UNIVERSIDAD DE LEÓN

Departamento de Dirección y Economía de la Empresa

TÍTULO

LA TOMA DE DECISIONES EN EL ACTIVISMO FINANCIERO: LOS *HEDGE FUNDS* EN EUROPA

Tesis Doctoral defendida por:

Pilar Valcárcel Gil

Dirigida por:

D. Enrique López González

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

Universidad de León

León, diciembre de 2011

ÍNDICE

Capítulo 1
INTRODUCCIÓN

1.1. MOTIVACIÓN Y JUSTIFICACIÓN 25

1.2. OBJETIVOS DEL ESTUDIO 32

1.3. METODOLOGÍA 33

1.4. ESTRUCTURA 35

Capítulo 2
EL ACTIVISMO ACCIONARIAL Y LOS *HEDGE FUNDS*

2.1. INTRODUCCIÓN 43

2.2. ACTIVISMO ACCIONARIAL 45

2.2.1. Grandes accionistas 45

2.2.2. C*orporate raider*s (tiburones financieros) 48

2.2.3. Inversores institucionales 50

2.2.4. *Hedge fund*s activistas 59

2.3. *HEDGE FUNDS* 97

2.3.1. *Hedge funds*: origen, definición y características principales 98

2.3.2. La industria de los *hedge funds* en europa: una visión general .. 102

2.3.3. Estrategias de los *hedge funds*: el activismo 110

2.4. OPORTUNIDADES DE INVESTIGACIÓN 117

Capítulo 3

MARCO TEÓRICO (I): LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN

3.1. INTRODUCCIÓN..... 123

3.2. UN NUEVO PARADIGMA EN LA CIENCIA ECONÓMICA: LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN 124

3.3. TIPOS DE ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN Y COSTES ASOCIADOS..... 128

3.4. SOLUCIONES AL PROBLEMA DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA: SEÑALIZACIÓN, CLASIFICACIÓN Y CONTRATOS DE INCENTIVOS 130

3.5. LA TEORÍA DE LA EMPRESA: EL PROBLEMA DE AGENCIA 138

3.6. DOS EJEMPLOS DE EMPRESAS DÓNDE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA SON ESPECIALMENTE NOTABLES: EMPRESAS EN PROCESO DE ARRANQUE Y COMPAÑÍAS INMERSAS EN UNA OFERTA PÚBLICA INICIAL 143

3.7. EL PAPEL DEL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO EN LA REDUCCIÓN DE ASIMETRÍAS INFORMATIVAS EN LAS EMPRESAS 146

Capítulo 4

MARCO TEÓRICO (II): LA ECONOMÍA INSTITUCIONAL

4.1. INTRODUCCIÓN..... 153

4.2. ORIGEN DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL 154

4.3. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN A LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL..... 155

4.4. EL MARCO PROPUESTO POR WILLIAMSON PARA EL ANÁLISIS DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL..... 160

4.5. "NUEVO" VS. "VIEJO" INSTITUCIONALISMO 164

4.6. CAMBIO INSTITUCIONAL Y DESARROLLO ECONÓMICO 167

4.7. LA ECONOMÍA INSTITUCIONAL Y EL ACTIVISMO DE LOS *HEDGE FUNDS* 170

Capítulo 5

UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FACTORES QUE DETERMINAN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS EN EUROPA Y DEL IMPACTO DE ÉSTOS EN LAS EMPRESAS EN LAS QUE INVIERTEN: HIPÓTESIS Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

5.1. INTRODUCCIÓN 175

5.2. HIPÓTESIS A CONTRASTAR 177

5.2.1. Información financiero-contable 178

5.2.1.1. Tamaño de la empresa 178

5.2.1.2. Valor de mercado 179

5.2.1.3. Rentabilidad operativa 180

5.2.1.4. Problemas de agencia derivados del *free cash flow* 181

5.2.1.5. Costes de capital 182

5.2.2. Información relativa a los mecanismos internos de gobierno corporativo 183

5.2.2.1.1. Composición del Consejo de Administración 184

5.2.2.1.2. Estructura de liderazgo del Consejo 189

5.2.2.1.3. Rotación de los miembros del Consejo de Administración 192

5.2.2.2. Estructura de Propiedad 193

5.2.2.3. Otros Eventos Corporativos 195

5.2.3. Marco legal e institucional 198

5.2.3.1. Protección al inversor 199

5.2.3.2. Desarrollo del sistema financiero 204

5.2.3.3. Mecanismos de control 205

5.2.4. Información de mercado 209

5.3. PROCESO DE CREACIÓN DE LA MUESTRA 213

5.4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA: *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS . 219

5.5. DOS EJEMPLOS DE EVENTOS DE ACTIVISMO PROTAGONIZADOS POR *HEDGE FUNDS* EN EUROPA 226

5.5.1. Dis Deutscher Industrie Service Ag (Dis) 226

5.5.2. Kuka Ag (conocida antiguamente como Iwka Ag) 228

Capítulo 6

UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FACTORES QUE DETERMINAN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS EN EUROPA Y DEL IMPACTO DE ÉSTOS EN LAS EMPRESAS EN LAS QUE INVIERTEN: METODOLOGÍA Y RESULTADOS

6.1. INTRODUCCIÓN..... 233

6.2. HERRAMIENTAS METODOLÓGICAS EMPLEADAS 233

6.2.1. Estadísticas descriptivas 234

6.2.2. *Tests* de contraste de diferencias (*test*-t y *test* de wilcoxon)..... 234

6.2.3. Modelos de regresión *logit* (sección cruzada)..... 236

6.2.4. Modelos de regresión *logit* (datos de panel)..... 237

6.3. RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CONTRASTE DE LAS HIPÓTESIS PLANTEADAS 238

6.3.1. Un análisis por países 238

6.3.3. Compromiso de los *hedge funds* con las empresas 242

6.3.4. Factores determinantes de las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas y cambios que se producen en las empresas objetivo tras la inversión de los activistas 246

6.3.4.1. Información financiera y contable.....247

6.3.4.2. Información Relativa a los Mecanismos Internos de Gobierno 258

6.3.4.3. Marco Legal e Institucional.....279

6.3.4.4. Información de Mercado 283

6.4. BREVE RESUMEN Y DISCUSIÓN DE LOS PRINCIPALES RESULTADOS 286

Capítulo 7

¿EXPROPIAN LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS DE LAS EMPRESAS OBJETIVO? DOS CASOS DE ESTUDIO

7.1. INTRODUCCIÓN 293

7.2. *TUNNELING*: EXPROPIACIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS DOMINANTES 294

7.3. LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS Y LA UTILIZACIÓN DEL VOTO VACÍO EN EVENTOS DE CONTROL CORPORATIVO 303

7.4. ESTUDIO DE CASOS 311

7.4.1. Atticus Y TCI en Deutsche Boerse y London Stock Exchange 311

7.4.2. Absolute Capital Management en Pixelpark y Elephant Seven Ag 316

7.5. COMENTARIOS FINALES 319

Capítulo 8

CONCLUSIONES, APORTACIONES, LIMITATIONES Y LÍNEAS DE FUTURO

8.1. CONCLUSIONES 323

8.2. PRINCIPALES APORTACIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN 331

8.3. LIMITACIONES 335

8.4. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN 336

Bibliografía 339

Anexos 377

INDEX

Chapter 1
INTRODUCTION

1.1. MOTIVATION AND RATIONALE 423

1.2. OBJECTIVES OF THE THESIS 429

1.3. METHODOLOGY 430

1.4. STRUCTURE 431

Chapter 2
SHAREHOLDER ACTIVISM AND HEDGE FUNDS

2.1. INTRODUCTION 439

2.2. SHAREHOLDER ACTIVISM 440

2.2.1. Large shareholders (Blockholders) 441

2.2.2. Corporate raiders 443

2.2.3. Institutional investors 445

2.2.4. Activist hedge funds 452

2.3. HEDGE FUNDS 486

2.3.1. Hedge funds: origin, definition and main characteristics 486

2.3.2. Hedge fund industry in europe: an overview 490

2.3.3. Hedge fund strategies: activism 497

2.4. RESEARCH OPPORTUNITIES 504

Chapter 3

THEORETICAL FRAMEWORK (I): THE ECONOMICS OF INFORMATION

3.1. INTRODUCTION 509

3.2. A NEW PARADIGM IN ECONOMIC SCIENCE: THE ECONOMICS OF INFORMATION 510

3.3. TYPES OF INFORMATION ASYMMETRIES AND ASSOCIATED COSTS 513

3.4. WAYS TO OVERCOME THE PROBLEMS DERIVED FROM INFORMATION ASYMMETRIES 516

3.5. THE THEORY OF THE FIRM: AGENCY PROBLEMS 522

3.6. TWO EXAMPLES OF FIRMS WHERE THE AGENCY PROBLEMS ARE ESPECIALLY NOTEWORTHY: START-UPS AND FIRMS INVOLVED IN IPO PROCESSES 526

3.7. THE ROLE OF THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL IN MITIGATING INFORMATIONAL ASYMMETRIES IN FIRMS 529

Chapter 4

THEORETICAL FRAMEWORK (II): INSTITUTIONAL ECONOMICS

4.1. INTRODUCTION 535

4.2. ORIGIN OF NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS 536

4.3. A FIRST APPROACH TO THE NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS 537

4.4. WILLIAMSON'S ANALYTICAL FRAMEWORK FOR THE NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS 541

4.5. "NEW" VS. "OLD" INSTITUTIONALISM 544

4.6. INSTITUTIONAL CHANGE AND ECONOMIC DEVELOPMENT 548

4.7. THE NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS AND THE HEDGE FUND ACTIVISM 550

Chapter 5

AN ANALYSIS OF THE FACTORS DRIVING INVESTMENT DECISIONS OF ACTIVIST HEDGE FUNDS IN EUROPE AND THE IMPACT OF THESE ACTIVISTS ON TARGET FIRMS: HYPOTHESES DEVELOPMENT AND SAMPLE SELECTION

5.1. INTRODUCTION 555

5.2. HYPOTHESES DEVELOPMENT 557

5.2.1. Accounting and financial information 557

5.2.1.1. Company size 558

5.2.1.2. Market valuation 558

5.2.1.3. Operating performance 559

5.2.1.4. Agency problems of free cash flow 560

5.2.1.5. Capital expenditures 561

5.2.2. Information related to the internal corporate governance mechanisms 562

5.2.2.1. Board of directors 563

5.2.2.1.1. Board of directors composition 563

5.2.2.1.2. Leadership structure 567

5.2.2.1.3. Board turnover 570

5.2.2.2. Ownership structure 571

5.2.2.3. Other corporate events 572

5.2.3. The legal and institutional environment 574

5.2.3.1. Investor protection 575

5.2.3.2. Financial system development 579

5.2.3.3. Control mechanisms 580

5.2.4. Market information 583

5.3. SAMPLE CREATION PROCESS 584

5.4. DATA DESCRIPTION: ACTIVIST HEDGE FUNDS 591

5.5. TWO EXAMPLES OF ACTIVIST EVENTS IN EUROPE 598

5.5.1. Dis Deutscher Industrie Service Ag (Dis) 598

5.5.2. Kuka Ag (Formerly known as Iwka Ag) 600

Chapter 6

AN ANALYSIS OF THE FACTORS DRIVING INVESTMENT DECISIONS OF ACTIVIST HEDGE FUNDS IN EUROPE AND THE IMPACT OF THESE ACTIVISTS ON TARGET FIRMS: METHODOLOGY AND RESULTS

6.1. INTRODUCTION 605

6.2. METHODOLOGICAL TOOLS 605

6.2.1. Descriptive statistics 606

6.2.2. *t*-Test and Wilcoxon test 606

6.2.3. Logit models (cross section) 607

6.2.4. Logit models (panel data) 609

6.3. RESULTS 609

6.3.1. An analysis by countries 610

6.3.2. Industries preferred by hedge funds and evolution of activism over time 612

6.3.3. Hedge fund involvement in target firms 612

6.3.4. Factors driving the investment decisions of activist hedge funds and the effects of activist investments on target firms 617

6.3.4.1. Accounting and financial information 621

6.3.4.2. Information related to internal corporate governance mechanisms 628

6.3.4.3. The legal and institutional environment 647

6.3.4.4. Market Information 651

6.4. A BRIEF SUMMARY AND DISCUSSION OF THE MAIN RESULTS 654

Chapter 7

DO ACTIVIST HEDGE FUNDS EXPROPRIATE MINORITY SHAREHOLDERS IN TARGET FIRMS? TWO CASE STUDIES

7.1. INTRODUCTION 661

7.2. TUNNELING: MINORITY SHAREHOLDER EXPROPRIATION BY DOMINANT INVESTORS 662

7.3. ACTIVIST HEDGE FUNDS AND EMPTY VOTING IN CORPORATE CONTROL EVENTS 669

7.4. CASE STUDIES 675

7.4.1. Atticus and TCI in Deutsche Boerse 676

7.4.2. Absolute Capital Management in Pixelpark and Elephant Seven ag 680

7.5. FINAL COMMENTS 682

Chapter 8

CONCLUSIONS, CONTRIBUTIONS, LIMITATIONS AND FUTURE LINES OF RESEARCH

8.1. CONCLUSIONS 687

8.2. MAIN CONTRIBUTIONS OF THIS RESEARCH WORK 694

8.3. LIMITATIONS 697

8.4. FUTURE RESEARCH LINES 699

References 701

Appendix 739

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* 81

Tabla II. Rentabilidad de las Distintas Estrategias de *Hedge Funds* en 2010 114

Tabla III. Rentabilidad de las Estrategias de *Hedge Funds* (2008 – 2010)..... 115

Tabla IV. Resumen de las Hipótesis de Trabajo 210

Tabla V. Proceso de Construcción de la Muestra 215

Tabla VI. Características de los HedgeFunds Incluidos en la Muestra 221

Tabla VII. Resumen de las Características de los *Hedge Funds* Incluidos en la Muestra..... 225

Tabla VIII. Distribución de las Inversiones de los *Hedge Funds* por País 239

Tabla IX. Distribución de las Inversiones de los *Hedge Funds* Activistas por Año y por Industria de la Empresa Objetivo .. 241

Tabla X. Compromiso de los *Hedge Funds* Activistas con las Empresas 243

Tabla XI. Características que Presentan las Empresas 1 Año Antes de la Inversión del *Hedge Fund* Activista (T-1) 250

Tabla XII. Cambios en las Características de las Empresas 1 Año Después de la Inversión de los *Hedge Funds* Activistas (T+1) 251

Tabla XIII. Cambios en las Características de las Empresas 2 Años Después de la Inversión de los *Hedge Funds* Activistas (T+2) 252

Tabla XIV. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo (Información Financiero-Contable) 255

Tabla XV. Estructura de Propiedad y Consejo de Administración de las Empresas Antes de la Inversión del Hedge Fund (T-1) ... 261

Tabla XVI. Estructura de Propiedad y Consejo de Administración de las Empresas el Año en el que Invierte el *Hedge Fund* (T).... 262

Tabla XVII. Estructura de Propiedad y Consejo de Administración de las Empresas Después de Invertir el *Hedge Fund* (T+1)..... 263

Tabla XVIII. Eventos Corporativos que Tienen Lugar en las Empresas Durante el Periodo de Inversión de los *Hedge Funds*..... 266

Tabla XIX. Matriz de Correlación: Eventos Corporativos 267

Tabla XX. Distribución de los Eventos Corporativos por País 270
Tabla XXI. Distribución de los Eventos Corporativos por *Hedge Fund* Activista 271
Tabla XXII. Estadísticas Descriptivas Relacionadas con los Eventos de Control Corporativo 274
Tabla XXIII. Rentabilidad Operativa de las Empresas Objeto de un Cambio de Control 276
Tabla XXIV. Estructura de Propiedad de las Empresas Objetivo que Reciben una OPA 277
Tabla XXV. Análisis del Marco Legal e Institucional 280
Tabla XXVI. Resumen de las Variables de Gobierno Corporativo a Nivel de País 281
Tabla XXVII. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo (Información de Mercado) 284

TABLE INDEX

Table I.	Summary of the Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism	470
Table III.	Hedge Fund Performance Statistics by Strategy	501
Table III.	Hedge Fund Performance by Strategy (2008 – 2010)	502
Table IV.	Summary of the Hypotheses	585
Table V.	The Sample Creation Process	588
Table VI.	Characteristics of Sample Activist Hedge Funds	592
Table VII.	Summary Statistics for Characteristics of Sample Activist Hedge Funds	596
Table VIII.	Distribution of Hedge Fund Activist Investments by Country	611
Table IX.	Distribution of Hedge Fund Activism Events by Year and by Target Industry	614
Table X.	Hedge Fund Involvement in Target Firms	215
Table XI.	Descriptive Statistics for Ex-Ante Characteristics of Target Firms (1 Year before the Investment)	618
Table XII.	Changes in Characteristics of Target Firms after Hedge Fund Activism (1 year after)	619
Table XIII.	Changes in Characteristics of Target Firms after Hedge Fund Activism (2 years after)	620
Table XIV.	Logit Analysis of Targeting (Accounting and Financial Information	625
Table XV.	Ownership Structure and Board Characteristics of Target Firms Before the Hedge Fund Investments (T-1)	629
Table XVI.	Ownership Structure and Board Characteristics of Target Firms after the Hedge Fund Investments (T)	630
Table XVII.	Ownership Structure and Board Characteristics of Target Firms After the Hedge fund Investments (T+1)	631
Table XVIII.	Significant Corporate Events that Take Place in Target Companies During the Hedge Fund Investment Period	635
Table XIX.	Correlation Matrix between Corporate Events	636
Table XX.	Distribution of Corporate Events by Country	638
Table XXI.	Distribution of Corporate Events by Activist Hedge Fund	639

Table XXII. Descriptive Statistics for Control-Related Events 642
Table XXIII. Operating Performance of Target Firms that Experience a Control Event 644
Table XXIV. Ownership Structure of Target Firms Subject to a Takeover Offer 645
Table XXV. Analysis of the Country Governance Factors 649
Table XXVI. Summary Statistics for Corporate Governance Factors across Countries 650
Table XXVII. Logit Analysis of Targeting (Market Information) 652

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Localización de los Activos Gestionados por los *Hedge Funds* 104

Figura 2. País de los Inversores Institucionales Invertidos en *Hedge Funds* 105

Figura 3. Mercado Europeo de los *Hedge Funds*. Nº de Fondos y Volumen de Activos Bajo Gestión 106

Figura 4. Mercado Europeo de los *Hedge Funds*. Activos Gestionados por Países 107

Figura 5. Activos Gestionados por los *Hedge Funds* según la Ciudad de Localización del Gestor 108

Figura 6. Clasificación de las Estrategias de los *Hedge Funds* 111

Figura 7. Selección Adversa 128

Figura 8. Riesgo Moral 129

Figura 9. La Nueva Economía Institucional según Williamson: Marco Analítico 161

Figura 10. Construcción de la Muestra de Control 218

FIGURE INDEX

Figure 1. Management Location of Global Hedge Fund Assets 492

Figure 2. Institutional Investors in Hedge Funds by Country of Origin..... 493

Figure 3. European Hedge Fund Market. Number of Funds and Assets under Management..... 494

Figure 4. European Hedge Fund Market. Assets under Management by Country 495

Figure 5. Hedge Fund Assets by Location of Manager. Top Hedge Fund Cities 496

Figure 6. Classifying Hedge Funds by Strategy..... 499

Figure 7. Adverse Selection..... 514

Figure 8. Moral Hazard..... 515

Figure 9. The New Institutional Economics according to Williamson. An analytical Framework 542

Figure 10. Control Sample Construction 591

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

1.1. Motivación y Justificación

1.2. Objetivos del Estudio

1.3. Metodología

1.4. Estructura

1.1. MOTIVACIÓN Y JUSTIFICACIÓN

El objetivo de esta Memoria de Tesis Doctoral es profundizar en el estudio del activismo financiero de los *hedge funds* en Europa. Este objeto de estudio despierta gran interés en la comunidad científica ya que presenta oportunidades de investigación significativas, especialmente a la luz de los postulados teóricos de la economía de la información y la economía institucional. En este sentido, el presente trabajo de investigación pretende ofrecer un análisis empírico a fin de contrastar las hipótesis formuladas sobre este nuevo fenómeno y, de esta forma, contribuir a proporcionar evidencia sobre el activismo de los hegde funds.

