

# ДИСКУССИИ

## Инвестиционный активизм: краткий обзор

Милицук А.А.<sup>22</sup>

*Инвестиционный активизм способен генерировать повышенную доходность за счет влияния на менеджмент с целью принятия решений, увеличивающих стоимость компании. При этом активисты не платят премию за контроль, как в случае с прямыми инвестициями. Основные стратегии активистов включают в себя изменение структуры капитала, рекапитализацию, изменение стратегии компании и ее продажу. Целью активистов обычно становятся стабильные компании, в отношении которых присутствует ряд стратегических альтернатив для увеличения их стоимости. Существует множество подходов к активизму, начиная от дружеского общения с менеджментом и заканчивая судебными разбирательствами. Бурное развитие активизма в последние годы связано с рядом принятых законов в США и других странах, а также с развитием хедж-фондов и большей активностью институциональных инвесторов. Оценка активизма на данный момент неоднозначна, существуют аргументы как о пользе, так и о вреде активизма для общества. В России активизм пока не получил такого же распространения, как на развитых рынках. Финансовый кризис вынудит менеджмент внимательнее рассматривать предложения от акционеров. В этой среде привлекательность инвестиционного активизма, как стратегии по увеличению отдачи на вложенный капитал, будет расти.*

*JEL: G34*

*Ключевые слова: инвестиционный активизм, корпоративное управление, активизм при инвестировании, активизм хедж фондов, активизм пенсионных фондов*

Инвестиционный активизм (activism investing) стремительно набирает популярность, позволяя максимально оптимально соотнести интересы менеджмента с интересами акционеров, уменьшая агентские издержки и увеличивая доходность вложений.

### Что такое инвестиционный активизм?

Инвестиционный активизм – это стратегия, используемая инвесторами для максимизации отдачи от инвестиций путем воздействия на решения менеджмента портфельной компании.

В течение последних пяти лет инвестиционный активизм, прежде ассоциировавшийся исключительно с корпоративными рейдерами, стал широко распространенным явлением. Недавние активистские кампании были направлены на такие широко известные имена, как Heinz, McDonald's, Motorola, Time Warner, General Motors и Yahoo.

### Почему существуют возможности для активизма?

Хотя менеджмент большинства публичных компаний и направляет свои усилия на

<sup>22</sup> Выпускник магистратуры ГУ ВШЭ по специальности «стратегическое управление финансами фирмы». Старший аналитик в пенсионном фонде в Канаде.

максимизацию стоимости фирмы, встречаются менеджеры, стремящиеся к целям, которые не отвечают интересам акционеров. Классическими примерами являются: строительство империй, неэффективное использование ресурсов и неоправданное принятие рисков (либо излишнее, либо недостаточное). Если компания является частной, то владельцы могут сравнительно легко контролировать менеджмент. В случае публичной компании с распыленным акционерным капиталом менеджмент фактически никому неподотчетен. Если же акционерный капитал, наоборот, сконцентрирован, (как в случае со многими российскими компаниями, где контрольный пакет часто находится у владельца-основателя), менеджмент утверждается основным акционером и работает исключительно в его интересах, ущемляя при этом интересы миноритариев.

Активизм часто сравнивают с прямыми инвестициям, так как в обоих случаях инвестор получает прибыль за счет активного влияния на деятельность компании. Тем не менее инвестиционный активизм имеет существенное преимущество перед прямыми инвестициями: в случае прямых инвестиций покупатель обычно вынужден помимо рыночной стоимости компании дополнительно выплачивать премию за контроль, причем она может быть достаточно высокой. В случае же активизма инвестор не платит премию, покупая пакет акций фактически по рыночной цене.

Таким образом, активизм ведет к экономической выгоде в тех случаях, когда влияние инвесторов на стратегические, операционные и финансовые решения менеджмента приводит к дополнительному доходу владельцев. Например, влияние на менеджмент с целью увеличения дивидендов компании, которая инвестирует средства в проекты с отдачей ниже стоимости собственного капитала. Другим примером является выставление всей компании или ее части на продажу (Карл Айкан и Yahoo) и смена менеджмента.

### **Чего добиваются активисты?**

В таблице ниже приведены цели, о которых заявляли фонды-активисты в США за период 2001–2006 годов. Примерно в половине случаев фонды делали только общее заявление о том, что хотят добиться максимизации стоимости компании.

Таблица 1.

