern Perspective / M. K. Ong. — Elsevier Academic Press, 2006. — 739 p.
81. Rozenbaum, O. Private Equity Shareholder Activism [Электронный ресурс] / O. Rozenbaum // SSRN Electronic Journal. — 2014. — Режим доступа: [https://www.researchgate.net/publication/315452542\\_EBITDA\\_Disclosure\\_and\\_Overinvestment\\_in\\_Capital](https://www.researchgate.net/publication/315452542_EBITDA_Disclosure_and_Overinvestment_in_Capital) (дата обращения: 22.04.2018).
82. Share restrictions and asset pricing: Evidence from the hedge fund industry / G. O. Aragon // *Journal of Financial Economics*. — 2007. — Vol. 83, N. 1. — P. 33-58.
83. Sources of value gains in minority equity investments by private equity funds: Evidence from block share acquisitions / G. Chen et al. // *Journal of Corporate Finance*. — 2014. — Vol. 29. — P. 449-474.
84. Stokman, N. W. A. Influences of hedge fund activism on the medium term target firm value [Электронный ресурс] / Marco Becht, Julian R. Franks, Jeremy Grant // SSRN Electronic Journal. — 2008. — Режим доступа: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1019968](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1019968) (дата обращения: 22.04.2018).
85. The Complete Idiot's Guide to Value Investing / L. Epstein. — Alpha Books, 2009. — 318 p.
86. The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model / N. Gantchev // *Journal of Financial Economics*. — 2013. — Vol. 107, N. 3. — P. 610-631.
87. The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research / J. G. Combs, T. R. Crook, C. L. Shook // *Research Methodology in Strategy and Management*. — 2005. — Vol. 2. — P. 259-286.
88. The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation / J. D. Villiers // *Journal of Economics and Business*. — 1997. — Vol. 49, N. 3. — P. 285-300.
89. The EVA Financial Management System / M. J. Stern et al. // *Journal of Applied Corporate Finance*. — 1997. — Vol. 8, N. 2. — P. 474-488.

90. The Financial Numbers Game. Detecting Creative Accounting Practices / C. W. Mulford, E. E. Comiskey — New York : John Wiley & Sons, 2002. — 408 p.
91. The Gap Between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts / F. Bancel, U. R. Mittoo // Journal of Applied Corporate Finance. — 2014. — Vol. 26, N. 4. — P. 106-117.
92. The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders / A. Klein, E. Zur // The Review of Financial Studies. — 2011. — Vol. 24, N. 5. — P. 1735-1771.
93. The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism / L. A. Bebchuk, A. Brav, W. Jiang // Columbia Law Review. — 2015. — Vol. 115, N. 5. — P. 1085-1155.
94. The Measurements of Firm Performance's Dimensions / E. M. Al-Matari, A. K. Al-Swidi, F. H. Fadzil // Asian Journal of Finance & Accounting. — 2014. — Vol. 6, N. 1. — P. 24-49.
95. The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Labor Outcomes / A. Brav, W. Jiang, H. Kim // Review of Financial Studies. — 2015. — Vol. 28, N. 10. — P. 2723-2769.
96. The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds / J. Armour, B. Cheffins // Journal of Alternative Investments. — 2012. — Vol. 14, N. 3. — P. 17-27.
97. The Role of Private Equity Investments in Public Firms / S. Dahiya, L. Klapper, H. Parthasarathy, D. Singer // Policy Research Working Paper. — 2013. — No. 6484.
98. Thianer, F. Germany Minority Shareholder Rights IBA Corporate and M&A Law Committee 2016 [Электронный ресурс] / Frank Thianer // IBA - Corporate and M&A Law Committee Publications. — 2016. — Режим доступа: <https://www.ibanet.org/Document/Default.aspx?DocumentUid=5EE4124C-700D-4480-8A6B-772C49EBEF85> (дата обращения: 22.04.2018).
99. Valuation Methods and Shareholder Value Creation / P. Fernandez. — Academic Press, 2002. — 631 p.
100. Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists / C. P. Clifford // Journal of Corporate Finance. — 2008. — Vol. 14, N. 4. — P. 323-336.
101. Venture capital and the professionalization of start-ups: Empirical evidence / T. Hellmann, M. Puri // Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57, N. 1. — P. 169-197.
102. What is Your ROA? An Investigation of the Many Formulas for Calculating Return on Assets / J. A. Mankin, J. J. Jewell // Academy of Educational Leadership Journal. — 2011. — Vol. 15. — P. 79-91.

103. Who are the active investors? Evidence from venture capital / L. Bottazzi, T. Hellmann  
// Journal of Financial Economics. — 2008. — Vol. 89, N. 3. — P. 488-512.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1. Права миноритарных акционеров в Германии

Доля владения	Права
25%	Право запретить внесения поправок в Устав общества.
	Право запретить перевод активов компании.
	Право запретить увеличение акционерного капитала и создание добавочного капитала.
	Право запретить заключение договора о распределение прибыли материнской компании дочерней компании или внесение поправок в такой договор.
	Право запретить реструктуризацию, например, через изменение правовой формы компании, сделку слияния/поглощения, выделение дочерней структуры.
	Право запретить продажу активов.
10%	Право запретить продажу акций миноритарных акционеров (squeeze-out) при слиянии: для осуществления squeeze-out необходимо наличие акционера, владеющим как минимум 90% акций; таким образом, squeeze-out невозможен, если оставшиеся акционеры владеют более 10%.
	Право подать судебный иск для назначения специального представителя, чтобы потребовать компенсации, если общее собрание акционеров согласилось с притязаниями.
	Право потребовать отдельного голоса по решению об увольнении членов исполнительного совета (executive board) и наблюдательного совета (supervisory board).
	Право потребовать принятия решения по номинациям кандидатов в наблюдательный совет, выдвинутых акционером, до принятия решения по номинациям кандидатов в наблюдательный совет, выдвинутых наблюдательным советом.
	Право запретить отказ от требований по возмещению ущерба к членам совета или заключение мирового соглашения по этому вопросу.
	Право возражать против отказа от требований по возмещению ущерба к основателям и членам наблюдательного и исполнительного совета или заключения мирового соглашения по этому вопросу.

Приложение 1 (окончание)

Доля владения	Права
5%	Право запросить созыв внеочередного собрания акционеров и внесение дополнений в повестку собрания.
	Право назначения или увольнения ликвидатора.
	Право запретить продажу акций миноритарных акционеров (squeeze-out) в иных случаях, кроме слияния: для осуществления squeeze-out необходимо наличие акционера, владеющим как минимум 95% акций; таким образом, squeeze-out невозможен, если оставшиеся акционеры владеют более 5%.
	Право добиться судебного решения по замене аудиторов.
1%	Право добиться судебного решения по назначению или замене специального аудитора.
	Право добиться судебного признания обязательств компании по выплате компенсации.
	Право добиться судебного решения по назначению специального аудитора по причине недопустимой недооценке статей годовой финансовой отчетности.
1 акция	Право запретить утверждение дополнительных обязательств акционеров.
	Право на подписку на акции.
	Право обжаловать решения, принятые общим собранием акционеров.