En primer término, cabe poner de manifiesto que las investigaciones llevadas a cabo en el campo de la economía de la información estudian las relaciones entre los agentes económicos en situaciones dónde existen asimetrías de información. La información es un elemento determinante en la toma de decisiones en todas las áreas, pero en la mayoría de los casos, los agentes económicos no disponen de la misma información en lo referente a las variables más importantes de su elección. Por ello, los académicos especialistas en esta corriente, entre los que cabe destacar autores como los premios Nobel George Akerlof, Michael Spence y Joseph Stiglitz, defienden que, en numerosas situaciones, la información disponible para la toma de decisiones es asimétrica, hecho que afecta de forma significativa al comportamiento de los agentes económicos y, como no, a las decisiones tomadas por éstos.

En el seno de las empresas modernas, caracterizadas por la separación entre la propiedad y el control, estas asimetrías informativas dan lugar a problemas de agencia entre los accionistas y los directivos de las compañías. Berle y Means (1932) señalaron que la separación entre la propiedad y el control que caracteriza a la compañía cotizada moderna tiene importantes consecuencias para la teoría de la empresa. Aquellos que disponen de un capital personal suficiente para financiar las inversiones que requiere una empresa no necesariamente tienen también la capacidad y la voluntad para dirigirla, mientras que aquellos que poseen habilidades directivas pocas veces cuentan con la riqueza personal suficiente para financiar las inversiones. De esta forma, se ha ido produciendo una separación irreversible entre la propiedad y el control (Jensen, 1983), disolviéndose el nexo tradicional entre la inversión, la toma de decisiones y

la obtención de beneficios, hecho que propicia la aparición de un conflicto de intereses entre los accionistas que detentan la propiedad de la empresa y los encargados de la dirección de la misma.

Cuando aquellos que dirigen la empresa no poseen totalmente el capital de ésta, las consecuencias de las decisiones tomadas por éstos para su propia riqueza personal son proporcionales a su participación en la propiedad de la empresa, la cual suele ser pequeña en el caso de las empresas cotizadas, por lo que se espera que éstos lleven a cabo un consumo excesivo de beneficios privados (Jensen y Smith, 1985), generalmente a expensas de la riqueza de los accionistas (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976).

Es aquí donde reside la raíz del conflicto de intereses clásico entre accionistas y directivos de la empresa. Dado que ambos grupos tienen objetivos e intereses diferentes, parece necesario supervisar y controlar a los directivos a fin de impedir que éstos actúen de forma oportunista (Fama y Jensen, 1983). Sin embargo, los accionistas no pueden controlar de forma efectiva a los directivos y a las decisiones tomadas por éstos sin incurrir en determinados costes, debido principalmente a las asimetrías de información existentes entre ambos grupos. Los directivos, que presumiblemente conocen mejor el negocio que la mayoría de los accionistas, se hallan, pues, en una posición privilegiada para obtener un beneficio personal en detrimento de los accionistas, carentes de la información y el control suficientes para evitar dichos comportamientos oportunistas.

Además, estas asimetrías informativas existentes entre los accionistas y los directivos de las empresas se acentúan con la dispersión de la propiedad en manos de accionistas minoritarios. Al diversificar sus carteras de inversión, éstos consiguen disminuir su exposición al riesgo, sin embargo, al reducirse su participación en las empresas y atomizarse la estructura de propiedad de las compañías, también disminuye la probabilidad de que estos accionistas minoritarios estén interesados en implementar medidas de supervisión y control a la dirección, ya que los costes en que éstos han de incurrir para controlar a los directivos son muy altos, al tiempo que los beneficios potenciales son bajos.

Precisamente, este problema derivado de la existencia de información asimétrica en el seno de la empresa y basado en las discrepancias de intereses entre un principal (los accionistas) que delega el control y, por tanto, la autoridad de decisión de la empresa en un agente (la dirección de

la empresa), tradicionalmente se ha denominado "problema de agencia" (véase, por ejemplo, Jensen y Merckling, 1976; Fama, 1980; Barnea et al., 1985; Ross, 1973). Aparece así la necesidad de poner en marcha una serie de mecanismos encaminados a alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, a aumentar la supervisión y el control ejercidos sobre la dirección y a reducir las asimetrías de información existentes entre ambos grupos. Es por ello que, en este ámbito, el activismo accionarial puede desempeñar un papel fundamental. Las participaciones significativas que los inversores activistas adquieren en las empresas en las que invierten les confieren incentivos suficientes para incurrir en los costes de búsqueda de información y mayor seguimiento de las actuaciones de la dirección en dichas compañías.

Así, cabe referirse a un "activista" como aquel inversor que adquiere una posición sustancial en el capital de una empresa cotizada con la intención de llevar a cabo una participación activa en la supervisión y gestión de la misma y, de esta forma, conseguir que se acometan los cambios necesarios para maximizar el valor de dicha compañía para los accionistas. Convienen dejar constancia de que el activismo accionarial no es un fenómeno nuevo. Según Gillan y Starks (2007) y Gordon (2008), en los EE.UU. el activismo se remonta a principios del siglo XX, cuando los fondos de inversión tradicionales, los bancos y otras instituciones financieras comenzaron a llevar a cabo actuaciones activistas con la esperanza de ejercer un mayor control sobre los directivos de las empresas. Desde la década de los cuarenta hasta finales de la década de los setenta, este activismo estuvo dominado principalmente por inversores individuales. Posteriormente, a partir de la década de los ochenta, comienzó a producirse una mayor implicación en las compañías por parte de los inversores institucionales, principalmente fondos de pensiones, hasta que, finalmente, en los últimos años, surgió el denominado "nuevo activismo" de los *hedge funds*.

La industria de los *hedge funds*, cuyo origen se sitúa a mediados del siglo pasado en el marco de la innovación financiera, ha experimentado un desarrollo significativo, especialmente durante las dos últimas décadas. En efecto, el aumento que se produjo en la década de los noventa en el número de *hedge funds* y en el volumen total de activos que gestionaban hizo que la rentabilidad de muchas de las estrategias que los *hedge funds* habían puesto en práctica desde sus inicios experimentase una reducción significativa, ya que este tipo de estrategias se enfrentaban a una

abundancia de capital y a unas oportunidades de inversión atractivas limitadas. Además, las elevadas rentabilidades iniciales hicieron que los inversores se forjasen ciertas expectativas sobre la continuidad de este éxito y, por ello, estos inversores comenzaron a presionar a los gestores para que siguiesen generando elevadas rentabilidades absolutas positivas como recompensa por las altas comisiones pagadas. Este mercado cada vez más competitivo, junto con la tendencia macroeconómica (una reducida volatilidad en casi todos los mercados y un ambiente crediticio relajado y benévolo) provocaron que ciertos *hedge funds* abandonasen sus estrategias iniciales, basadas en el arbitraje y en aspectos macroeconómicos, y comenzasen a poner en marcha otro tipo de estrategias (Citigroup, 2005) entre las que cabe destacar la conocida como "estrategia de activismo".

Los *hedge funds* como inversores presentan una serie de características frente al resto de inversores institucionales que hacen que sean más aptos y tengan mayores incentivos para convertirse en activistas. Entre tales características cabe destacar las siguientes:

En primer lugar, al ser mucho más eclécticos y tener por objetivo la consecución de rentabilidades absolutas, los *hedge funds* no se ven afectados por el problema de comportamientos oportunistas, conocido como *free rider*, que se produce cuando muchos accionistas comparten los beneficios del activismo, pero sólo uno de ellos, el activista, se hace cargo de los costes que conlleva la campaña de activismo.

En segundo lugar, los *hedge funds* están sujetos a escasos requerimientos de diversificación y liquidez, lo que les permite realizar inversiones significativas en empresas durante periodos de tiempo más largos, hecho que les confiere los incentivos y el control necesarios para desempeñar un papel activo en éstas.

En tercer lugar, los *hedge funds* no tienen que hacer frente a conflictos de intereses entre los gestores del fondo y los inversores de éste, ya que son vehículos de inversión mucho más independientes que no están afiliados a ninguna otra institución.

Finalmente, la estructura de compensación a los gestores de los *hedge funds*, que incluye una comisión por resultado, les proporciona importantes incentivos para maximizar la rentabilidad de los inversores, ya que también ellos van a beneficiarse de una campaña activista exitosa.

Estas características inherentes a los *hedge funds* son en gran medida responsables de la creciente propensión de estos fondos para llevar a cabo agendas activistas. De hecho, los *hedge funds* activistas, que suelen incluirse dentro de la estrategia basada en eventos denominada *event driven*, continúan registrando niveles elevados de crecimiento, siendo ésta una de las estrategias que más interés ha despertado entre los inversores y, por tanto, una de las que han experimentado una mayor entrada de capital, incluso en los últimos años caracterizados por la crisis financiera. Además, no sólo destaca el crecimiento de esta estrategia, sino también su rentabilidad, resultando ser una de las más rentables en los últimos años.

Por otro lado, la importancia económica del activismo de los *hedge funds* ha despertado el interés tanto de académicos como de profesionales, los cuales han respondido proporcionando valiosa evidencia sobre los aspectos esenciales de este nuevo fenómeno. Éstos han llevado a cabo una serie de trabajos de investigación abordando varias cuestiones importantes relacionadas con el activismo de los *hedge funds*. En este sentido, en la literatura especializada se ha intentado arrojar luz sobre el tipo de empresas que con mayor frecuencia son objetivo de los *hedge funds* activistas, los cambios que éstos tratan de promover en las compañías, el éxito que obtienen a la hora de alcanzar los objetivos que persiguen, el periodo de tiempo que permanecen invertidos para llevar a cabo sus campañas, etc.

No obstante, a pesar del esfuerzo investigador que se está llevando a cabo en los últimos años en esta área, la evidencia aportada no cabe considerarse como concluyente, ya que, hasta el momento, no existe un claro consenso sobre un gran número de aspectos relacionados con este activismo. Por ejemplo, existen discrepancias significativas a la hora de determinar las características que presentan las empresas que son elegidas por los *hedge funds* para llevar a cabo sus campañas activistas, o los efectos, especialmente a medio o largo plazo, que éstos provocan en dichas compañías.

Por tanto, la necesidad de seguir profundizando en el estudio de este tópico a fin de buscar evidencia más concluyente sobre la efectividad del activismo de los *hedge funds*, sobre los factores que determinan las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas y sobre el papel que éstos realmente desempeñan en las empresas en las que invierten,

constituye una de las principales motivaciones para la realización del presente trabajo de investigación.

Asimismo, junto con el interés que despierta el objeto de estudio, otro hecho que motiva el esfuerzo investigador es la escasez de evidencia sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa, dónde este fenómeno ha empezado a cobrar importancia en los últimos años. De hecho, la literatura especializada en el tema se ha enfocado al estudio de campañas activistas llevadas a cabo por estos fondos en empresas estadounidenses. Sin embrago, las diferencias existentes entre EE.UU. y Europa en lo que se refiere al ámbito institucional (marco regulatorio, político, cultural, etc.), el cual afecta a la capacidad y forma de actuación de los *hedge funds*, sugieren que el activismo que llevan a cabo estos fondos en empresas estadounidenses no presente las mismas características que el activismo de éstos en empresas europeas, por lo que no parece probable que la evidencia obtenida para el caso de EE.UU. sea generalizable para el caso europeo.

Es aquí dónde cobra importancia la aportación metodológica que propone la economía institucional. Las instituciones, entendidas por North (1981) como un conjunto de reglas, procedimientos de aceptación y normas de comportamiento morales y éticas diseñadas para restringir el comportamiento de los individuos a fin de maximizar la riqueza o la utilidad de los principales, tienen como uno de sus objetivos más importantes la reducción de los costes de transacción y la incertidumbre, siendo esenciales a la hora de afrontar el estudio de las relaciones entre el principal (los accionistas) y los agentes (los directivos) y del papel activo que los *hedge funds* activistas pretenden llevar a cabo en las compañías en las que invierten.

De esta forma, resultan de especial relevancia las instituciones que conforman el gobierno de las empresas, fundamentalmente aquellas que son externas a las compañías y que varían en función de los países en los que las empresas están domiciliadas, ya que éstas van a conformar el marco contextual en el que los *hedge funds* activistas van a llevar a cabo sus actuaciones de supervisión y control. Los beneficios y los costes que se derivan de las inversiones activistas de los *hedge funds*, así como la efectividad de su función supervisora en las empresas, van a estar determinadas en gran parte por determinados factores institucionales a nivel de país.

En este sentido, Europa presenta claras diferencias con respecto a EE.UU. en el ámbito institucional, como se acaba de mencionar, y a su vez, los países europeos también muestran notables diferencias institucionales entre sí. Por otro lado, en Europa, la mayor parte de la literatura sobre el activismo de los *hedge funds* se centra principalmente en Alemania e Italia, o analiza campañas específicas de activismo, ya que las diferencias entre países en relación a los requerimientos de revelación de información dificultan la realización de estudios que incluyan evidencia de varios países europeos. Hasta el momento, cabe destacar el trabajo de Becht et al. (2010), donde se analiza en profundidad una amplia muestra de eventos activistas protagonizados por *hedge funds* en empresas pertenecientes a 15 países europeos. No obstante, este estudio se centra fundamentalmente en el análisis de los rendimientos anormales que genera el activismo en las compañías, por lo que siguen existiendo numerosos aspectos que necesitan ser analizados. Otros trabajos, como los llevados a cabo por Stokman (2007) y Tse (2007), también intentan arrojar luz sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa, pero las muestras de eventos activistas en las que basan sus análisis son mucho más reducidas.

Además, hasta la fecha del presente estudio, no parece existir ningún trabajo que haya presentado resultados en relación a la influencia que el marco legal e institucional puede tener en el activismo de los *hedge funds* en Europa, todo ello integrado con el estudio de los aspectos vinculados a los problemas de agencia. En este sentido, la profundización en la búsqueda de evidencia en el ámbito europeo ofrece la oportunidad de abordar esta cuestión, ya que, a pesar de los intentos por conseguir una mayor armonización, lo cierto es que entre los países europeos aún persisten diferencias significativas en cuanto a sus sistemas regulatorios y legales, los niveles de protección a los inversores, las estructuras de propiedad de las empresas, etc., resultando de gran interés el análisis de cómo estos factores institucionales pueden llegar a afectar al activismo de los *hedge funds* en las empresas europeas.

En resumen, lo expuesto anteriormente resalta la necesidad de llevar a cabo un mayor esfuerzo investigador en el ámbito del activismo de los *hedge funds* a fin de proporcionar evidencia en relación a un número de aspectos sobre los que aún no existen resultados concluyentes, especialmente en lo que se refiere a la efectividad con que éstos activistas desempeñan la función de supervisión y control en el seno de las empresas que generalmente se les atribuye, aspecto de gran interés para el resto de

accionistas de las compañías en las que éstos intervienen, así como para los equipos directivos de las mismas.

Por último, cabe poner de manifiesto que, en Europa, este fenómeno es relativamente reciente, de ahí que la evidencia que existe al respecto sea escasa, lo cual ofrece una clara oportunidad de analizar el impacto del marco legal e institucional en el activismo de los *hedge funds*, lo que pudiera ser de interés en aras a la posibilidad de proporcionar información relevante para los reguladores europeos, dado que los resultados esperados del esfuerzo investigador pudieran permitir conocer, por ejemplo, la influencia que el nivel de protección al inversor tiene en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas.

1.2. OBJETIVOS DEL ESTUDIO

De acuerdo con todo lo anterior, el objetivo principal de la presente Memoria de Tesis Doctoral consiste en comprobar si, en Europa, los *hedge funds* activistas cumplen con la función de supervisión que tradicionalmente se les atribuye, contribuyendo a mitigar las asimetrías informativas existentes entre los accionistas y los directivos de las empresas en las que invierten, a alinear los intereses de ambos grupos y, por ende, a maximizar el valor de la empresa para los accionistas de las compañías. Para ello, en este trabajo se analizan los factores que influyen significativamente en las decisiones de inversión de estos fondos, así como los cambios que experimentan las empresas tras la inversión de los *hedge funds* activistas.

De esta forma, si los *hedge funds* activistas invierten en las empresas europeas basándose en la información y financiera y en análisis fundamentales de éstas (valoración de mercado, rentabilidad operativa, liquidez, endeudamiento, política de dividendos, costes, etc.), en información relativa a aspectos del gobierno de dichas compañías (concentración del accionariado, nivel de independencia de los Consejos), y/o en factores del entorno legal e institucional que pueden tener un impacto en la efectividad de sus actuaciones en las empresas (protección del inversor, desarrollo de los mercados financieros, mecanismos de control corporativo) y, además, se observa que, con posterioridad a las inversiones de los *hedge funds* activistas, las compañías experimentan cambios significativos conducentes a la creación de valor para los accionistas

(mejora de la rentabilidad operativa, mayores dividendos, mejora en el sistema de gobierno de la compañía, cambios de control o en la estrategia de la empresa, etc.), entonces podría plantearse el considerar que los *hedge funds* activistas desempeñan efectivamente una función supervisora, influyendo en la toma de decisiones y reuniendo la información necesaria para ejercer un mayor control sobre la dirección de las empresas, a fin de que ésta no se desvíe del objetivo de maximización del valor de la compañía.

Por el contrario, si los *hedge funds* activistas invierten en las empresas europeas guiados de forma exclusiva por la información de mercado de las compañías (por ejemplo, su rentabilidad bursátil) y, además, no se aprecia ningún cambio significativo en las compañías que implique un aumento del valor de éstas tras la inversión de estos fondos, entonces cabe esperar que, en el caso de Europa, los *hedge funds* activistas sean meros participantes del mercado, con flexibilidad suficiente para aprovechar oportunidades de inversión, pero exentos de intención por involucrarse más allá en las empresas. En estos casos, los *hedge funds* no llevan a cabo ninguna función supervisora, ni ejercen ningún control sobre la dirección de las compañías y, por tanto, no contribuyen en ningún modo a mitigar las asimetrías de información existentes entre los directivos y los accionistas.

Finalmente, como caso particular y en línea con el propósito general de esta investigación, se analiza si, al adquirir participaciones significativas en sus empresas objetivo, en determinadas ocasiones, los *hedge funds* activistas utilizan el poder de influencia que estas participaciones les confieren sobre las decisiones más importantes de las compañías, así como su ventaja informativa frente al resto de inversores, con el objeto de extraer beneficios privados de su inversión en dichas empresas, en detrimento de los intereses del resto de accionistas.