## Цели активистов

Цель	Количество случаев	Доля, %
1. Максимизация стоимости компании	511	48,3
2. Изменение структуры капитала: - Излишек денежных средств на счету, низкий финансовый рычаг, дивиденды, выкуп акций. - Остановить дополнительный выпуск акций, реструктуризация долга, рекапитализация	134 65	12,7 6,1
3. Изменение стратегии: - Достижение операционной эффективности. - Фокусирование (реструктуризация или продажа подразделений). - Продажа компании: противодействие или борьба за более выгодные условия. - Покупка других компаний: борьба за более выгодные условия. - Органический рост.	131 96 79 25 12	12,4 9,1 7,5 2,4 1,1
4. Продажа компании: - Продажа компании или основного актива. - Получение контроля над компанией, трансформация ее из публичной в частную	148 44	14,0 4,2
5. Улучшение корпоративного управления: - Снятие защиты от поглощения. - Увольнение генерального директора, председателя совета директоров. - Достижение независимости совета директоров и справедливой репрезентации акционеров. - Достижение большой информационной прозрачности. - Уменьшение компенсации менеджмента	60 59 159 58 50	5,7 5,6 15,0 5,5 4,7
<b>Сумма 2–5</b>	<b>548</b>	<b>51,7</b>

В целом проблемы, которые активисты адресуют в своих кампаниях, не являются специфичными для конкретного бизнеса, а, напротив, могут возникнуть у любой фирмы. Такие вопросы, как продажи конкретного продукта, брендинг, производственные аспекты, обычно не затрагиваются активистами. Таким образом, изменения, которые лоббируются инвестиционными активистами, будут понятны всем участникам рынка, а не только отраслевым специалистам, что выразится в сравнительно быстром отражении изменений в цене компании.

Следовательно, активисты адресуют проблемы общего характера, которые могут быть быстро поняты рынком, при этом избегая специфических бизнесов (например, фармацевтические компании).

В целевых компаниях фонды обычно не покупают контроль, довольствуясь 5—15% владения. Медианный период владения пакетом акций составляет 1–2 года.

### Кто становится целью активистов?

Исходя из целей, описанных выше, компании, которые становятся целью активистов, обычно обладают рядом общих характеристик:

- Слабая защита от поглощений и низкая доля владения со стороны инсайдеров.
- Рост капитализации ниже, чем у сопоставимых компаний.

- Низкое соотношение рыночной капитализации к бухгалтерской стоимости капитала.
- Менеджмент управляет компанией больше двух лет (позволяет избежать аргументов «менеджмент еще не успел показать себя»).
- Значительные наличные средства на балансе и/или низкая долговая нагрузка.
- Стабильный и положительный операционный денежный поток.
- Существует ряд возможных стратегических альтернатив (spin-off подразделений, продажа всего бизнеса и т.п.).
- Значительная стоимость активов (земля, недвижимость, запасы ресурсов). Например, лесное предприятие может стоить больше, если просто продать часть принадлежащей земли под застройку.
- База инвесторов состоит в основном из институциональных инвесторов.
- Компания покрывается регулярными аналитическими обзорами инвестиционных банков.

### **Акционерный активизм стремительно распространяется**

Конечно же акционерный активизм не является новой стратегией по увеличению стоимости. В каком-то смысле активизм существовал с тех пор, как появились акционерные общества, но заметным, системным явлением он стал лишь в последние годы.

Несколько факторов поспособствовало развитию активизма.

Во-первых, широкое распространение хедж-фондов, которые характеризуются более активным подходом к инвестированию по сравнению с паевыми фондами.

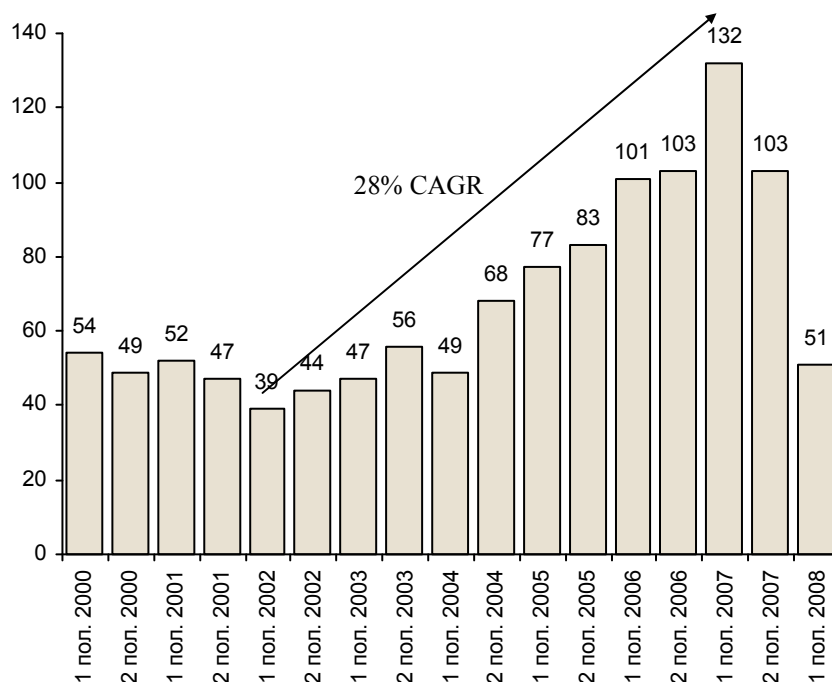
Во-вторых, изменения в законодательстве США и некоторых европейских стран заставили управляющих активами всегда голосовать своими акциями.