1.3. METODOLOGÍA

Para el logro de los objetivos propuestos en la presente Memoria de Tesis Doctoral, este estudio se apoya fundamentalmente en dos pilares teóricos. El primero de ellos, la economía de la información, permite situar el origen del activismo de los *hedge funds* como respuesta a la necesidad de una mayor supervisión y control a la dirección de las empresas por parte de sus accionistas, la cual resulta de los problemas de agencia existentes en el

seno de estas compañías, derivados de los conflictos de intereses y de las asimetrías informativas que caracterizan a la relación entre los accionistas y los directivos de las empresas. El segundo, la economía institucional, abre las puertas al análisis del impacto e influencia de los factores institucionales en el activismo de los *hedge funds* en las empresas europeas. Estos dos marcos teóricos constituyen las bases sobre las que se asienta este trabajo de investigación y a partir de las cuales se han formulado el objetivo de investigación y las hipótesis de trabajo.

Asimismo, con el propósito de llevar a cabo el contraste empírico pertinente, ha sido necesario construir una base de datos propia, al carecer de una base central que proporcione información sobre los eventos de activismo protagonizados por los *hedge funds* en Europa. Para ello se ha partido de dos fuentes de información principales. Por un lado, el Módulo de Propiedad de la base de datos *Thomson One Banker* y, por otro lado, una base de datos particular y especializada de *hedge funds* que han participado en algún evento de activismo, la cual ha sido elaborada para desarrollar el presente estudio a través de búsquedas en la base de noticias Nexis®, utilizando los términos "*hedge fund*" y "activism".

La muestra definitiva comprende 332 inversiones protagonizadas por 45 *hedge funds* activistas, tanto europeos como estadounidenses, en las que éstos adquieren más del 1% del capital de 265 empresas cotizadas localizadas en 15 países europeos (Austria, Bélgica, Suiza, Alemania, España, Francia, Reino Unido, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Polonia, Portugal y Suecia), dentro del horizonte temporal comprendido entre principios de 2003 y el primer semestre de 2008. Esta muestra ha sido denominada "muestra objetivo". Además, también se ha construido una muestra de control integrada igualmente por empresas cotizadas europeas, donde cada una de las empresas que es objetivo de la inversión de un *hedge fund* activista (empresas objetivo) se asocia con una empresa de control, controlando por país, industria, tamaño y ratio precio-valor de mercado y tomando como referencia el año anterior a la inversión del *hedge fund* activista.

Por último, cabe señalar que entre las herramientas utilizadas en el contraste empírico se incluyen análisis descriptivos (medias, medianas, percentiles de las muestras, etc.) y *tests* de contraste de diferencias de medias y medianas (*test-t* y *test* de Wilcoxon), los cuales permiten comparar las características que presentan las empresas objetivo el año previo a la

inversión del *hedge fund* activista con las características que presentan las empresas de control durante ese mismo año al objeto de identificar qué características determinan las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en las empresas europeas. Del mismo modo, la aplicación de estas herramientas también permite realizar comparaciones de los cambios que se producen en las empresas objetivo tras la inversión del *hedge funds* activista y en las empresas de control durante el mismo periodo a fin de identificar qué cambios pueden ser atribuidos a los *hedge funds* activistas. Asimismo, también se emplean modelos de regresión *logit* estimados con datos de sección cruzada (y también con datos de panel), los cuales permiten la comprobación de cómo diferentes características de las empresas europeas afectan a la posibilidad de que éstas reciban la inversión de un *hedge fund* activista durante el año siguiente.

1.4. ESTRUCTURA

La estructura del trabajo de investigación que conforma el contenido de la presente Memoria de Tesis Doctoral es la siguiente:

En el Capítulo 2 se tratará de realizar, en primer lugar, un análisis crítico del estado del arte del objeto de estudio a través de una revisión de la literatura sobre el activismo accionarial que han llevado a cabo los distintos tipos de inversores durante los últimos treinta años, a fin de conocer la evidencia aportada al respecto por los estudios más significativos. Para ello, se planteará la profundización en la discusión de varios trabajos que abordan el activismo de los grandes inversores, entre los que se incluyen individuos, corporaciones o instituciones financieras que adquieren participaciones significativas o bloques de acciones en las empresas en las que invierten. A continuación, se analizará la evidencia existente sobre el papel activista de los *corporate raiders* en la década de los ochenta, los cuales podrían considerarse los antecesores más directos de los *hedge funds* que llevan a cabo un activismo más "hostil". Después, se revisará la literatura relacionada con el activismo de los inversores institucionales, entre los que destacan los fondos de pensiones o los fondos de inversión tradicionales y, por último, se profundizará en los trabajos realizados sobre el "nuevo" activismo protagonizado por los *hedge funds*.

Asimismo, en este Capítulo, también se realizará un primer acercamiento a los *hedge funds*, situando su origen y describiendo los

rasgos que los caracterizan frente al resto de vehículos de inversión más tradicionales. También se proporcionará una visión general de la industria de los *hedge funds* en Europa y se analizarán las principales estrategias de inversión desarrolladas por estos fondos, prestando especial atención a la estrategia de activismo. La revisión de la literatura centrada en el activismo accionarial junto con el análisis de la industria de los hegde funds permitirán abordar al final del Capítulo las posibles oportunidades de investigación que ofrece este ámbito de investigación.

En el Capítulo 3 se realizará una aproximación conceptual a la economía de la información en aras a permitir establecer el primer marco teórico que se tomará como referencia para comprender y analizar el papel que desempeñan los *hedge funds* activistas en las compañías en las que invierten. Para ello, se llevará a cabo un repaso del origen y fundamentos de dicho enfoque epistemológico, profundizando en el estudio de los distintos problemas a los que la existencia de asimetrías informativas da lugar, entre los que destacan especialmente los problemas de selección adversa y riesgo moral. Adicionalmente, también se cuestionarán algunas de las soluciones planteadas en la literatura para mitigar dichos problemas, entre las que se incluyen los mecanismos de señalización, de clasificación o los contratos de incentivos.

En este mismo Capítulo, también se analizará, con cierta profundidad, la problemática de agencia que afecta a la actividad empresarial derivada de la existencia de asimetrías informativas y de la divergencia de intereses entre los accionistas y la dirección de las empresas. Por último, para concluir el Capítulo se presentarán dos ejemplos de empresas donde los problemas de agencia son especialmente notables, se comentarán la función que desempeña el mercado de control corporativo en la reducción de las asimetrías informativas que afectan a las compañías y se establecerá la relación existente entre la economía de la información y el activismo de los *hedge funds*.

El segundo marco conceptual, la economía institucional, que permitirá comprender la importancia de considerar el contexto institucional a la hora de analizar el activismo de los *hedge funds*, se abordará en el Capítulo 4. En él se ofrecerá una aproximación a la nueva economía institucional profundizando en su origen, así como en las principales consideraciones de esta corriente. Además, se abordará el marco propuesto por Williamson (2000), el cual identifica cuatro niveles interrelacionados de

análisis social e institucional, y se realizará un análisis comparativo entre la nueva y la vieja economía institucional, identificando las principales diferencias existentes entre ambas. Finalmente, se analizará la importancia del cambio institucional para el desarrollo económico de las sociedades, y se concluirá con una Sección en la que se pone de manifiesto la influencia y el impacto de las instituciones que conforman el gobierno de las empresas en las relaciones entre los accionistas y los directivos de las compañías y en las actuaciones de los hegde funds activistas.

El análisis teórico realizado en estos primeros Capítulos permitirá establecer el marco de referencia para llevar a cabo la investigación empírica en la que se centrarán los siguientes Capítulos. En este sentido, en los Capítulos 5 y 6 se pretenderá aportar evidencia sobre si realmente los *hedge funds* activistas desempeñan una función supervisora en las empresas europeas en las que invierten contribuyendo a reducir las asimetrías informativas que existen entre los accionistas y los directivos de estas compañías, favoreciendo la alineación de los objetivos de ambos grupos y promoviendo, en último lugar, la maximización del valor de las compañías.

Con este fin, en el Capítulo 5 se establecerán las hipótesis de trabajo relacionadas con los factores que influyen en las decisiones de inversión de estos *hedge funds* activistas en Europa y con los cambios que experimentan las compañías tras la inversión de estos activistas. Así, en función de los factores que sean significativos a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* y de los cambios que se observen en las compañías tras la inversión de estos fondos, cabrá esperar, o no, que los *hedge funds* realmente cumplan con su papel supervisor en las empresas europeas. Una vez presentadas las hipótesis de trabajo, se detallará el proceso que se ha seguido para la construcción de la muestra de inversiones de *hedge funds* activistas en empresas europeas y su correspondiente muestra de control, las cuales permitirán el contraste de las hipótesis planteadas en el epígrafe anterior. Para finalizar este Capítulo, se incluirá una descripción de las principales características de los *hedge funds* activistas que integran la muestra objetivo y se describirán dos de los eventos de activismo que forman parte de la misma.

Como continuación del Capítulo anterior, en el Capítulo 6 se expondrán las herramientas metodológicas que se han utilizado en el contraste empírico de las hipótesis y se discutirán los resultados obtenidos

en dicho contraste. En este sentido, se analizarán los factores que tienen un impacto significativo en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa y aquellos que son indiferentes, abordando principalmente cuatro ámbitos: la información financiera de las empresas (valor de mercado, rentabilidad operativa, problemas de exceso de *free cash flow*, etc.), la información relativa a los mecanismos internos de gobierno de las compañías (concentración del accionariado, independencia del Consejo de Administración, etc.), los factores institucionales que afectan a la capacidad de actuación de los activistas y que varían en función del país en el que están domiciliadas las compañías (protección al inversor, desarrollo de los mercados financieros, mecanismos de control corporativo), y por último, la información de mercado (fundamentalmente la rentabilidad bursátil de las empresas).

Asimismo, también se analizarán los cambios que tienen lugar en las empresas con posterioridad a la inversión de los *hedge funds* activistas, principalmente cambios en el valor de mercado, en la rentabilidad operativa, en el gobierno corporativo, así como eventos corporativos que se producen durante el periodo de inversión del *hedge fund*, entre los que se incluyen eventos que conllevan un cambio en el control de las compañías, procesos de reestructuración de las compañías, etc. Finalmente, una vez presentados los resultados, se proporcionará una discusión sobre la evidencia aportada y las implicaciones que ésta tiene con respecto al objetivo principal la de investigación.

Por último, dado que al adquirir participaciones significativas en las empresas en las que invierten los *hedge funds* activistas obtienen cierto poder de influencia en las decisiones más relevantes de las compañías, así como una ventaja informativa con respecto al resto de accionistas de la empresa, en el Capítulo 7 se intentará arrojar luz sobre si los *hedge funds* activistas utilizan en ciertas ocasiones dicho poder de influencia y dichas ventajas informativas para obtener beneficios privados a expensas del resto de accionistas, en lugar de utilizarlos para lograr una mayor supervisión de la dirección de las empresas que se traduzca en un aumento del valor de la empresa del que se benefician todos los accionistas.

Para ello, en primer lugar, se profundizará en el concepto de *tunneling* acuñado por Johnson et al. (2000) para referirse a la expropiación que sufren los accionistas minoritarios por parte de los accionistas dominantes y se presentará la evidencia proporcionada por algunos de los

trabajos más significativos en este ámbito. A continuación, en el siguiente epígrafe, se procederá a la descripción de una de las prácticas que, en determinadas ocasiones, emplean los *hedge funds* para expropiar al resto de los accionistas de las empresas en las que invierten, la cual se basa en la utilización del "voto vacío" en eventos de control corporativo. Y, por último, se analizarán dos casos incluidos en la muestra objetivo en los que los *hedge funds* tienen inversiones en las dos partes involucradas en un evento de control corporativo. Este análisis permitirá conocer mejor el comportamiento de estos fondos en aquellos casos en los que sus posiciones dan lugar serios conflictos de intereses, y comprobar, entonces, si estas posiciones conflictivas se traducen generalmente en una expropiación a los accionistas minoritarios de una de las compañías.

Finalmente, a tenor de los análisis realizados, en el Capítulo 8 se recogerán las conclusiones obtenidas en el desarrollo de esta investigación, conjuntamente con las aportaciones más significativas de este estudio con respecto a la evidencia existente, las limitaciones encontradas en el transcurso del proceso de investigación y las futuras líneas de investigación que se avizoran a la luz del trabajo realizado.

CAPÍTULO 2

EL ACTIVISMO ACCIONARIAL Y LOS *HEDGE FUNDS*

2.1. Introducción

2.2. Activismo Accionarial

2.3 *Hedge Funds*

2.4. Oportunidades de Investigación

2.1. INTRODUCCIÓN

Un activista puede definirse como aquel inversor que adquiere una participación significativa en una compañía cotizada con el propósito de establecer una negociación con la dirección de la misma encaminada a promover un cambio productivo para la empresa y, de ese modo, obtener un beneficio de su inversión (Pound, 1992). Los activistas buscan empresas con potencial para mejorar y, en lugar de simplemente sentarse a esperar de forma pasiva a que aumente el valor de estas compañías, éstos se involucran en la gestión y supervisión de las mismas a fin de conseguir un aumento en el valor de éstas a través de su actuación.

El activismo accionarial no es un fenómeno nuevo. Según Gillan y Starks (2007) y Gordon (2008), en los EE.UU., el activismo se remonta a principios del siglo XX, cuando los fondos de inversión tradicionales, los bancos y otras instituciones financieras comenzaron a llevar a cabo actuaciones activistas con la esperanza de la ejercer un mayor control sobre los directivos de las empresas. Desde 1942 hasta finales de la década de los setenta, este activismo estuvo dominado principalmente por inversores individuales, sin embargo, es a partir de la década de los ochenta cuando comienza a producirse una mayor implicación por parte de los inversores institucionales, principalmente fondos de pensiones, hasta que, finalmente, en los últimos años, surge el "nuevo activismo" de los *hedge funds*.

Las pasadas décadas han sido testigos de un significativo interés por parte de académicos y profesionales por entender el fenómeno del activismo. Éste ha sido objeto de un debate académico sobre la valoración de su efectividad a la hora de promover mejoras en las empresas. Este debate aún permanece abierto (Santella et al., 2009), y es que, para algunos, el activismo realmente cumple su promesa de resolver los problemas de control e incentivos a los que se enfrentan las empresas con un capital muy disperso, contribuyendo así a mejorar el rendimiento de éstas (Black, 1992). Sin embargo, para otros, el activismo es irrelevante e incluso pernicioso para la mayoría de los accionistas, ya que los activistas carecen de las habilidades y la experiencia precisas para cuestionar a la dirección de la empresa (Lipton y Rosenblum, 1991) y, además, en ocasiones, es posible observar a estos activistas remplazando a los directivos de la empresa en la búsqueda de beneficios privados (Romano, 1993).

Al objeto de conocer un poco mejor este debate, en las siguientes páginas se proporciona una revisión de los principales estudios[1] que han examinado el activismo llevado a cabo durante los últimos treinta años por cuatro tipos de inversores: los grandes accionistas, los tiburones financieros o *corporate raiders*, los accionistas institucionales y los *hedge funds*[2]. Precisamente, el activismo protagonizado por este último grupo de inversores, los hegde funds, constituye el objeto de estudio en el que será concentrado el esfuerzo investigador del presente trabajo.

El espectacular desarrollo experimentado por la industria de los *hedge funds* y la creciente competencia entre estos fondos por conseguir rentabilidades positivas absolutas en un entorno de oportunidades limitadas hicieron necesaria la búsqueda de nuevas estrategias por parte de éstos. En este contexto, algunos *hedge funds* comienzan a llevar a cabo campañas activistas encaminadas a incrementar la supervisión a los directivos de las empresas en las que invertían. Asimismo, el creciente número de fondos que han puesto en marcha esta estrategia, junto con el mayor volumen de activos gestionados por éstos, han hecho que, aunque en un primer momento los *hedge funds* activistas tendieron a centraste en empresas estadounidenses, este activismo accionarial de los *hedge funds* se haya ido extendiendo a Europa, dando lugar a nuevas oportunidades de investigación en este campo.

Así, el resto del Capítulo se estructura de la siguiente manera: En la Sección 2 se analiza la evidencia existente sobre el papel activista de los grandes accionistas o *blockholders,* los c*orporate raiders*, los inversores institucionales y los *hedge funds*. En la Sección 3 se describe el origen y las principales características de los *hedge funds*, se proporciona una visión general de la industria de los *hedge funds* en Europa y se profundiza en las estrategias de inversión llevadas a cabo por esos fondos, prestando especial atención a la estrategia de activismo. Finalmente, una vez revisada la literatura sobre el activismo accionarial y examinada la situación y principales características de la industria de los *hedge funds*, en la última Sección se presentan las oportunidades de investigación existentes en

---

1 Black (1998), Romano (2001), Karpoff (2001) o Gillan y Starks (2007) ofrecen excelentes y amplias revisiones de la literatura sobre el activismo que llevan a cabo los accionistas en las empresas.

2 Es posible que hayamos omitido la referencia a algunos trabajos relevantes. A todos ellos les pedimos disculpas.

relación al activismo de los *hedge funds*, las cuales constituyen una de las principales fuentes de motivación del presente estudio.

2.2. ACTIVISMO ACCIONARIAL

Los resultados más significativos aportados por los trabajos de investigación que han analizado el activismo de los cuatro tipos de inversores activistas más destacados se exponen y comentan a continuación.

2.2.1. GRANDES ACCIONISTAS

El principal motivo que lleva a los accionistas a participar activamente en la supervisión de las empresas es la posibilidad de incrementar el valor de sus inversiones. Dado que el activista incurre en todos los costes asociados al activismo mientras que los beneficios se reparten entre todos los accionistas de la empresa, sólo aquellos accionistas con inversiones significativas en la compañía tienen posibilidades de obtener un rendimiento de su inversión lo suficientemente grande como para compensar los costes en los que incurren (Demsetz y Kenneth, 1985).

Los grandes accionistas incluyen aquellos individuos, corporaciones o instituciones financieras que adquieren participaciones significativas en las empresas en las que invierten. Así, en esta Sección se ofrece una discusión de varios estudios que abordan el activismo llevado a cabo por grandes accionistas de forma genérica o que combinan en sus muestras individuos e instituciones activistas. Además, las siguientes Secciones analizarán la evidencia aportada sobre grupos específicos de activistas los cuales, generalmente, tienen participaciones significativas en las empresas (los tiburones financieros, los inversores institucionales y los *hedge funds*).

El trabajo seminal de Shleifer y Vishny (1986) examina de forma teórica los efectos positivos de la supervisión llevada a cabo por los grandes accionistas. Este estudio establece que la presencia de un accionista significativo en una empresa contribuye a elevar el precio de sus acciones, sus ingresos futuros así como la probabilidad de que esa compañía sea objeto de una adquisición, bien por parte del accionista significativo en cuestión, o por otra tercera parte. Desde la publicación de dicho trabajo, el papel que desempeñan los grandes accionistas a la hora de promover

fusiones y/o adquisiciones y de mejorar la rentabilidad de las empresas ha sido discutido por numerosos académicos[3].

En esta línea, Shivdasani (1993) demuestra que la participación en la propiedad de grandes accionistas no vinculados con la dirección de la empresa incrementa la probabilidad de que la compañía reciba una oferta pública de adquisición (de aquí en adelante OPA) hostil y de que el accionista significativo resulte clave actuando como tercera parte facilitadora de dichas ofertas de adquisición. Gorton y Kahl (1999) también analizan la relación existente entre los grandes accionistas y el mercado de control de empresas, haciendo una distinción entre los inversores individuales con grandes patrimonios y los inversores institucionales. Estos autores demuestran que las funciones desempeñadas por estos dos tipos de grandes accionistas son distintas. Así, los grandes inversores individuales no se enfrentan a problemas de agencia internos por lo que realizan mejor la función de supervisión y destacan a la hora de involucrarse en adquisiciones hostiles. En cambio, los inversores institucionales se caracterizan por ser supervisores más constantes que facilitan las adquisiciones de las compañías al vender sus participaciones en dichas empresa a los inversores individuales con grandes patrimonios.

Un número significativo de estudios han intentado analizar las causas del activismo de los grandes inversores y sus efectos en el precio de mercado de las empresas, en la rentabilidad, en la política corporativa o en la estructura de gobierno de éstas. Aunque la mayoría de estos trabajos observan rendimientos anormales en torno al anuncio de la inversión del gran accionista, la evidencia obtenida sobre el resto de efectos es mixta. Por ejemplo, Barclay y Holderness (1991) examinan las transacciones de grandes bloques de acciones y demuestran que el anuncio público de dichas transacciones está asociado a un incremento anormal medio del precio de mercado de las acciones del 16%. Además, observan que estos incrementos anormales del valor de la empresa tienden a ser mayores cuando el nuevo gran accionista adquiere el control o la totalidad de ésta, y cuando la dirección de la empresa no pone resistencia a los intentos por parte del nuevo comprador de influir en la política corporativa. También

[3] Holderness (2003) ofrece una revisión de la literatura académica sobre el papel que desempeñan los grandes accionistas en las empresas.

resulta interesante la elevada tasa de rotación de los directivos que se produce en las empresas después de dichas transcciones.

Bethel et al. (1998) investigan las causas y consecuencias de las compras de bloques de acciones por parte de activistas en la década de los ochenta y obtienen que la probabilidad de que estos activistas realicen dichas adquisiciones es más elevada en empresas muy diversificadas y con una escasa rentabilidad. Además, observan que la compra del bloque de acciones va seguida, generalmente, de un aumento en la desinversión de activos, de una apreciación anormal del precio de mercado y, a diferencia de los resultados obtenidos por los trabajos citados previamente (Shleifer y Vishny,1986; Shivdasani,1993; Gorton y Kahl,1999), de una disminución de ofertas de fusión y adquisición. Shome y Singh (1995) también documentan que, en general, el mercado responde de forma positiva al anuncio de la formación de un nuevo bloque de acciones, sin embrago, no consiguen demostrar que los grandes accionistas favorecen cambios positivos en la rentabilidad operativa de las compañías.

También centrados en el análisis de los efectos del activismo llevado a cabo por los grandes accionistas, Thomsen et al. (2006) realizan un estudio por países y obtienen que, en aquellos países con una tradición legal civil (*civil law*) de la Europa Continental, la existencia de grandes accionistas en la estructura de propiedad de la empresa se asocia a un menor valor y a una menor rentabilidad de las empresas, mientras que en los EE.UU. y en el Reino Unido, países con una tradición legal común (*common law*), la propiedad ostentada por grandes accionistas no tiene un efecto sistemático en el valor de las compañías.

Otro trabajo que también analiza los efectos del activismo de los grandes accionistas es el llevado a cabo por Cronqvist y Fahlenbrach (2009). Estos autores se centran en la heterogeneidad existente entre estos grandes inversores, demostrando que existen importantes diferencias en sus creencias, capacidades y preferencias. De este modo, los grandes accionistas que tienen una participación significativa en la propiedad, que tienen representación en el Consejo de Administración o que están involucrados directamente en la gestión de la compañía provocan mayores efectos en las políticas corporativas y en la rentabilidad de las empresas.

Finalmente, varios estudios examinan los incentivos y los costes a los que tienen que hacer frente los grandes accionistas cuando deciden desempeñar un papel activo en las empresas. Por ejemplo, Admati et al.

(1994) consideran la pérdida de beneficios a la que se enfrentan estos activistas como consecuencia de la diversificación del riesgo que resulta de las posiciones tan concentradas que adquieren. Estos autores explican cómo las ineficiencias del mercado, que incluyen los problemas de *free rider,* pueden inducir a los grandes accionistas a reducir su participación en la empresa en lugar de incurrir en el coste de supervisión. Asimismo, Burkart et al. (1997) argumentan que los límites impuestos a los que son sometidos los directivos como resultado de la supervisión y control ejercidos por los grandes accionistas podrían acarrear determinados costes, precisamente porque, en ocasiones, la discrecionalidad de los directivos puede conllevar beneficios derivados de la propia iniciativa de éstos, la cual tiende a desaparecer cuando interfieren los activistas.

En cuanto a los incentivos que llevan a los grandes accionistas a desempeñar una función de supervisión en las empresas, Maug (1998) obtiene que, aunque la liquidez del mercado bursátil reduce en cierta medida los incentivos de estos accionistas a la hora de ejercer un mayor control al permitirles vender sus acciones con mayor facilidad, ésta también hace que sea menos costoso construir posiciones significativas en las empresas. También en esta línea, Kahn y Winton (1998) demuestran que la precisión de la información privada de la que disponen los grandes accionistas frente al resto de participantes en el mercado, generalmente más desinformados, podría incrementar el incentivo de estos accionistas significativos para especular con las acciones de la empresa en lugar de involucrarse en la misma de forma activa.

2.2.2. *CORPORATE RAIDERS* (TIBURONES FINANCIEROS)

Si se quiere realizar una revisión de la literatura del activismo con el fin de comprender las bases sobre las que se asientan los actuales *hedge funds* activistas, es necesario profundizar en el conocimiento de los *corporate raiders* o tiburones financieros de los ochenta en EE.UU. y de los noventa en Europa. Estos activistas, que utilizaban técnicas financieras agresivas e innovadoras para diseñar ofertas de adquisición, podrían considerarse los antecesores directos de los *hedge funds* como practicantes de un activismo más hostil (Armour y Cheffins, 2009). De hecho, un número significativo de estos *corporate raiders*, como es el caso de Carl Icahn, Nelson Peltz, Guy Wyser- Pratte, Tito Tettamanti, Edward Lampert o

Warren Lichtenstein, han resurgido como gestores de *hedge funds* activistas, tanto en EE.UU. como en Europa.

La mayoría de estos *raiders* estaban financiados por individuos con grandes patrimonios y utilizaban empresas cotizadas como vehículos para llevar a cabo su activismo en aquellas compañías en las que adquirían participaciones significativas. En unos casos, los *raiders* adquirían la totalidad de la compañía para luego liquidarla y vender sus divisiones y activos. De este modo, la empresa dejaba de existir de la forma en que lo hacía antes de la entrada del *corporate raider*. En otros casos, con el fin de evitar la liquidación de la compañía, se ofrecía a los *raiders* una prima por sus acciones, conocida como *greenmail*, como incentivo para que abandonasen sus campañas agresivas y saliesen del accionariado de la empresa.

A diferencia de la mayoría de los activistas actuales, los *raiders* de los ochenta no perseguían el aumento del valor de la empresa involucrándose de forma colaborativa con los directivos de ésta. Ni siquiera trataban de implantar ningún cambio en el gobierno corporativo como medio para lograr una mejora en el precio de las acciones. Su principal estrategia era dar a las empresas dos opciones: vender el negocio a un comprador estratégico o conseguir que el insurgente abandonara la compañía ofreciéndole una prima (*greenmail*) (Orol, 2008). Cualquiera de estas dos alternativas conllevaba beneficios para el *corporate raider*, generalmente a costa de la reducción de la riqueza del resto de accionistas de la empresa, por lo que frecuentemente se les acusa de expropiar al resto de inversores obteniendo beneficios privados a expensas de éstos últimos.

Varios estudios han examinado el comportamiento y los efectos de los tiburones en las empresas en las que inviertían. Por ejemplo, Holderness y Sheehan (1985) evalúan los cambios en el precio de mercado asociados al primer anuncio público de las inversiones de seis *raiders* financieros (Carl Icahn, Irwin Jacobs, Carl Lindner, David Murdock, Victor Posner, y Charles Bluhdom) en el capital de las empresas entre 1977 y 1982. Estos autores demuestran que, cuando se anuncia por primera vez que alguno de estos seis *raiders* ha adquirido acciones en una empresa, generalmente, los accionistas de dicha empresa obtienen rentabilidades significativamente positivas. Además, observan que, incluso cuando la propia empresa tiene que recomprar las acciones al *raider* pagando una prima por ellas, los accionistas experimentan incrementos significativos en su riqueza si se

considera el periodo que transcurre desde la compra inicial por parte del tiburón hasta la recompra de las acciones.

A una conclusión similar llega Croci (2007). Este autor examina 136 compras de bloques de acciones llevadas a cabo por los *raiders* en Europa entre los años 1990 y 2001, y documenta una reacción positiva del mercado en torno al primer anuncio de estas compras. Sin embargo, cuando analiza la rentabilidad de mercado de las empresas a largo plazo, obtiene que, únicamente en aquellos casos en los que los *raiders* acaban vendiendo sus acciones, se produce un efecto positivo y significativo en el valor de las compañías. En ningún caso, la actividad de los *raiders* se asocia con una mejoría de la rentabilidad operativa de las compañías.

Walsh y Kosnik (1993) analizan la relación entre la rentabilidad de las empresas y la rotación de los directivos y miembros del Consejo de Administración en una muestra de empresas en las que habían invertido ocho conocidos tiburones y, en general, obtienen escasa evidencia que corrobore la hipótesis de que estos tiburones identifican y eliminan los Consejos de Administración ineficaces y los equipos directivos atrincherados. Únicamente observan un aumento significativo de la rotación de los miembros del Consejo de Administración durante el segundo año posterior a la entrada del *raider* en aquellas empresas que habían experimentado una escasa rentabilidad de forma permanente con anterioridad a la inversión de éste.

Por último, es necesario tener en cuenta varios factores que contribuyeron a la desaparición de estos *raiders*. En primer lugar, es destacable el hecho de que, a finales de la década de los ochenta, un número significativo de estos activistas perdieran gran parte del dinero de sus inversores con su estrategia. No obstante, el factor más importante que desencadenó su desaparición fue la adopción por parte de las empresas de medidas de protección contra las adquisiciones, como las "*poison pills*" (estas medidas hacen que sea más difícil y costoso el que una empresa sea adquirida por otra), con el fin de alejar a los *raiders*, haciendo que el desarrollo de su estrategia fuese prácticamente imposible (Orol, 2008).

2.2.3. INVERSORES INSTITUCIONALES

Dado que las batallas de OPAs de los ochenta empezaron a cesar como resultado de la desaceleración del ciclo económico, y de la creciente

efectividad de las tácticas defensivas para resistir a las adquisiciones más hostiles, la atención se desvió hacia los inversores institucionales como activistas potenciales que podrían dar respuesta a los problemas de agencia fruto de la separación de la propiedad y el control y de las asimetrías informativas existentes entre accionistas y directivos.

Poco a poco, los inversores institucionales se habían ido convirtiendo en accionistas significativos presentes en los mercados financieros de todo el mundo, incrementando de forma considerable su participación en la propiedad de las empresas cotizadas. Como resultado, su papel como accionistas fue evolucionando desde el papel pasivo tradicional que venían desempeñando, hasta convertirse en inversores mucho más activos. Según Gillan y Starks (2007), actualmente, los inversores institucionales son la categoría de accionistas más importante en los EE.UU., teniendo en sus carteras más del 60% de las acciones estadounidenses en 2005, en comparación con el 10% que detentaban en 1953. Para el caso de la Unión Europea, este porcentaje varía del 25%, en Italia al 80% en el Reino Unido y Holanda (Santella et al., 2009).

Gillan y Starks (1998, 2007) sitúan el principio de activismo de los inversores institucionales en 1985, año en el que se produce la formación del Consejo de Inversores Institucionales (de aquí en adelante CII), cuyo principal objetivo es permitir a los inversores institucionales hacer un fondo común para sus recursos, y el cual ha evolucionado hasta el punto de convertirse en un elemento central para la mayoría de estos activistas. En 1986 y 1987, el activismo institucional se expandió de forma importante. En estos años los grandes fondos de pensiones[4] comenzaron a presentar propuestas en los EE.UU., tanto individualmente como en colaboración con otros accionistas.

Más tarde, a mediados de la década de los noventa, los fondos de sindicatos (en inglés *union funds*)[5] también adquirieron una fuerza notable en el ámbito del activismo y éstos, junto con los fondos de pensiones, se

[4] Los estudios que analizan el activismo de los fondos de pensiones tienden a concentrarse en las actividades de un fondo (por ejemplo, Nesbitt (1994), Smith (1996), Huson (1997), Nelson (2006) y Budsaratragoon et al. (2010) se centran en CalPERs, mientras que Carleton et al. (1998) analizan las actividades del TIAA- CREF) o en las actuaciones de un conjunto más amplio de éstos (ver, por ejemplo, Wahal (1996) o Del Guercio y Hawkins (1999)).

[5] Véase, por ejemplo, los trabajos realizados por Schwab y Thomas (1998), Thomas y Martin (1998) o Prevost et al. (2009).

convirtieron en los activistas institucionales más prominentes hasta la reciente aparición de los *hedge funds*. Asimismo, los fondos de inversión tradicionales[6] también desempeñaron un papel activista en algunas de las empresas en las que invertían.

Para promover cambios en las compañías en las que invieren, los accionistas institucionales llevan a cabo negociaciones privadas (conocidas como negociaciones entre bastidores) con la dirección de las empresas, hacen públicas sus intenciones en las empresas a través de los medios de comunicación o presentan propuestas en las Juntas Generales de Accionistas. Además, también tratan de influir en las decisiones adoptadas por los directivos mediante la "amenaza" (real o implícita) de vender su participación en la compañía y, por tanto, provocar la caída del precio de las acciones, una práctica conocida como "*the Wall Street Walk*" (véase, por ejemplo, Admati y Pfleiderer, 2009 o Parrino et al., 2003). Recientemente, los accionistas institucionales también están llevando a cabo campañas de "vota no" (en inglés *just vote no*), por medio de las cuales los activistas institucionales animan al resto de accionistas de la compañía a negar su voto para la elección de un miembro del Consejo con el fin de expresar su disconformidad con la actuación de los directivos de la empresa o con la estructura de gobierno corporativo de la misma (Del Guercio et al., 2008).

Si se analiza la evidencia obtenida en relación a las características que presentan las empresas objetivo de los activistas institucionales, es posible observar que el principal criterio utilizado por estos activistas a la hora de elegir a sus empresas es la escasa rentabilidad de éstas. Además, las compañías objetivo también se caracterizan frecuentemente por tener en su accionariado otros inversores institucionales con participaciones significativas, por una escasa participación de los *insiders* en su estructura accionarial, y por tener una estructura de gobierno corporativo que los accionistas perciben como débil.

Así, por ejemplo, Carleton et al. (1998) documentan que la probabilidad de que una empresa sea objetivo del fondo de pensiones TIAA-CREF[7], uno de los más grandes de EE.UU., se relaciona de forma positiva con la existencia previa de accionistas institucionales en el accionariado, y

---

[6] Véase, por ejemplo, los trabajos realizados por Rothberg y Lilien (2006), Ashraf y Jayaraman (2007) o Duan (2008).

[7] Teachers Insurance Annuity Association–College Retirement Equities Fund (TIAACREF).

de forma negativa con la propiedad detentada por los *insiders* de la empresa. Smith (1996) obtiene que las empresas elegidas por CALPERS[8] para llevar a cabo sus campañas activistas presentan una rentabilidad de mercado pobre y unos niveles de propiedad institucional superiores a los que muestran las empresas que integran su muestra de control. De hecho, es conocido que cada año CalPERS publica una "Lista Objetivo" (en inglés *Focus List*), de la que forman parte entre seis y doce empresas cotizadas con una escasa rentabilidad y con unos principios de gobierno corporativo muy endebles, con el fin motivar a la dirección de dichas empresas para que promueva mejoras en la rentabilidad y cambios en determinados aspectos del gobierno corporativo que CalPERS entiende limitan la maximización del valor de la compañía (Anson et al., 2004).

Del Guercio y Hawkins (1999) también obtienen evidencia de que tres de los fondos de pensiones más destacados por sus campañas activistas, CalPERS, NYC[9], y SWIB[10], eligen a sus empresas objetivo basándose en la rentabilidad de las mismas. Más concretamente, la mediana de la rentabilidad bursátil a cinco años que muestran las empresas en exceso del S&P 500, es de un -97% para el caso de las empresas en las que invierte CalPERS, de un -87% para el caso de las compañías en las que invierte NYC y de un -72% para el caso de las empresas en las que invierte SWIB. Asimismo, Opler y Sokovin (1995) analizan todas las empresas incluídas en la "Lista Objetivo" del CII en 1991, 1992 y 1993, y observan que, durante el año anterior a su inclusión en la lista, estas empresas experimentaron un deterioro en sus ingresos y mostraban una rentabilidad de mercado inferior a la media.

Aunque existe clara evidencia de que los inversores institucionales han desempeñado un papel activo en las empresas en la que invierten, esta evidencia pierde contundencia cuando se intenta esclarecer si estos activistas han tenido un efecto positivo en dichas empresas contribuyendo a la riqueza de los accionistas. Por ello, en los siguientes párrafos se revisa la evidencia empírica relacionada con las distintas medidas utilazas por los académicos para evaluar la efectividad del activismo institucional. Una de estas medidas son las reacciones del mercado a corto plazo que se

8 California Public Employees Retirement System (CalPERS).

9 The New York City funds (NYC).

10 State of Wisconsin Investment Board fund (SWIB).

producen alrededor del anuncio de las inversiones del activista en la empresa, es decir, consiste en analizar si el anuncio de dicho activismo es acompañado de un aumento del valor de mercado de la empresa. En general, los estudios realizados en este sentido han proporcionado escasa evidencia de la existencia de rendimientos anormales significativos en el periodo próximo a la fecha en la que se hace pública la inversión.

Por ejemplo, Prevost y Rao (2000) estudian las propuestas de gobierno corporativo llevadas a cabo por fondos de pensiones y los efectos que éstas tienen en el valor de las empresas en torno a la fecha de presentación, observando que los rendimientos anormales acumulados (CARs en inglés) durante la mayoría de los intervalos alrededor de estas fechas de presentación son negativos pero insignificantes. Del Guercio y Hawkins (1999) tampoco tienen éxito a la hora de aportar evidencia sobre los efectos que tiene en el valor de las empresas la presentación de propuestas llevadas a cabo por cinco fondos de pensiones activistas (CREF[11], CalPERS, CalSTRS[12], SWIB, y NYC).

Más específicamente, sus resultados revelan que la rentabilidad anormal que experimentan las empresas durante los dos días que rodean al anuncio de la propuesta no difiere significativamente de cero. De forma similar, Gillan y Starks (2000) analizan cómo reacciona el mercado a corto plazo ante la presentación de una propuesta de gobierno corporativo presentada por parte de un accionista institucional o de un grupo coordinado y documentan una reacción negativa pero estadísticamente insignificante durante el intervalo [-1, +7] en torno dicha presentación.