В-третьих, старение населения развитых стран выразилось в растущем дефиците финансирования пенсионных обязательств, что привело к более активному управлению своими инвестициями со стороны пенсионных фондов.

Снятие ряда ограничений в отношении голосования акционеров и коммуникаций между акционерами, а также развитие новых медийных инструментов (блоги, YouTube, онлайн-сообщества) значительно облегчили для инвесторов-активистов проведение успешных кампаний против неэффективных фирм.

Только в США с 2000 года около 49 хедж-фондов заявили о себе как активисты. Они заполнили в общей сложности 1155 форм 13D (форма, означающая, что фонд владеет более 5% акций компании; обычно активисты покупают 5–15% акций, прежде чем начать кампанию). Только за первые 7 недель 2008 года в США было запущено более 80 активистских кампаний.

График 1. Количество зарегистрированных форм 13D



Источник: EDGAR.

Акционерный активизм набирает обороты также в Европе и в Азии. В 2007 году Knight Vinke Asset Management убеждал HSBC добавить независимости и прозрачности совету директоров и изменить стратегию. В том же 2007 году The Children's Investment Fund (TCI) требовал от ABN Amro продать ряд активов или весь банк, что позже и было сделано. В Азии, в Японии, японский фонд Ichigo Asset Management возглавил битву акционеров против менеджмента, заблокировав продажу Tokyo Kotetsu компании Osaka Steel. Событие тем более знаковое, если учесть конформистский и бесконфликтный характер отношений между менеджментом и акционерами в Японии.

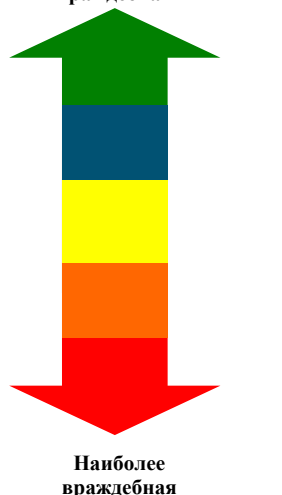
### Множество подходов к активизму

Бытует мнение, что активисты-инвесторы сегодня – это просто другое название для рейдеров 1980-х годов (и действительно, некоторые из них, вроде Нельсона Пельца или Карла Айкана, в прошлом известные рейдеры, сегодня называются активистами). Но тем не менее сегодняшние активисты отличаются от рейдеров, в первую очередь тем, что они не пытаются получить контроль над компаниями.

Хотя рейдеры вчерашнего дня – отнюдь не активисты сегодняшнего, это не значит, что последние не готовы играть «грубо». Ниже приведено ранжирование стилей активизма в зависимости от степени их агрессивности. Стиль может варьироваться от дружелюбных частных переговоров с менеджментом и советом директоров до препятствования принятию стратегических решений и самой крайней меры — суда.

Таблица 2.

## Стратегии активистов: от наименее до наиболее враждебных

Наименее враждебная	Стратегия активистов
 <p data-bbox="287 291 414 336">Наименее враждебная</p> <p data-bbox="287 784 414 828">Наиболее враждебная</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Частные обсуждения с менеджментом и советом директоров</li> <li>● Публичное письмо с предложениями об изменениях в деятельности компании</li> <li>● Предложение акционеров</li> <li>● Использование инвестиционных банков и консультантов с целью придания большего веса предлагаемым изменениям</li> <li>● Созыв внеочередного собрания акционеров</li> <li>● Предложение своих кандидатур в совет директоров, соревнующихся с кандидатурами от компании</li> <li>● Препятствование стратегическим решениям, требующим одобрения акционеров (например, слияние)</li> <li>● Дискредитация профессиональных и личных качеств топ-менеджмента</li> <li>● Враждебное предложение о выкупе всех акций</li> <li>● Суд</li> </ul>

**Активизм: аргументы «за» и «против»**

Хотя в целом пресса и общество позитивно относятся к активистам, нередки случаи резкого негативного освещения. Поэтому имеет смысл рассмотреть основные аргументы «за» и «против», которые используют активисты и фирмы, становящиеся их целью.

«За»:

Акционеры являются полноправными владельцами компании и имеют право на выражение и защиту своих интересов.

Активисты играют важную роль в выявлении неэффективных компаний, плохого менеджмента и корпоративного управления.