Por el contrario, Carleton et al. (1998) sí observan reacciones en el precio de las acciones estadísticamente significativas alrededor de la fecha en la que el fondo de pensiones TIAA-CREF contacta por primera vez con la empresa objetivo. Estas reacciones son positivas o negativas dependiendo del objetivo que el fondo persiga en estas compañías. Además, varios estudios identifican rentabilidades anormales positivas estadísticamente significativas en las empresas alrededor del anuncio del activismo por parte de CalPERS (Smith, 1996; Wahal, 1996; Anson et al., 2004; English et al., 2004).

---

11 College Retirement Equities Fund (CREF).

12 California State Teachers Retirement System (CalSTRS).

Este efecto positivo que provoca CalPERS en las empresas en las que lleva a cabo un papel activo, ha sido apodado como el "Efecto CalPERS". Sin embargo, Nelson (2006) revisa este "Efecto CalPERS" y únicamente obtiene evidencia que corrobora los resultados obtenidos por Smith (1996) y Wahal (1996), lo cuales incluyen en sus muestras empresas que fueron objetivo de CalPERS durante el periodo 1987–1993. Este autor sostiene que los resultados obtenidos por el resto de estudios que documentan la persistencia del "Efecto CalPERS" en periodos posteriores son consecuencia de la inclusión en sus muestras de las empresas objetivo de CalPERS correspondientes a los años 1992 y 1993, así como de varios problemas relacionados con la metodología de estudio de eventos empleada.

Otra medida de la efectividad del activismo puede obtenerse analizando si los accionistas institucionales llevan a cabo un papel activo en cuanto a la presentación de propuestas y si éstos obtienen el apoyo necesario para sacarlas adelante. En general, la evidencia obtenida sugiere que las propuestas presentadas por los inversores institucionales han recibido un apoyo sustancialmente mayor que el recibido por propuestas patrocinadas por otros accionistas. En este sentido, Gordon y Pound (1993) argumentan que el compromiso de los accionistas institucionales a la hora de realizar propuestas es relativamente limitado tanto en el número como en forma. No obstante, estos autores observan que aquellas propuestas presentadas por los grandes inversores institucionales reciben más votos.

De forma similar, Gillan y Starks (2000) muestran como la presentación de propuestas por parte de inversores institucionales o grupos coordinados tiene una influencia positiva en el resultado de la votación, dado que, por lo general, estas propuestas reciben un 175% más de votos que aquellas presentadas por individuos particulares. Por su parte, Thomas y Martin (1998) centran su análisis en los *union funds*, y sus resultados apuntan a que, en conjunto, las propuestas presentadas por estos fondos obtienen mayor respaldo que el resto de propuestas presentadas por otros grupos de accionistas.

Por el contrario, a diferencia de estos trabajos que documentan una relación positiva entre el resultado de la votación y los inversores institucionales, Bizjak y Markete (1998) estudian un tipo concreto de propuestas, aquellas que buscan la rescisión de las *poison pills*, y no obtienen evidencia de que las propuestas presentadas por individuos

particulares obtengan menos apoyo que aquellas presentadas por fondos de pensiones y otros accionistas institucionales.

Tanto las reacciones del mercado ante los anuncios de activismo como los resultados de las votaciones sobre propuestas presentadas por los inversores institucionales son indicadores a corto plazo del éxito del activismo de éstos, sin embargo, los efectos del activismo podrían revelarse al cabo de un periodo más largo de tiempo. Es por ello por lo que un número importante de estudios se ha centrado en el análisis de la rentabilidad a largo plazo de las empresas en las que invierten, tanto de mercado como operativa, a largo plazo. Por ejemplo, Smith (1996) demuestra que las empresas objetivo de CalPERS experimentan incrementos significativos en sus ingresos operativos, especialmente durante el año en el que se inicia el activismo, aunque estos incrementos no difieren de aquellos que presentan las empresas pertenecientes a la misma industria que se incluyen en la correspondiente muestra de control. Prevost y Rao (2000) observan cómo aquellas empresas que son objetivo del activismo de fondos de pensiones públicos tan sólo una vez, experimentan cambios positivos pero estadísticamente insignificantes en su rentabilidad operativa, mientras que aquellas que son objetivo de estos activistas de forma reiterada muestran un fuerte deterioro en su rentabilidad.

Además, en línea con estos resultados, Del Guercio y Hawkins (1999) obtienen evidencia de que aquellas empresas en las que invierten fondos de pensiones activistas generalmente experimentan rentabilidades bursátiles superiores, aunque no de forma estadísticamente significativa, a las del índice S&P 500 durante los 3 años posteriores al inicio del activismo. Además, también observan que la rentabilidad operativa de estas compañías no mejora de forma más rápida que la de las empresas incluidas en su muestra de control.

Wahal (1996) tampoco obtiene evidencia de que el activismo de los fondos de pensiones genere mejoras significativas a largo plazo en el valor de mercado de las compañías o en sus medidas contables de rentabilidad. De forma similar, English et al. (2004) proporcionan evidencia limitada en relación a la existencia de rentabilidades anormales más allá de los 6 meses siguientes a la inclusión de las empresas en la "Lista Objetivo" de CalPERS, al menos cuando estos autores emplean las técnicas de estimación más consistentes. Crutchley et al. (1998) también analizan el rendimiento de las empresas objeto de CaLPERS, calculando el exceso de rentabilidad mensual

acumulado durante el año siguiente al anuncio del activismo. Considerando la totalidad de su muestra, estos autores señalan que el exceso de rentabilidad acumulado es positivo para cada mes, pero únicamente es estadísticamente significativo hasta el octavo mes.

También en esta línea, Song y Szewczyk (2003) señalan que las empresas incluídas en la Lista Objetivo del CII experimentan rentabilidades positivas anormales de "comprar y mantener" (en inglés *buy and hold abnormal returns*) durante el primer y segundo año posteriores al anuncio de la Lista Objetivo del CII. Sin embargo, las BHAR de las empresas que integran la Lista Objetivo no difieren significativamente de las que muestran las empresas que forman parte de un *benchmark* creado por los autores que replica el procedimiento empleado por el CII para generar su Lista Objetivo. Por tanto, teniendo en cuenta que la reacción positiva que experimentan las empresas objetivo tiene lugar también en las empresas incluidas en el *benchmark*, esta reacción no puede atribuirse a la inclusión de las compañías en la Lista Objetivo.

Para finalizar, una medida alternativa del impacto de los inversores institucionales en sus empresas objetivo se obtiene observando si estas compañías llevan a cabo cambios significativos en su estructura de gobierno corporativo y en sus políticas como resultado de la actuación del activista, o si éste es capaz de movilizar el apoyo necesario, por ejemplo, para promover una fusión o adquisición de la empresa. En este sentido, Del Guercio y Hawkins (1999) analizan este aspecto y señalan que, en las empresas en las que los fondos de pensiones llevan a cabo sus campañas activistas, se produce una mayor rotación de la alta dirección, un mayor número de eventos de gobierno corporativo que no implican cambio de control (pleitos y demandas de accionistas, cartas y propuestas, votaciones contrarias a la elección de consejeros), y una mayor respuesta por parte de los directivos (venta de activos, reestructuraciones, reorganizaciones, despidos) que en las empresas que integran su muestra de control.

Además, observan que aquellas empresas que únicamente reciben propuestas para rescindir medidas que dificultan que la empresa sea adquirida por otra, aquellas que son objetivo del fondo de pensiones CalPERS, y aquellas en las que se aprueban las propuestas presentadas, se asocian con una probabilidad significativamente superior de recibir una oferta de adquisición.

Precisamente, la importancia de los inversores institucionales a la hora de facilitar adquisiciones también es apuntada por Cremers y Nair (2005) y Gaspar et al. (2005), quienes destacan el papel fundamental que desempeñan los inversores institucionales en la negociación de estas transacciones, especialmente cuando son inversores con un compromiso a largo plazo, con una participación significativa en la empresa. Por su parte, Prevost et al. (2009) observan que, cuando las propuestas presentadas por fondos simdicales alcanzan una mayoría en la votación, éstas suelen ir seguidas de cambios en los niveles de atrincheramiento de la dirección, en el grado de independencia del Consejo de Administración y en la remuneración por incentivos a los directivos.

Hartzell y Starks (2003) también muestran que, en aquellas empresas en las que hay una mayor concentración de inversores institucionales en su accionariado, los directivos reciben remuneraciones más bajas y más dependientes de la rentabilidad de la compañía. Asimismo, Wu (2004) obtiene que el hecho de que una empresa aparezca en la lista de CalPERS hace que el primer ejecutivo de ésta intente restituir su reputación reduciendo el número de consejeros que a la vez son directivos de la empresa a tiempo completo. Además, la aparición en la lista también aumenta la probabilidad de que dimita el primer ejecutivo de la empresa y refuerza la relación entre dicha dimisión y la rentabilidad de la compañía.

No obstante, a diferencia de la mayoría de evidencia aportada apoyando la idea de que los inversores institucionales han influido con éxito en las prácticas de gobierno corporativo de las empresas, Song y Szewczyk (2003) analizan diversos eventos corporativos, como las recompras de acciones o el potencial de una empresa para ser objeto de una fusión o adquisición después de aparecer en la lista de empresas objetivo del CII, y destacan que, durante los tres años siguientes, no encuentran diferencias significativas entre las empresas que aparecen en la lista y aquellas incluidas en el *benchmark* creado por los autores.

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, y tal y como se indica en varias revisiones de la literatura (véase, por ejemplo, Black, 1998; Karpoff, 2001; Romano, 2001; Gillan y Starks, 1998, 2007), la evidencia empírica aportada en relación a la eficacia de los activistas institucionales no es concluyente. Si bien, por lo general, la literatura sugiere que los inversores institucionales han influido con éxito en las prácticas de gobierno corporativo de las empresas, la evidencia se vuelve más escasa cuando se

trata de probar que éstos han contribuido a mejorar el valor de mercado o la rentabilidad operativa a largo plazo de las compañías.

Esta dificultad a la hora de mejorar la rentabilidad de las empresas puede explicarse acudiendo a varios factores entre los que se incluyen las escasas capacidades directivas de los activistas institucionales, las motivaciones políticas de éstos en muchos casos, principalmente de los fondos de pensiones (Woitke, 2002), su enfoque cortoplacista, o la escasez de recursos y tiempo invertidos en esta estrategia (Black, 1998). Además, los activistas institucionales sufren serios conflictos de intereses (Davis y Kim, 2007), están sujetos a numerosas restricciones en el ámbito regulatorio (Kahan y Rock, 2007; Black y Coffee, 1994) y tienen que hacer frente al problema del "*free rider*" (Grossman y Hart, 1980) así como a potenciales costes de liquidez (Coffee, 1991).Todos estos factores contribuyen a explicar los modestos resultados obtenidos por los inversores institucionales en sus empresas objetivo.

2.2.4. *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS

El activismo asociado a los *hedge funds* se convierte en un fenómeno importante a mediados de la pasada década. Durante estos últimos años, los *hedge funds* han asumido un papel destacado en el ámbito del activismo llevando a cabo una función cada vez más relevante como supervisores del rendimiento de las empresas y agentes promotores del cambio en éstas. A diferencia del resto de inversores institucionales, los *hedge funds* tienen notables incentivos para controlar e intervenir en el gobierno de las compañías.

Tanto académicos como profesionales han respondido rápidamente a esta tendencia activista por parte de los *hedge funds* proporcionando valiosa evidencia sobre los aspectos esenciales de este nuevo fenómeno. Éstos han llevado a cabo una serie de trabajos de investigación abordando varias cuestiones importantes relacionadas con el activismo de los *hedge funds* tales como: ¿Qué tipo de empresas son objetivo de los *hedge funds* activistas?¿Qué cambios tratan de promover en las compañías en las que invierten?¿Realmente alcanzan sus objetivos? ¿Qué periodo de tiempo permanecen invertidos para llevar a cabo sus campañas? ¿Contribuye el activismo a mejorar la rentabilidad de mercado de las empresas?¿Tienen los *hedge fund* activistas un "lado oscuro" que hace necesaria una respuesta regulatoria?¿Es probable que los *hedge funds* activistas continúen

desempeñando un papel fundamental en el gobierno de las empresas a largo plazo?(Armour y Cheffins, 2009). Dado que el activismo de los *hedge funds* es el principal objeto de estudio, en esta Sección se intentará revisar con cierto grado de profundidad la evidencia aportada sobre este fenómeno, discutiendo las contribuciones y resultados más destacables obtenidos por los estudios más significativos[13] (la Tabla I, presentada al final de la Sección, ofrece un resumen de los principales resultados de los trabajos que se comentan a continuación).

Los primeros trabajos que han tratado de arrojar luz sobre el activismo de los *hedge funds* se basan en evidencia anecdótica y se centran fundamentalmente en la comparación entre el activismo de los *hedge funds* y el activismo llevado a cabo previamente por otros activistas institucionales, así como en el análisis de los problemas potenciales de este activismo y el papel que éste puede desempeñar en el gobierno corporativo de las empresas.

En esta línea, Thompson (2007) ofrece una descripción detallada de las ventajas que presentan los *hedge funds* como activistas en comparación con otros inversores institucionales tradicionales, y analiza distintas tipologías de activismo. Argumenta que el activismo de los *hedge funds* únicamente puede entenderse en el contexto de las restricciones legales que afectan a los accionistas, y señala dos conjuntos de límites que deben tenerse en cuenta en relación al activismo de los *hedge funds*: límites internos, que podrían frenar el crecimiento de los *hedge funds* como agentes que contribuyen a la disciplina de la dirección de las empresas, y límites relacionados con posibles conflictos de interés entre los *hedge funds* y el resto de accionistas de las compañías.

Asimismo, Partnoy y Thomas (2006) centran su análisis en tres ámbitos donde los accionistas pueden ejercer una mayor influencia (votaciones, litigios, y transacciones que conllevan cambios en el control) y, a partir de este análisis, argumentan que, a diferencia de los *hedge funds* activistas, los inversores institucionales han sido incapaces, o más bien reticentes, a la hora de involucrarse en las compañías para promover cambios en éstas. Entre las diferencias existentes entre los *hedge funds* y otros inversores más tradicionales, destacan el creciente uso de la

[13] Brav et al. (2010) y Barrachdi (2008) también ofrecen una revisión de la literatura académica existente sobre el activismo de los *hedge funds*.

innovación financiera por parte de los *hedge funds*. Además, estos autores evalúan los costes y beneficios de las cuatro principales estrategias llevadas a cabo por los *hedge funds* activistas. Finalmente analizan las diferentes formas en las que los *hedge funds* pueden actuar para cubrir las carencias de los demás inversores institucionales, concluyendo que, aunque los *hedge funds* tienen mayores incentivos para desempeñar un papel activo en las empresas del que se derivan importantes beneficios, los *hedge funds* activistas también plantean algunos costes y retos para los reguladores.

Otro de los trabajos iniciales que más repercusión ha tenido es el llevado a cabo por Kahan y Rock (2007). Este estudio destaca el papel que desempeñan los *hedge funds* activistas tanto en el gobierno corporativo como en el mercado de control de las empresas y muestra historias ilustrativas de este activismo llevado a cabo en compañías estadounidenses. Sus autores defienden que el activismo de los *hedge funds* se diferencia del activismo llevado a cabo por otros activistas institucionales más tradicionales (fondos de inversión y fondos de pensiones) en varios aspectos: busca cambios significativos en las empresas, conlleva mayores costes, es estratégico y se lleva a cabo *a priori*. Estas diferencias se deben básicamente a que los *hedge funds* no están sujetos a un gran número de restricciones regulatorias, sufren menos conflictos de intereses entre sus gestores y los inversores de éstos, y tienen importantes incentivos que les llevan a invertir recursos en la estrategia de activismo.

También indican algunos conflictos generados por el activismo de los *hedge funds*, entre los que se incluyen la divergencia de intereses existente entre los *hedge funds* y el resto de accionistas de la empresa que se produce en determinadas ocasiones, el estrés que este activismo genera al sistema regulatorio, o el excesivo cortoplacismo que caracteriza a estos fondos (los autores se refieren a estos conflictos como el "lado oscuro" de los *hedge funds*). No obstante, a pesar de dicho "lado oscuro", los autores no creen que sea necesaria una respuesta legal, sino que consideran que las propias fuerzas del mercado y los mecanismos de adaptación puestos en marcha por las empresas están mejor diseñados para resolver dichos conflictos.

Precisamente, Hu y Black (2007) centran su trabajo en el análisis de este lado oscuro del activismo de los *hedge funds*. Proporcionan evidencia de que los *hedge funds* han sido especialmente creativos a la hora de

separar los derechos de voto de la propiedad económica de las acciones (en inglés *new vote buying*)[14] a través de grandes transacciones ocultas. Estos autores explican cómo el uso de derivados y préstamos de valores han hecho que para los *hedge funds* sea cada vez más viable y asequible el acumular un porcentaje significativo de derechos de voto sin los correspondientes derechos económicos, cubriéndose así del riesgo de mercado de las acciones (votante vacío), lo que sugiere que, en ocasiones, sus intereses y objetivos en las empresas difieren de los del resto de inversores.

Briggs (2007) y Bratton (2007) van un paso más allá y tratan de proporcionar evidencia sobre el activismo de los *hedge funds* incluyendo un capítulo empírico basado en muestras que incluyen un pequeño número de eventos de activismo en los EE.UU.. Briggs (2007) ofrece un estudio legal, empírico y teórico sobre cómo tiene lugar el activismo de los *hedge funds*, analizando si éste contribuye o no a mejorar el gobierno corporativo de las empresas estadounidenses. Después de explicar en detalle las bases legales del activismo de los *hedge funds*, analiza 52 casos de activismo protagonizados por estos fondos durante 2005 y 2006, y establece que la combinación de tácticas de *wolf pack*[15] y la creciente influencia de las empresas que asesoran sobre la delegación de votos a activistas han conferido a los *hedge funds* un enorme poder en el gobierno de las empresas: "cuando los *hedge funds* deciden involucrarse en las compañíaspueden convertirse en una fuerza real que debe ser tenida en consideración". Además, este autor investiga la problemática que generalmente suele asociarse a los *hedge funds* (posiciones cortas, conflictos de intereses con otros accionistas), encontrando escasa evidencia al respecto.

Por su parte, Bratton (2007) estudia la interacción entre los *hedge funds* y las empresas en las que actúan, poniendo el acento en estas últimas. Con este propósito, recoge información sobre 130 empresas estadounidenses identificadas en la prensa entre enero de 2002 y junio de 2006 como compañías que habían sido objeto de activismo de los *hedge funds*. Sus resultados muestran cómo los *hedge funds* concentran su atención en empresas de pequeña capitalización y rentabilidad escasa y una

[14] Véase la Sección 3 del Capítulo 7.

[15] Para una mayor descripción de estas tácticas véase la Sección 3 de éste Capítulo.

vez que adquieren una participación significativa en las mismas, tratan de forzar la venta de toda la compañía o de una parte de sus activos, la distribución de efectivo o la reducción de sus costes. No obstante, no obtiene evidencia de que estos activistas sean inversores cortoplacistas que extraigan efectivo de las empresas y salgan de su accionariado de forma inmediata, ni de que lleven a cabo reducciones de costes destructivas para las compañías.

Además, en relación a los resultados de estas campañas, el autor observa que los activistas obtienen un éxito indiscutible en los casos incluidos en su muestra, medido en términos de concesiones realizadas a sus demandas, lo que le lleva a sugerir que los *hedge fund* activistas podrían contribuir a mitigar los problemas de asimetrías informativas resultado de la separación del control y la propiedad.

Después de estos análisis explicativos y fundamentalmente descriptivos, los cuales son de gran ayuda para formarse una primera idea del nuevo fenómeno, un número importante de trabajos más empíricos abordan el tópico con mayor profundidad examinando aspectos tales como las características de las empresas que son objetivo de estos fondos o los efectos de este activismo en dichas compañías[16]. Quizás, el trabajo llevado a cabo por Ryan (2006) podría considerarse el primer trabajo de este tipo. Es un estudio muy sencillo que analiza los rendimientos anormales que siguen al inicio y finalización de 40 campañas de activismo en los EE.UU. desde 2001 a 2005. Éste obtiene que los *hedge funds* activistas generan un exceso de rentabilidad positivo en las empresas, ya que éstas experimentan un exceso de rendimiento acumulado medio de 8,6% durante un periodo de 61 días [-30, +30] en torno al inicio de la campaña. Además, observa que aquellas empresas con bajas rentabilidades y fuertes flujos de caja en las que el activista tiene una posición significativa son las que tienen una mayor probabilidad de experimentar excesos de rentabilidad.

Brav et al. (2008a) construyen una amplia muestra de observaciones de eventos activistas llevados a cabo por *hedge funds* en EE.UU. compuesta

[16] En relación a los efectos, únicamente nos centramos en aquellos trabajos que examinan el impacto que tiene el activismo de los *hedge funds* en los accionistas de las compañías, no obstante, y aunque se escapa del ámbito de estudio del presente trabajo, debe tenerse en cuenta que varios trabajos analizan los efectos del activismo en los titulares de bonos de las empresas (véase, por ejemplo, Aslan y Maraachlian, 2009; Klein y Zur, 2011 y Kahan y Rock, 2009).

por 236 *hedge funds* y 1059 eventos durante el periodo 2001-2006. Debe mencionarse que esta muestra incluye interacciones entre los *hedge funds* y las empresas tanto hostiles como colaborativas, ya que obtienen que, en menos del 30% de los casos, los *hedge funds* son abiertamente hostiles. Analizando esta muestra, demuestran que, durante el año anterior al inicio de la campaña activista, las empresas objetivo tienden a ser pequeñas y rentables, con un elevado apalancamiento y muy poco efectivo en sus balances. También observan que los *hedge funds* alcanzan sus objetivos, o al menos parte de ellos, en dos tercios de los casos.

Además, de acuerdo con la idea de que el activismo de los *hedge funds* crea valor para las compañías, obtienen evidencia de una reacción positiva del mercado ante el anuncio de la intervención de estos fondos, dado que la inversión de los *hedge funds* activistas generan rentabilidades anormales positivas medias situadas en torno al 7%-8% durante un intervalo de [–20,+20] días alrededor del anuncio, las cuales no revierten con el paso del tiempo. Esta reacción positiva del mercado es consistente con el hecho de que, *a posteriori* de la intervención de los activistas, se produce una disminución de los problemas de agencia relacionados con el flujo de caja disponible y una mejora de la rentabilidad económica (ROA) y de los márgenes de beneficio operativos, aunque esto último tarde más en manifestarse. Por último, es importante señalar que los autores también destacan un aumento de la rotación del gerente de las empresas después de la inversión en éstas por parte de los *hedge fund* activistas.

El trabajo de estos autores se completa en un segundo estudio (Brav et al., 2008b) donde analizan la rentabilidad de los propios *hedge funds*. Con el objetivo de comprobar si realmente estas campañas de activismo son rentables para los *hedge funds*, comparan la rentabilidad de los *hedge funds* activistas con la de otros *hedge funds* que se definen a sí mismos como no activistas, y obtienen que los *hedge funds* activistas son más rentables. Incluso, crean un índice de activismo y documentan que éste sigue de cerca al S&P 500 hasta mediados de la pasada década, momento a partir del cual comienza a desviarse de forma ascendente.

Otro estudio contemporáneo que también examina el activismo de los *hedge funds* en EE.UU. utilizando una muestra extensa de eventos es el realizado por Klein y Zur (2009). A diferencia de Brav et al. (2008a, 2008b), su muestra incluye únicamente eventos de activismo en los que los *hedge funds* tienen una intención específica, es decir, eventos de "activismo

hostil", y excluye aquellos eventos en los que los *hedge funds* tan sólo tienen un "propósito de inversión". Utilizando dicha muestra compuesta de 151 eventos de activismo llevados a cabo por *hedge funds* y 154 eventos llevados a cabo por otros activistas desde 2003 hasta 2005, establecen que los *hedge funds* prefieren compañías más rentables, financieramente saneadas y con mayores niveles de efectivo que el otro grupo de activistas. También proporcionan evidencia de que ambos grupos de activistas alcanzan con éxito sus objetivos en las compañías y generan reacciones anormales en el precio de éstas alrededor del anuncio del inicio de su intervención, especialmente los *hedge funds*, cuyas empresas objetivo ganan una rentabilidad media ajustada al tamaño del 10,3% durante el intervalo [-30, +30]. Además, las empresas en las que intervienen los *hedge funds* (otros activistas) obtienen una rentabilidad anormal estadísticamente significativa de 11,35% (17,82%) durante el año siguiente a la inversión.

No obstante, estos rendimientos anormales se asocian a diferentes cambios generadores de valor que se producen en las empresas. Y es que, si bien los *hedge funds* parecen abordar los problemas de agencia relacionados con el flujo de caja disponible aumentando el endeudamiento a largo plazo y disminuyendo el efectivo y las inversiones a corto plazo de las empresas, las compañías en las que invierten los otros activistas experimentan una reducción significativa de los costes de capital y de I+D después de la entrada de éstos.

Los estudios mencionados previamente únicamente analizan campañas de activismo, sin embargo, Clifford (2008) ofrece un nuevo enfoque e investiga las diferencias entre las inversiones activistas y pasivas[17] de un mismo *hedge fund* en empresas estadounidenses desde 1998 hasta 2005. Sus resultados muestran que las empresas en las que invierten los *hedge funds* con fines activistas obtienen rentabilidades bursátiles positivas más elevadas (un 3,39% de exceso de rentabilidad alrededor de la fecha de anuncio de la inversión) que las experimentadas por aquellas compañías en las que invierten con intenciones pasivas (un 1,64% de exceso de rentabilidad), y, además, experimentan un incremento positivo del 1,22% en la eficiencia operativa (ROA) y un incremento

[17] En EE.UU., cuando un inversor adquiere más del 5% del capital social de una compañía con el propósito de influir en la gestión de la misma y desempeñar un papel activo, éste debe rellenar el formulario 13D. por el contrario, cuando un inversor adquiere esta participación con fines pasivos, el formulario que corresponde en estos casos es el 13G.

significativo de la rentabilidad por dividendo durante el año siguiente a la inversión del *hedge fund*. Asimismo, este autor también evalúa la rentabilidad de los *hedge funds* y su estructura organizativa, y observa que aquellos *hedge funds* con periodos de *lock-up* y de preaviso más largos tienen mayor probabilidad de iniciar campañas activistas, y que los *hedge funds* obtienen una mayor rentabilidad en sus inversiones activistas que en las pasivas (entre un 8% y un 21% superior)[18].

Boyson y Mooradian (2008) también proporcionan evidencia sobre el activismo de los *hedge funds* realizando un estudio sobre la prevalencia, los motivos y los resultados de este tipo de activismo, así como sobre su impacto en la rentabilidad de las empresas a corto y largo plazo. Para este fin utilizan una muestra de 418 eventos de activismo en los que participan 111 *hedge funds* y 397 empresas de los EE.UU. durante el periodo 1994-2005. En lo que respecta a las características de las empresas elegidas por los *hedge fund* activistas para sus campañas, los autores documentan que estas compañías son frecuentemente empresas "valor" y, comparativamente con las empresas de control correspondientes, suelen ser más pequeñas, con un ratio precio-valor contable más elevado, una Q de Tobin más pequeña, una rentabilidad bursátil inferior y una rentabilidad operativa más elevada.

Además, observan que los *hedge funds* alcanzan con éxito sus objetivos en las compañías, y que éstos no sólo consiguen mejorar la rentabilidad de mercado de las empresas a corto plazo (el exceso de rentabilidad de las empresas objetivo en relación a la de las empresas de control durante el intervalo de tiempo [–25,+25] en torno al anuncio del activismo está próximo al 11%), sino también la rentabilidad operativa de las compañías a largo plazo, especialmente en el caso de aquellos activistas más agresivos y aquellos que persiguen cambios en el gobierno corporativo de las empresas. Quizás, sea esta la razón por la que la rentabilidad anual ajustada al riesgo de los hegde funds que practican un activismo más agresivo y/o persiguen cambios en el gobierno corporativo de las empresas

[18] Complementando los trabajos de Brav et al. (2008b) y Clifford (2008), que estudian la rentabilidad obtenida por los *hedge funds* activistas, Gantchev (2010) realiza una estimación del coste de cada una de las etapas del proceso de activismo que llevan a cabo los *hedge funds* y obtiene que la rentabilidad de los *hedge funds* es considerablemente inferior a la estimada previamente.

es entre un 7% y un 11% más elevada que la de los *hedge funds* que llevan a cabo un activismo menos hostil.

Estos autores continúan su análisis con un segundo trabajo (Boyson y Mooradian, 2009), utilizando esta vez una muestra integrada por 272 eventos de activismo protagonizados por 78 *hedge funds* en los EE.UU. desde 1994 hasta 2005. En esta ocasión, crean un índice sobre la intensidad del activismo y examinan la rentabilidad bursátil y operativa de las empresas durante el primer, segundo y tercer año siguientes tanto al inicio de las campañas activistas como al final de las mismas. Este índice que recoge la intensidad del activismo se calcula en base al motivo indicado por el *hedge fund* para iniciar la campaña, al método que éste utiliza para adquirir la participación en la empresa, a los tipos y variedad de acciones que adquiere, así como a la medida en que éste ejerce control sobre la compañía.

Entre sus resultados destaca el hecho de que las empresas que son objeto de activismo obtienen una rentabilidad, tanto a corto como a largo plazo, significativamente más elevada que aquellas incluidas en la muestra de control, aunque observan que esta rentabilidad superior se debe a la submuestra de empresas que experimentan un activismo más intenso, las cuales superan en rentabilidad a las empresas que son objeto de un activismo menos intenso. Además, obtienen que la rentabilidad de los *hedge fund* que practican un activismo más intenso supera a la rentabilidad obtenida por accionistas no activistas que invierten en las mismas empresas, tanto si consideramos la rentabilidad bruta, como la rentabilidad ajustada al tamaño o la rentabilidad bursátil.

Una característica común a todos estos trabajos es que tienden a atribuir las elevadas rentabilidades de mercado que experimentan las compañías en el momento del anuncio del activismo de los *hedge funds* a las reducciones de los costes de agencia derivados del flujo de efectivo disponible o a las mejoras que se producen en la rentabilidad operativa de las empresas como consecuencia de la intervención de los *hedge funds*. Greenwood y Schor (2009) ofrecen una nueva perspectiva en relación al origen de esos excesos de rentabilidad. Para ello analizan una muestra de 980 eventos de activismo en los EE.UU. desde 1993 hasta 2006, y argumentan que la rentabilidad que se origina en las compañías como resultado del activismo de los *hedge funds*, se explica, en gran medida, por la capacidad de estos activistas de forzar una adquisición de las empresas,

consiguiendo así una importante prima. Por tanto, la evidencia aportada por estos académicos es consistente con la idea de que los activistas toman posiciones en las empresas con la expectativa de que éstas sean finalmente adquiridas.

Los resultados del trabajo de Greenwood y Schor (2009) están en línea con la evidencia obtenida por Huang (2010) en relación a cómo el activismo afecta a las ganancias que obtienen los accionistas en las transacciones de control corporativo y, más específicamente, en compras apalancadas de empresas (en inglés, *leverage buyouts*, de aquí en adelante LBOs). Huang analiza una muestra de 237 propuestas de LBOs a compañías cotizadas estadounidenses durante el periodo 1990-2007 y una muestra propia de participaciones accionariales de *hedge funds* en esas empresas y observa que, en el 73% de los casos, hay al menos un *hedge fund* activista en el accionariado de las empresas antes del anuncio de la transacción, lo que sugiere que los *hedge funds* participan con bastante frecuencia en LBOs. Además, señala que los *hedge funds* tienen un efecto positivo en la riqueza de los accionistas de las empresas que reciben un LBO, ya que la prima pagada aumenta con la presencia previa de los *hedge funds*, especialmente en las empresas con menor liquidez de mercado.

También es interesante el hecho de que los *hedge funds* aumentan significativamente su participación en las compañías durante el año previo al anuncio del LBO y después de éste, a diferencia de los fondos de inversión tradicionales y los fondos de pensiones, los cuales se deshacen de su participación en la compañía después del anuncio. Como explicación a estos resultados, argumenta que los *hedge funds*, acumulando una participación significativa en las empresas, utilizan su poder de voto e influencia para resistirse a la transacción y, por tanto, forzar al comprador a realizar una oferta más elevada. Además, no existe evidencia de que estos resultados sean consecuencia de una ventaja informativa de la que pudiesen disfrutar los *hedge funds*.

Otro canal alternativo a través del cual las actividades de supervisión de los *hedge funds* crean valor para la empresa es apuntado por Cheng et al. (2010). Éstos analizan una muestra de 2.981 eventos de activismo en los EE.UU. desde 1994 hasta 2008 y obtienen evidencia de incrementos significativos de la evasión legal de impuestos en las empresas a raíz de las intervenciones de los *hedge funds* activistas. Asimismo, observan una relación positiva entre el incremento de evasión legal de impuestos y el

aumento del valor de las empresas cuando los *hedge funds* tienen una influencia significativa sobre éstas, lo que sugiere que la intervención y supervisión de los *hedge funds* se asocia con una reducción de las ineficiencias en la gestión impositiva con el fin de aumentar el valor de la compañía.

Zur (2008) también contribuye a ampliar el conjunto de investigaciones que analizan la influencia de los *hedge fund* activistas en el valor y la rentabilidad de las empresas, estudiando la variación en la rentabilidad que experimentan las empresas tras el anuncio del activismo (prima de anuncio) dependiendo de las características de dichas compañías, las características de los *hedge funds* y la reputación de estos últimos en relación al éxito obtenido y al nivel de agresividad de campañas anteriores. Zur analiza 695 eventos de activismo de *hedge funds* en los EE.UU. desde 1994 hasta 2006, y obtiene que la prima de anuncio es significativamente más elevada cuando la rentabilidad de mercado y los niveles de efectivo previos son positivos, cuando el gestor del *hedge fund* tiene un MBA y cobra mayores comisiones, y cuando el *hedge fund* ha conseguido al menos un representante en el Consejo de Administración de la empresa en la que previamente ha llevado ha llevado a cabo también una campaña de activismo, o si esta compañía ha iniciado o incrementado el pago de dividendos.

Por el contrario, sus resultados revelan que los rendimientos anormales no están asociados significativamente con la reputación de los *hedge funds* por ser agresivos en pasadas intervenciones, y que un fracaso en la campaña previa sí se asocia con un menor exceso de rentabilidad. Todo ello indica que los *hedge funds* pueden reforzar su reputación alcanzando éxitos en sus campañas activistas (por lo que obtienen una recompensa por parte del mercado) y, por el contrario, pueden debilitar su reputación fracasando en sus intervenciones activistas (lo que hace que sus empresas objetivo experimenten una rentabilidad inferior). Por tanto, la evidencia aportada por Zur destaca la importancia de la reputación de los *hedge funds* a la hora de explicar una parte significativa del exceso de la rentabilidad de mercado de las empresas en torno al anuncio de las intenciones activistas de estos fondos, a pesar de que los inversores otorgan menor importancia a la reputación según va transcurriendo el tiempo.

Por su parte, Solarz (2010) corrobora los resultados obtenidos por los estudios mencionados previamente en relación a la reacción del mercado

ante el anuncio de la intervención del activista, ya que presenta evidencia de que los *hedge fund* activistas obtienen un exceso de rentabilidad como resultado de algo más que una buena selección de valores. Utiliza una muestra de 718 inversiones llevadas a cabo por *hedge fund* activistas, de las cuales 393 se clasifican como activas y 325 como pasivas, correspondientes al periodo 2000-2008, y compara la rentabilidad de las inversiones activas con la de las pasivas con el propósito de comprobar si la mayor rentabilidad obtenida por las inversiones activistas representa algo más que una buena selección de valores.

De esta forma, observa que las inversiones activistas se comportan mejor que las inversiones pasivas del mismo *hedge fund*, de hecho, obtiene que, durante un periodo de 2 meses, las inversiones activas obtienen una rentabilidad un 3,8% superior, siendo esta diferencia aún mayor, próxima a un 18%, para un periodo de 2 años. Además, establece que el activismo da lugar a una rentabilidad superior tanto en el corto como en el largo plazo, incrementando el valor de las empresas al mejorar la rentabilidad operativa de las mismas, aumentar los dividendos, vender activos, mejorar la estrategia empresarial o rediseñar el sistema de gobierno corporativo.

Como alternativa a estos estudios que usan grandes muestras de eventos activistas, varios académicos han optado por la metodología del caso. Argumentan que los estudios con grandes muestras fallan a la hora de examinar en detalle el proceso completo de activismo, los objetivos de los *hedge funds* y los medios de actuación que se ponen en marcha especialmente cuando las empresas objetivo oponen resistencia al activista. Además, estos estudios podrían valorar de forma equívoca si el proceso de activismo concluye o no de forma exitosa para el *hedge fund*. Como consecuencia, un número significativo de académicos han centrado su atención en el estudio de casos concretos de activismo de los *hedge funds*, los cuales les confieren la oportunidad de investigar en profundidad cómo los *hedge funds* gestionan su posición en las empresas objetivo y cómo tanto el contexto como el proceso de la ofensiva pueden aminorar el éxito de estos activistas (Bessière et al., 2010).

Por ejemplo, Becht et al. (2009) consiguen el acceso a la totalidad del archivo del fondo Hermes U.K. Focus Fund (de aquí en adelante HUKFF), propiedad del *British Telecom Pension Scheme*, con el fin de analizar en detalle las campañas activistas llevadas a cabo por este fondo. Consideran reseñable el hecho de que, en este caso, el activismo se produce en la

mayoría de los casos a través de intervenciones privadas del HUKFF[19], que generalmente busca la reestructuración de las empresas, la especialización de sus actividades, la limitación de sus adquisiciones y gastos de capital, cambios en los Consejos de Administración, así como el aumento de los pagos en efectivo a los accionistas. Los autores observan que el HUKFF logra casi siempre sus objetivos en las empresas, y muestran cómo, después de su intervención, la rentabilidad operativa de las compañías se recupera sustancialmente y su valor de mercado vuelve a los niveles previos a la caída de la rentabilidad. Por todo ello, no sorprende el éxito del HUKFF a la hora de generar rentabilidad para sus inversores, lo que puede observarse tanto si se tiene en cuenta la rentabilidad anual neta de comisiones que se sitúa en un 8,2%, como la rentabilidad anual anormal neta de comisiones situada en un 4,9% contra el índice FTSE All-Share durante el periodo 1998-2004.