Инвесторы-активисты получают выгоду только от увеличения стоимости компании. Соответственно в конечном итоге от действий активистов выигрывают ВСЕ акционеры.

«Против»:

Активизм вынуждает совет директоров фокусироваться не на долгосрочном увеличении стоимости, а на удовлетворении требований «близоруких» инвесторов.

Активизм создает конфликты в совете директоров, что приводит к враждебности и недоверию как в самом совете, так и в компании.

Активизм стал одной из причин снижения инвестиций в инновации и технологии, что может сказаться на всем обществе.

**Текущее состояние активизма**

За последнее время увеличилось как число кампаний, проводимых активистами, так и их успешность. По данным FactSet, за последние два года только 28 из примерно 220 кампаний в США были доведены до «битвы бюллетеней»<sup>2</sup>. В остальных случаях активисты-инвесторы получали места в совете директоров в результате дружественного соглашения с менеджментом и акционерами.

Акционеры-активисты продолжают завоевывать позиции. Ряд законодательных

<sup>2</sup> Proxy battle – процесс, суть которого заключается в том, что активист пытается заручиться поддержкой как можно большего числа акционеров, чтобы на годовом собрании они голосовали за повестку активиста. В США, если инвестор не присылает бюллетень для голосования, менеджмент волен голосовать от лица этого инвестора.

инициатив в США, например одобрение акционерами оплаты менеджмента или номинация акционерами кандидатов в совет директоров, частично перераспределяют контроль над компанией в пользу акционеров. Эти инициативы в частности открывают путь для более открытого диалога, позволяющего избежать создания враждебной обстановки между активистами и менеджментом.

### Активизм в России

В России инвестиционный активизм пока не получил такого же распространения, как на развитых рынках. Основными причинами этого являются:

- Слабая защита прав собственности и прав миноритариев.

- Меньшее количество публичных компаний.

- Фондовый рынок в России значительно моложе фондовых рынков развитых экономик. Для активиста-инвестора одним из первых сигналов того, что в компании требуются изменения, является низкая доходность акций компании по сравнению с ее конкурентами. Для выявления таких ситуаций необходима детальная статистическая база по фондовому рынку, собранная за 5–10 лет (для элиминации индивидуальных, разовых факторов).

- Концентрированное владение. Часто контрольный пакет принадлежит одному или нескольким связанным между собой лицам. В этом случае возможности использования стратегии активизма крайне ограничены, а самое мощное оружие активиста, битва бюллетеней, становится недоступным.

- Высокая доля государственного владения в публичных компаниях. Слабая законодательная база и использование государственными компаниями административного ресурса оставляет активистам мало шансов. Ярким примером является поражение Вильяма Браудера (Hermitage Capital) с сопутствующим запретом въезда в Россию при попытке добиться ряда изменений в «Газпроме».

С другой стороны, недавнее значительное падение капитализаций российских компаний вследствие кризиса должно добавить активистам аргументов в защите их позиций.

### Выводы

Инвестиционный активизм способен генерировать повышенную доходность за счет влияния на менеджмент с целью принятия решений, увеличивающих стоимость компании. При этом активисты не платят премию за контроль, как в случае с прямыми инвестициями. Основные стратегии активистов включают в себя изменение структуры капитала, рекапитализацию, изменение стратегии компании и продажу компании. Целью активистов обычно становятся стабильные компании, в отношении которых присутствует ряд стратегических альтернатив для увеличения их стоимости. Существует множество подходов к активизму, начиная от дружелюбного общения с менеджментом и заканчивая судебными разбирательствами. Бурное развитие активизма в последние годы связано с рядом законов, принятых в США и других странах, а также с развитием хедж-фондов и большей активностью институциональных инвесторов. Оценка активизма на данный момент неоднозначна, существуют аргументы как о его пользе, так и о вреде для общества. В России активизм пока не получил такого же распространения, как на развитых рынках. Финансовый кризис вынудит менеджмент внимательнее рассматривать предложения от акционеров. В этой среде привлекательность инвестиционного активизма, как стратегии по увеличению отдачи на вложенный капитал, будет расти.

—

Автор благодарит за помощь в редактировании статьи Черкасова К.А. и Чуркину О.А.

**Список литературы**

1. Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F. and Thomas, R. S. (2008) The Returns to Hedge Fund Activism, *Financial Analysts Journal*, Vol. 64, 6 (November/December 2008), 62—73.
2. The Growing Trend of Activist Investing and Its Implications for Corporate Communications & Investor Relations (2006): <http://www.icrinc.com/web/downloads/ShareholderActivism.pdf>.
3. Burgess, K. (2008), Activists flex muscles as markets falter, *Financial Times*, January 7, 2008.