Bessière et al. (2010) estudian el proceso de activismo llevado a cabo por dos *hedge funds*, Centaurus y Pardus, en la compañía francesa de tecnologías de la información Atos Origin, desde octubre de 2006 hasta mayo de 2008. Estos autores ofrecen un análisis temporal de la disputa que tuvo lugar entre los *hedge funds* y Atos, en la que, a pesar del éxito inicial logrado por Centaurus y Pardus asociado a la reacción positiva del mercado a su llegada a la empresa, éstos se ven obligados a abandonar progresivamente su objetivo de vender la compañía y a conformarse finalmente con el logro de un objetivo menos ambicioso: conseguir representación en el Consejo de Administración.

Por su parte, Kruse y Suzuki (2009) se centran en los esfuerzos activistas de Steel Partners, uno de los *hedge funds* más activos, en tres compañías, (Ronson Corp., BKF Capital Group Inc. (BKF) y United Industrial Corp (UIC)), en las que el *hedge fund* alcanza distintos niveles de éxito. Aunque el *hedge fund* sigue un procedimiento similar en las 3 empresas, comenzando siempre con varios intentos de comunicarse y reunirse de forma privada con la dirección de la empresa y el Consejo de Administración, el resultado obtenido en cada una de ellas difiere de forma significativa. En el primer caso, la empresa adopta una actitud hostil

[19] Esta es una de las principales diferencias de este estudio con respecto a los trabajos de Brav et al. (2008a), Klein y Zur (2009) etc., los cuales utilizan principalmente información que está disponible públicamente.

rechazando cualquier intento de negociación por parte de Steel Partners y manteniendo su independencia en todo momento.

En el segundo caso, a pesar de que la empresa satisface las demandas iniciales del *hedge fund*, la rentabilidad de ésta sufre un importante deterioro como consecuencia de la pérdida de clientes y gestores que se produce tras la intervención del *hedge fund*. Finalmente, la campaña del *hedge fund* en United Industrial puede considerarse un éxito tanto en términos de rentabilidad como de cumplimiento de los requerimientos del mismo. Por ello, los autores argumentan que la definición de una campaña exitosa utilizada por muchos de los estudios con muestras grandes de eventos de activismo, la cual se basa únicamente en el grado de cumplimiento de los objetivos establecidos inicialmente por el *hedge fund*, puede estar distorsionada, dado que el logro de los objetivos no garantiza que la inversión del hegde fund sea rentable.

Bellini (2009) trata de evaluar si las diferencias relativas al marco regulatorio y al nivel de concentración de la propiedad que existen entre EE.UU. e Italia afectan al activismo de los *hedge funds* haciendo que el activismo que se lleva a cabo en Italia sea significativamente diferente al activismo que tiene lugar en los EE.UU.. Con el fin de proporcionar evidencia al respecto, esta autora explica en detalle el caso de activismo que en 2007 protagonizaron Generali Spa, una de las compañías aseguradoras líderes en Italia, y Algebris Investments (U.K.) LLP (Algebris), una filial del *hedge fund* activista The Children Investment Fund. Además, ofrece una discusión sobre los modelos de intervención que siguen los *hedge fund* activistas en las empresas italianas y los objetivos que persiguen en dichas compañías. A partir de dicho análisis, la autora concluye que, en general, el activismo en Italia y en los EE.UU. presenta similitudes sustanciales, y subraya las posibilidades que el marco regulatorio italiano ofrece a los activistas como, por ejemplo, la capacidad de aportar una lista de candidatos para la elección de los consejeros y auditores.

Como puede observarse, el estudio de eventos ha permitido el análisis del activismo de los *hedge funds* no sólo en EE.UU. sino también en otros países. Y es que, mientras que en EE.UU. los datos para estudiar este nuevo fenómeno están disponibles directamente en la base de datos EDGAR[20] que proporciona la SEC, los datos sobre el activismo de los *hedge*

[20] http://www.sec.gov/edgar.shtml

funds en otros países son más difíciles de obtener. En Europa, las diferencias en el ámbito regulatorio en lo que se refiere a la revelación de información dificultan la realización de estudios que incluyan varios países europeos, por lo que algunos trabajos se han centrado en países concretos. Italia y Alemania son los que han recibido más atención.

En relación a Italia, Erede (2009) analiza el contexto legal y regulatorio en el que se lleva a cabo el activismo de los *hedge funds* en este país. Compara los factores que han ayudado al desarrollo del activismo de los *hedge funds* en el sistema estadounidense, con aquellos factores que podrían desempeñar la misma función en el sistema italiano, sugiriendo que los *hedge funds* pueden también desempeñar un papel como activistas en un contexto donde las empresas tienen una estructura de propiedad más concentrada con accionistas dominantes. De forma más específica, ofrece una descripción sobre los poderes de "voto" y "salida" que la ley italiana confiere a los accionistas minoritarios como medio de presión a los consejeros y accionistas dominantes. En este sentido, uno de los apuntes más interesantes es el hecho de que la ley societaria italiana, en vigor desde enero de 2007, obliga tanto al Consejo de Administración como al Consejo de Auditores a tener al menos un miembro elegido por los accionistas minoritarios, quienes necesitan una participación en el accionariado de la empresa que varía entre el 0,5% y el 4,5% para presentar una lista propia de candidatos.

Finalmente, el autor también proporciona una descripción del activismo de los *hedge funds* en Italia estudiando cómo 29 *hedge funds*, que mantienen una posición superior al 2% del capital de las empresas italianas cotizadas, ejercitan los derechos que la ley italiana les otorga para ejercer influencia en dichas empresas. Los resultados preliminares obtenidos por este trabajo apuntan a que una parte importante de los *hedge funds* que operan en Italia con participaciones significativas en las compañías han sido bastante pasivos, fracasando a la hora de ejercer sus derechos.

Para el caso de Alemania, también hay varios estudios que tratan de proporcionar evidencia sobre el activismo de los *hedge funds* en este país. Incluso, podría decirse que Alemania es el país europeo que ha despertado un mayor interés entre los académicos. Por ejemplo, Achleitner et al. (2008) tratan de comprobar si los *hedge funds* y los fondos *private equity* siguen estrategias de inversión similares o distintas, dado que ambos tipos de inversores tienen modelos de negocio diferentes pero actúan en un ámbito

similar[21]. Con este fin, utilizan una muestra formada por 96 empresas objetivo de *hedge funds* y 57 empresas objetivo de fondos *private equity* en Alemania entre 1998 y 2007, y descubren que ambos tipos de inversores llevan a cabo estrategias de inversión distintas. En relación a los *hedge funds* (nuestro objeto de estudio) documentan que éstos generalmente adquieren participaciones minoritarias en empresas con un capital flotante elevado, con una estructura de propiedad dispersa sin accionistas dominantes, con un importante potencial para aumentar o iniciar el pago de dividendos y con un gerente que ha venido ocupando su puesto durante un periodo largo de tiempo. Además, la inversión de los *hedge funds* también parece estar relacionada de forma significativa con una elevada actividad de fusiones y adquisiciones, lo que indica que los *hedge funds* pueden actuar como agentes de control corporativo.

Mietzner y Schweizer (2008) también tratan de identificar las diferencias existentes entre los *hedge funds* activistas y los fondos *private equity* que invierten en Alemania. A partir de una base de datos de 175 empresas alemanas que fueron objetivo de *hedge funds* activistas (67 empresas) y fondos *private equity* (108 empresas) entre 1993 y 2007, estos autores comparan la efectividad de los *hedge funds* como activistas con la de los fondos *private equity,* y obtienen que el mercado percibe de forma favorable el anuncio de adquisición de una participación significativa en las empresas por parte ambos tipos de inversores. Sin embargo, los resultados muestran que esta rentabilidad anormal que rodea dicho anuncio únicamente es consistente con reducciones en los costes de agencia en aquellas empresas en las que invierten los fondos *private equity.* Además, las empresas objetivo de ambos grupos de inversores experimentan una BHAR significativamente negativa 250 días después del anuncio.

Utilizando la misma muestra de empresas objetivo e incorporando una muestra de 223 empresas alemanas de la misma industria que las compañías objetivo, Mietzner et al. (2009) amplían el trabajo previo aportando evidencia sobre los efectos que sobre el valor de las empresas rivales tienen los cambios en la estructura de propiedad ocasionados por los activistas. La evidencia obtenida indica que el anuncio de un cambio en la estructura de propiedad de una compañía resultado de la inversión de un

[21] Conviene aclarar que este estudio se centra únicamente en los determinantes de las decisiones de inversión de los *hedge funds* y los fondos *private equity*, sin entrar a analizar las consecuencias derivadas de la intervención de estos inversores.

hedge fund activista o un fondo *private equity*, genera un efecto positivo estadísticamente significativos de entre un 0,875% y un 2,682% en el precio de las acciones de las empresas competidoras de las compañías en las que invierten los fondos *private equity* (de forma consistente con la hipótesis de señalización), y un efecto negativo estadísticamente significativo de entre un -2,480% y un -3,636% para las empresas rivales de aquellas en las que invierten los *hedge funds* (de forma consistente con la hipótesis de competencia).

Además, en cuanto a la reacción del mercado a largo plazo se demuestra que las compañías rivales de las empresas objetivo de los *hedge fund* experimentan una rentabilidad anormal negativa de "comprar y mantener" de un -26,27% de media durante los 250 días posteriores al anuncio, mientras que las rivales de las empresas objetivo de los fondos *private equity* sufren pérdidas estadísticamente significativas de un -12,23% durante el mismo periodo (ambas de forma consistente con la hipótesis de competencia).

Bessler et al. (2008) también se han centrado en el estudio del activismo de los *hedge funds* en Alemania. Argumentan que, debido a que el papel desempeñado por los bancos y su influencia en el gobierno corporativo alemán ha cambiado drásticamente durante la última década, los *hedge funds* podrían jugar un papel importante influyendo y controlando las principales decisiones que se toman en el seno de las empresas en las que permanecen invertidos, aprovechando así la ventaja del vacío de poder que se ha producido como consecuencia de la redistribución del control corporativo desde los bancos hacia los mercados de capitales. En este contexto, analizan si las intervenciones llevadas a cabo por los *hedge funds* activistas en las empresas alemanas generan efectos tanto a corto como a largo plazo en el valor de dichas compañías, para lo que utilizan una muestra de 324 eventos de activismo acontecidos en Alemania desde enero de 2000 hasta junio de 2006.

En relación a los efectos a corto plazo en el valor, obtienen que las empresas objetivo experimentan una rentabilidad un 10,36% superior a la del índice alemán CDAX durante el periodo [-80; +80], resultando interesante el hecho de que la mayoría del ajuste en el precio (un 5,72%) tiene lugar en el intervalo previo [-80;-3]. Además, también observan un periodo de subida situado en torno a los 45 días previos al evento de activismo. Por tanto, los resultados en relación a los efectos del activismo

en el valor de las empresas a corto plazo indican que el ajuste en el precio tiene lugar en gran parte con anterioridad al anuncio por parte del activista, atribuyendo este hecho a la iliquidez de los mercados al tratarse de empresas de pequeña capitalización, a los rumores sobre la intervención, a la existencia de una lista de empresas objetivo circulando entre los inversores "con anterioridad a que el activista revele su identidad", así como a la ley alemana sobre transacciones con información privilegiada, caracterizada por ser muy poco estricta sin que, además, se vele por su cumplimiento del modo en que se hace en EE.UU. Finalmente, en relación a la rentabilidad a largo plazo, los autores no llegan a resultados concluyentes, ya que éstos varían en función de la metodología empleada.

Igualmente, Drerup (2010) contribuye al análisis del impacto de las inversiones de los *hedge funds* activistas en empresas alemanas. En este caso, Drerup utiliza una muestra propia compuesta de 278 participaciones significativas de *hedge funds* en empresas alemanas (de las cuales 142 son participaciones activistas) entre 1999 y julio de 2010, y observa que el mercado únicamente reacciona de forma sustancial cuando tiene conocimiento de que la adquisición de derechos de voto se ha llevado a cabo por *hedge funds* que son conocidos por sus estrategias activistas. Sólo en estos casos, se producen rentabilidades anormales significativas de un 4,22% durante los 20 días que preceden a la inversión. Sin embargo, este incremento de valor próximo al anuncio revierte y va desapareciendo hasta llegar a cero en el largo plazo, resultado que se explica a través del análisis fundamental de las empresa, el cual demuestra que estas compañías no experimentan ninguna mejora como consecuencia del activismo.

El estudio de Weber y Zimmermann (2010) extiende la investigación existente sobre el activismo de los *hedge funds* en Alemania examinando las transacciones accionariales de estos fondos en dicho país. Estos autores aprovechan la ventaja que les confiere el marco regulatorio alemán al establecer un procedimiento específico de publicación de información que permite un análisis detallado del proceso de revelación de información y de los efectos que provocan en el precio los principales cambios en las participaciones accionariales. En este sentido, los autores definen un evento de activismo como aquella transacción en una empresa cotizada no financiera en la que un *hedge fund* alcanza o supera un determinado límite de participación accionarial del que hay que dar cuenta de forma obligatoria, y establecen tres fechas de interés: la fecha de la transacción (aquella en la que el *hedge fund* supera al alza o a la baja un límite del que haya que informar obligatoriamente), la fecha del anuncio (aquella en la

que el *hedge fund* informa a la empresa y al BaFin sobre la transacción que da lugar a la superación de dicho límite) y la fecha de la publicación (aquella en la que la transacción es dada a conocer públicamente).

Teniendo esto en cuenta, reúnen una muestra de 230 transacciones públicas correspondientes a 51 *hedge funds* y analizan la reacción del precio de las acciones y del volumen en las empresas en las que estas transacciones tienen lugar en torno a las tres fechas arriba mencionadas, con el fin de determinar si las reacciones, en el caso de que tengan lugar, se producen como consecuencia de un efecto informativo o más bien responden a presiones en el precio. Sus resultados muestran una reacción anormal significativa en las tres fechas, tanto en la submuestra de compras como en la de ventas, sin embargo, obtienen que el efecto informativo positivo relacionado con el anuncio de la adquisición por parte del *hedge fund* en las empresas cotizadas explica sólo una parte de la reacción total que experimente el precio de las acciones en torno a estas fechas, la cual se explica en mayor medida por un efecto de presión sobre el precio.

A pesar de las dificultades arriba mencionadas para llevar a cabo un estudio del activismo de los *hedge funds* que incluya varios países europeos, recientemente, algunos autores han empleado diversos procedimientos para construir muestras que incluyen eventos de activismo acontecidos en distintos países europeos. Por ejemplo, Stokman (2007) estudia 94 casos de activismo que tienen lugar en Europa entre 2000 y 2007, y los compara con otros 94 casos de activismo en Norte América (EE.UU. y Canadá). Su principal objetivo es examinar si los *hedge funds* activistas realmente crean valor en las empresas en las que invierten en el corto y medio plazo o si éstos tan sólo generan un movimiento temporal en los precios de las acciones.

En este sentido, observa que las empresas objetivo experimentan rendimientos anormales significativos de entre un 9,5% y un 12,19% durante un periodo corto próximo al anuncio, tanto en Europa como en Norte América, y que estos rendimientos anormales no revierten en un plazo de 6 meses después del anuncio, aunque este efecto es más moderado según transcurre el tiempo. Además, también realiza una comparación entre el activismo de los *hedge funds* en Europa y en Norte América, y obtiene que en la última los *hedge funds* alcanzan mayor éxito a la hora de crear valor para los accionistas de las empresas.

Un trabajo exploratorio centrado únicamente en Europa lo realiza Tse (2007), quien estudia una muestra reducida de 30 casos de activismo en

países europeos desde 2004 hasta 2007, obteniendo evidencia de que, con bastante frecuencia, los *hedge funds* activistas demandan representación en los Consejos de Administración (en el 26% de los eventos), así como la separación y venta de determinadas partes del negocio (en el 20% de los eventos). También, es destacable que, en el 63% de los casos, los *hedge funds* activistas influyen con éxito en la estrategia de la empresa a su favor.

No obstante, quizás, el intento más exhaustivo hasta el momento de comprender el activismo de los *hedge funds* es llevado a cabo por Becht et al. (2010). Estos autores utilizan una amplia muestra de intervenciones activistas que no sólo incluye 305 eventos públicos de activismo protagonizados por 29 *hedge funds* activistas, sino que también incorpora 57 intervenciones privadas de 5 *hedge funds* activistas que proporcionan a los autores información sobre las mismas. Todas estas intervenciones tienen lugar en 15 países europeos entre 1997 y 2008.

En relación a las intervenciones públicas, obtienen que la rentabilidad media anormal de las empresas alrededor del anuncio de la posición en la empresa se sitúa en un 4,4%. Asimismo, cuando analizan estos rendimientos anormales en función de la estrategia del fondo, observan que en el caso de los especializados (aquellos que son exclusivamente activistas), la rentabilidad anormal es de un 6,9%, mientras que, en el caso de los no especializados (*hedge funds* multiestrategia), la rentabilidad anormal apenas alcanza el 0,6%. También es interesante que el exceso de rentabilidad de "comprar y mantener" de todas las intervenciones públicas hasta finales de diciembre de 2008 se sitúan en un 2,1%, mientras que, para el caso de las intervenciones privadas alcanza un 6,2%. Los autores también indican que tienen la intención de construir un "Índice de Facilidad del Activismo" para examinar si la jurisdicción de la compañía objetivo tiene una influencia significativa en la rentabilidad de las intervenciones de los *hedge funds*[22].

A pesar de que la mayoría de los investigadores han centrado su análisis en los EE.UU. y Europa, dos estudios también han analizado el activismo de los *hedge funds* activistas en Japón. Por ejemplo, Uchida y Xu (2008) estudian qué factores llevan a los *hedge funds* activistas a elegir a sus empresas japonesas, y qué reacción de mercado resulta del activismo. Con este fin, utilizan una muestra compuesta por 67 eventos de activismo

[22] Este análisis aún no está disponible ya que se trata de una versión bastante preliminar del artículo.

en Japón protagonizados por el *hedge fund* estadounidense Steel Partners (30 eventos) y por el fondo activista japonés Murakami Fund (37 eventos) y demuestran que las empresas en las que invierten estos dos fondos tienen frecuentemente mayores niveles de efectivo, ratios precio-valor de mercado más bajos y un apalancamiento menor que las compañías incluidas en la muestra de control correspondiente.

Además, también obtienen que las acciones de dichas empresas muestran una rentabilidad anormal de 5,6 % durante el intervalo [-2, +2] alrededor del anuncio, siendo esta reacción más favorable cuanto más apalancadas están las compañías, cuanto más efectivo tienen y cuanto menor es su valor. Es significativo el hecho de que el mercado reacciona de forma más favorable cuando el activista es Steel Partners, quizás al ser éste el más veterano y tener una reputación de activista hostil bien conocida por el mercado. En cuanto a la persistencia de dichos efectos a la larga, señalan que estos rendimientos positivos anormales no revierten en el largo plazo.

El otro trabajo que investiga el activismo de los *hedge funds* en Japón lo realizan Hamao et al. (2010). Éstos construyen una base de datos de 916 adquisiciones de participaciones significativas llevadas a cabo por activistas, entre los que se incluyen *hedge funds*, en empresas japonesas, y observan que las empresas que tienen una mayor probabilidad de ser objetivo de activistas son aquellas "compañías valor" con elevados niveles de efectivo en sus balances y un escaso apalancamiento, cuya propiedad fundamentalmente está en manos de inversores extranjeros.

Asimismo, muestran que, por término medio, el mercado reacciona favorablemente, ya que las empresas experimentan una rentabilidad anormal positiva de un 1,8% como resultado del primer anuncio del activista, y que las empresas únicamente obtienen una rentabilidad bursátil positiva a largo plazo en aquellos casos en los que intervienen activistas hostiles. Por el contrario, no obtienen evidencia de que los eventos de activismo se asocien con mejoras en las medidas de rentabilidad operativa (rentabilidad económica o crecimiento de las ventas), aunque sí observan que las empresas objetivo aumentan el pago de efectivo a los accionistas en forma de mayores dividendos y especialmente de recompras de acciones.

Otros dos estudios que deben incluirse en esta revisión de la literatura del activismo de los *hedge funds* son los efectuados por Sade y Zur (2010) y Armour y Cheffins (2009). Estos trabajos ofrecen una perspectiva diferente a la aportada por los estudios citados previamente. El

primero de ellos, se centra en la investigación de la persistencia en el segmento activista de la industria de los *hedge funds*. Utilizan una lista de 117 *hedge funds* activistas con inversiones significativas en los Estado Unidos durante el periodo 1994-2006 y obtienen evidencia de que el activismo es persistente, en otras palabras, observan que un pasado activista por parte del *hedge fund* es un buen indicador de una inversión hostil futura. Además, también documentan que las características de los *hedge funds*, tales como las comisiones de gestión y de incentivo que cobran, la inversión mínima exigida, o las capacidades de sus gestores, están relacionadas positivamente con distintas medidas de activismo establecidas por los autores.

El segundo trabajo (Armour y Cheffins, 2009) ofrece una discusión sobre el impacto de la reciente crisis financiera en el activismo de los *hedge funds* y su evolución futura. En primer lugar, los autores distinguen entre el activismo "hostil" (más agresivo) que llevan a cabo los *hedge funds* activistas, y el activismo más "defensivo" que caracteriza a otros inversores institucionales como los fondos de pensiones o los fondos de inversión tradicionales. Partiendo de esta distinción, utilizan una heurística para identificar aquellos factores que, con una mayor probabilidad, determinan el grado de hostilidad del activismo en un momento específico del tiempo. Además, defienden que el activismo de los *hedge funds* continuará siendo un rasgo permanente del gobierno corporativo en los EE.UU., aunque tienen dificultades a la hora de predecir el impacto de la crisis financiera en este activismo.

Antes de concluir, es preciso tener en cuenta que el activismo de los *hedge funds* no sólo ha llamado la atención del mundo académico. Durante los últimos años, un número significativo de instituciones y profesionales han redactado varios informes en un intento de arrojar luz sobre este reciente fenómeno y proporcionar una serie de recomendaciones a aquellas empresas que reciben la inversión de dichos activistas. Uno de estos informes fue elaborado por Citigroup (2005) y describe los factores que son responsables del crecimiento del activismo de los *hedge funds*, las características de las empresas que frecuentemente son objetivo de estos *hedge funds* y la respuesta del mercado ante tales intervenciones activistas. Además, este informe también ofrece un conjunto de sugerencias sobre cómo las compañías deben cambiar su estrategia ante la posibilidad de ser un objetivo potencial, y cómo éstas deben responder ante las campañas activistas.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds*

	PANEL A: TRABAJOS EMPÍRICOS	
	Autores	
	Achleitner et al. (2008)	Becht et al. (2009)
Muestra y Periodo	96 empresas objetivo de *hedge funds* y 57 empresas objetivo de fondos *private equity* en Alemania entre 1998 y 2007.	Todas las intervenciones activistas llevadas a cabo por el HUKFF entre 1998 y 2004.
Características de las Empresas	Los *hedge funds* eligen a empresas con un capital flotante elevado, con una estructura de propiedad dispersa sin accionistas dominantes, con un importante potencial para el pago de dividendos y con un gerente que ha venido ocupando su puesto durante un periodo largo de tiempo. También prefieren empresas con potencial para ser adquiridas o compañías inmersas en algún plan de adquisición.	
Efectos en el Valor de las Empresas		Cuando el HUKFF alcanza sus objetivos en las empresas, éstas experimentan rentabilidades anormales significativamente positivas alrededor del anuncio de este cambio. La mediana de los rendimientos anormales que se producen durante los 7 días [−3, +3] que rodean a la fecha de anuncio del cambio se sitúa en el 5,30%.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…		La rentabilidad operativa de las empresas se recupera sustancialmente tras la intervención del *hedge fund*. El HUKFF tiene un impacto considerable en las actividades corporativas.
Otros Resultados	Los *hedge funds* generalmente adquieren participaciones minoritarias en las empresas.	El HUKFF generalmente lleva a cabo intervenciones privadas. El HUKFF busca la reestructuración de las empresas, la especialización de sus actividades, la limitación de las adquisiciones y gastos de capital, cambios en los Consejos de Administración y el aumento de los pagos en efectivo a los accionistas. Durante el periodo 1998-2004, el HUKFF genera una rentabilidad anual neta de comisiones de un 8,2%, (un 4,9% de rentabilidad anormal anual si se compara con el índice FTSE All-Share).

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Becht et al. (2010)	Bellini (2009)
Muestra y Periodo	305 eventos de activismo públicos en Europa llevados a cabo por 29 *hedge funds* (desde 2000 hasta 2008) y 57 intervenciones privadas de 5 *hedge funds* activistas (desde 1997 hasta 2008) en 15 países europeos.	Case study: campaña de activismo llevada a cabo por el *hedge fund* activista Algebris Investments (UK) LLP (Algebris) en la empresa italiana Generali SpA, durante 2007 y 2008.
Características de las Empresas		De acuerdo con lo indicado por el *hedge fund*, antes de que éste iniciase su campaña, la empresa estaba infravalorada alrededor de un 40%.
Efectos en el Valor de las Empresas	Muestra de eventos públicos: -rentabilidades positivas anormales alrededor del anuncio, especialmente en aquellas empresas en las que intervienen fondos activistas especializados. -rentabilidades anormales de "comprar y mantener" hasta finales de diciembre de 2008 que se sitúan en un 9,6% y un 2,1%. Muestra de eventos privados: -rentabilidades anormales de comprar y mantener hasta finales de diciembre de 2008 de un 6,2%.	
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…		Generali inicia un proceso de mejora de su sistema de gobierno corporativo y para ello nombra a un asesor externo. El *hedge fund* fracasa a la hora de conseguir el apoyo necesario para nombrar al presidente del Consejo.
Otros Resultados	El periodo medio de inversión de la muestra de eventos públicos es de 621 días (mediana 487 días), y el tamaño medio de las participaciones que adquieren los *hedge funds* en las empresas es de un 6,1% del capital en el momento de hacer pública la inversión.	Es interesante la discusión que se ofrece sobre las diferencias relativas al marco regulatorio y al nivel de concentración de la propiedad que existen entre EE.UU. e Italia, y su impacto en el activismo. También se exponen más ejemplos de activismo protagonizados por *hedge funds* en empresas italianas con el propósito de analizar con un mayor detalle el papel que desempeñan estos activistas en Italia

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Bessiere et al. (2010)	Bessler et al. (2008)
Muestra y Periodo	Caso de estudio: proceso de activismo llevado a cabo por dos *hedge funds*, Centaurus y Pardus, en la compañía Atos Origin, desde octubre de 2006 hasta mayo de 2008.	324 eventos de activismo de *hedge funds* acontecidos en Alemania desde enero de 2000 hasta junio de 2006.
Características de las Empresas	Antes de la inversión de los *hedge funds*, Atos tenía serios problemas: su modelo de crecimiento a través de adquisiciones estaba agotándose y su rentabilidad de mercado era muy pobre. Destacan también la variación negativa con respecto a las expectativas de beneficios de esta empresa, los rumores de adquisición en torno a esta compañía, así como su estructura accionarial difusa.	Las inversiones de los *hedge funds* están sesgadas significativamente hacia empresas de pequeña capitalización y no se restringen exclusivamente a compañías con un ratio precio-valor contable (estrategia valor). Las empresas a penas muestran rentabilidades positivas el año fiscal anterior al evento y, además, los *insiders* presentan elevados niveles de propiedad en dichas compañías. Un número significativo de estas empresas no están sujetas al seguimiento de ningún analista financiero.
Efectos en el Valor de las Empresas	El mercado reacciona favorablemente cuando ambos *hedge funds* adquieren sus correspondientes posiciones en la empresa (se observan rentabilidades anormales positivas alrededor de las fechas en las que tienen lugar los anuncios de las adquisiciones). El mercado reacciona fuertemente a la baja cuando se dan por finalizadas las negociaciones sobre una posible adquisición.	Efectos en el valor a corto plazo: las empresas objetivo obtienen una rentabilidad un 10,36% superior a la del índice CDAX durante el periodo [-80; +80], resultando interesante el hecho de que la mayor parte del ajuste en el precio (5,72%) tiene lugar en el intervalo previo [-80;-3]. Efectos en el valor a largo plazo: no se llega a ningún resultado concluyente.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	Los *hedge funds* obtuvieron representación en el Consejo de Administración pero fracasaron a la hora de conseguir su objetivo inicial, es decir, la venta de la empresa.	El efectivo en manos de las empresas tiende a disminuir, y las medidas de rentabilidad operativa (ROE, ROA) suelen aumentar al final del año fiscal en el que tiene lugar el evento de activismo.
Otros Resultados		

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Boyson y Moradian (2008)	Boyson y Moradian (2009)
Muestra y Periodo	418 eventos de activismo en los que participan 111 *hedge funds* y 397 empresas en los EE.UU. durante el periodo 1994-2005.	272 eventos de activismo protagonizados por 78 *hedge funds* en los EE.UU. desde 1994 hasta 2005.
Características de las Empresas	Las compañías objetivo son pequeñas, con una baja rentabilidad de mercado, con escasas oportunidades de crecimiento pero con una rentabilidad operativa fuerte.	
Efectos en el Valor de las Empresas	El activismo de los *hedge funds* mejora significativamente la rentabilidad de mercado de las empresas a corto plazo. Por ejemplo, el exceso de rentabilidad de las empresas objetivo en relación a la de las empresas de control durante el intervalo de tiempo [–25,+25] próximo al anuncio del activismo está en torno al 11%.	Las empresas en las que intervienen los *hedge funds* experimentan una rentabilidad de mercado significativamente más elevada que aquellas incluidas en la muestra de control, aunque observan que esta rentabilidad superior se debe a la submuestra de empresas que experimentan un activismo "intenso", las cuales superan en rendimiento a las empresas que son objeto de un activismo menos intenso.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	El activismo de los *hedge funds* mejora significativamente la rentabilidad operativa de las empresas a largo plazo. Los *hedge funds* alcanzan con éxito sus objetivos en las compañías, entre los que figuran el promover cambios en el sistema de gobierno corporativo o el facilitar fusiones. Los *hedge funds* generalmente promueven reducciones en las posiciones de efectivo, mitigando así los costes de agencia asociados con el flujo de efectivo libre.	Las empresas en las que invierten los *hedge funds* también obtienen una rentabilidad operativa a largo plazo significativamente superior a la de las empresas de control. Este resultado igualmente se debe a la submuestra de empresas en las que los *hedge funds* llevan a cabo un activismo más intenso.
Otros Resultados	La rentabilidad anual ajustada al riesgo de los hegde funds que practican un activismo más agrasivo y/o persiguen cambios en el gobierno corportivo de las empresas es entre un 7% y un 11% más elevada que la de los *hedge funds* que llevan a cabo un activismo menos agresivo.	El periodo medio de inversión de los activistas está en torno a los 2,4 años, con un periodo máximo de permanencia de 13 años. La rentabilidad estimada de los *hedge fund* que practican un activismo más intenso supera a la rentabilidad obtenida por accionistas no activistas que invierten en las mismas empresas.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Bratton (2007)	Brav et al. (2008a)
Muestra y Periodo	130 empresas estadounidenses identificadas en la prensa entre enero de 2002 y junio de 2006 como compañías que habían sido objeto de campañas activistas llevadas a cabo por *hedge funds*.	236 *hedge funds* activistas que llevan a cabo 1.059 eventos de activismo en los EE.UU. durante el periodo 2001-2006 (incluye eventos tanto hostiles como colaborativos).
Características de las Empresas	Los *hedge funds* concentran su atención en empresas de pequeña capitalización y rentabilidad pobre.	El año anterior al inicio de la campaña activista, las empresas elegidas por los *hedge funds* tienden a ser pequeñas y rentables, con un elevado apalancamiento y muy poco efectivo en sus balances.
Efectos en el Valor de las Empresas		La inversión de un *hedge fund* activista resulta en una rentabilidad media anormal positiva situada en torno al 7%- 8% durante un intervalo [–20,+20] alrededor del anuncio de su inversión, la cual no revierte con el paso del tiempo.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	No se obtiene evidencia de que estos activistas sean inversores cortoplacistas que extraigan efectivo de las empresas y salgan de su accionariado de forma inmediata, ni de que lleven a cabo reducciones de costes destructivas para las compañías. Los *hedge funds* activistas alteran de forma significativa los términos de las fusiones y adquisiciones que tienen lugar en las empresas en las que invierten.	Tras la intervención de los activistas se produce una reducción de los problemas de agencia relacionados con el flujo de efectivo libre, una mejora en la rentabilidad económica (ROA) y en los márgenes de beneficio operativos, así como un aumento de la rotación del gerente de las empresas.
Otros Resultados	Los *hedge funds* tratan de forzar la venta de toda la compañía o de una parte de sus activos, la distribución de efectivo o la reducción de sus costes. Los activistas obtienen un éxito notable en lo que respecta a las concesiones realizadas por las empresas a sus demandas.	La mediana del periodo de inversion de los *hedge funds* está en torno a1 año. La mediana del porcentaje inicial (máximo) que los *hedge funds* adquieren en las empresas se sitúa en el 6,3% (9,1%). En el 40,6% de los casos, los *hedge funds* logran sus objetivos principales, y, en el 25,8% de los eventos, obtienen al menos un éxito parcial.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Brav et al. (2008b)	Briggs (2007)
Muestra y Periodo	236 *hedge funds* activistas que llevan a cabo 1,059 eventos de activismo en los EE.UU. durante el periodo 2001-2006 (incluye eventos tanto hostiles como colaborativos).	52 casos de activismo de los *hedge funds* que acontecen en EE.UU. durante 2005 y los primeros 8 meses de 2006.
Características de las Empresas		
Efectos en el Valor de las Empresas		
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…		
Otros Resultados	Los *hedge funds* activistas obtienen, por término medio, rentabilidades superiores a las obtenidas por *hedge funds* que se identifican a sí mismos como no activistas. Un índice de rentabilidad del activismo de los *hedge funds*, sigue de cerca al S&P 500 hasta mediados de la pasada década, momento a partir del cual comienza a desviarse de forma ascendente.	Se ofrece un análisis tanto legal como empírico de cómo tiene lugar realmente el activismo de los *hedge funds* en EE.UU. y de cómo éste contribuye a mejorar el gobierno corporativo de las empresas. La combinación de tácticas de *wolf pack* y la creciente influencia de las empresas que asesoran sobre la delegación de votos a activistas han conferido a los *hedge funds* un auténtico poder en el gobierno de las compañías estadounidenses.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Cheng et al. (2010)	Clifford (2008)
Muestra y Periodo	2.981 eventos de activismo en los EE.UU. desde 1994 a 2008.	1.114 inversiones pasivas y 788 inversiones activas realizadas por 197 *hedge funds* en empresas estadounidenses desde 1998 hasta 2005.
Características de las Empresas		Las empresas que eligen los *hedge funds* para sus campañas activistas tienen unas ROA y ROE más elevadas, pero niveles de efectivo y un ratio precio-valor contable menores que las empresas en las que invierten con fines pasivos. Las empresas adquiridas con fines activos muestran un rendimiento de mercado un 19,45% inferior al de las empresas adquiridas con intenciones pasivas durante el año anterior a la adquisición.
Efectos en el Valor de las Empresas		Las empresas en las que invierten los *hedge funds* con fines activistas obtienen rentabilidades bursátiles positivas más elevadas (un 3,39% de exceso de rentabilidad alrededor de la fecha de anuncio de la inversión [-2,+2]) que aquellas en las que invierten con intenciones pasivas (un 1,64% de exceso de rentabilidad durante el mismo periodo).
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…		Las empresas en las que invierten los *hedge funds* experimentan una mejora en la ROA durante el primer y segundo año después de la inversión del *hedge fund*. Además, estas empresas también aumentan su rentabilidad por dividendo en 0,24 puntos porcentuales durante el año siguiente a la adquisición.
Otros Resultados	Tras la intervención de los *hedge funds* activistas las empresas muestran incrementos significativos de evasión legal de impuestos. Además, se observa una relación positiva entre el incremento de evasión legal de impuestos y el aumento del valor de las empresas cuando los *hedge funds* tienen una influencia significativa sobre dichas compañías.	Aquellos *hedge funds* con una menor demanda de liquidez por parte de sus inversores y con un menor apalancamiento tienen mayor probabilidad de iniciar campañas activistas. La mediana de la rentabilidad anualizada de las posiciones activas de los *hedge funds* durante el periodo de inversión correspondiente se sitúa en un 32,19%.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Drerup (2010)	Erede (2009)
Muestra y Periodo	278 participaciones significativas de *hedge funds* en 170 empresas alemanas entre 1999 y julio de 2010. De los 111 *hedge funds* que se incluyen en la muestra, 53 son activistas y protagonizan 142 eventos de activismo.	29 *hedge funds* que mantienen una posición superior al 2% del capital de las empresas italianas cotizadas en abril de 2008.
Características de las Empresas	Las empresas objetivo de los *hedge funds* activistas no son particularmente rentables (o no rentables), no disponen de niveles elevados de efectivo, ni tienen características muy distintas a las de otras empresas comparables.	Las empresas en las que invierten los *hedge funds* en Italia difieren significativamente entre sí en varios aspectos: negocio, capitalización bursátil, ratios de ingresos o estructura de propiedad.
Efectos en el Valor de las Empresas	El mercado únicamente reacciona de forma sustancial, con rentabilidades anormales significativas de un 4,22% durante los 20 días que preceden a la inversión cuando ésta la realizan *hedge funds* que son conocidos por llevar a cabo una estrategia activista.	
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	La rentabilidad anormal que se produce de forma inmediata a la inversión de los activistas revierte y va desapareciendo hasta llegar a cero en el largo plazo, sea cual sea la metodología o índice utilizado para su evaluación. Además, el análisis fundamental de las empresas no revela ninguna mejora en éstas resultante del activismo.	Se presentan varios ejemplos de *hedge funds* que demandan mayores dividendos o cambios en el gobierno corporativo de las empresas.
Otros Resultados	Las participaciones adquiridas con fines activistas son mayores que las adquiridas con una finalidad pasiva, tanto en valor como en porcentaje de capital, sin embargo el periodo de inversión es prácticamente similar en ambos casos.	Una parte significativa de los *hedge funds* que operan en Italia con participaciones significativas en las compañías han sido bastante pasivos y han fracasado a la hora de ejercitar sus derechos. También se ofrece una comparación de los factores que han ayudado al desarrollo del activismo de los *hedge funds* en el sistema estadounidense, con aquellos factores que podrían desempeñar la misma función en el sistema italiano.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Gantchev (2010)	Greenwood y Schor (2009)
Muestra y Periodo	1.492 eventos de activismo llevados a cabo por 200 *hedge funds* en EE.UU. desde 2000 hasta 2007.	980 eventos de activismo: 784 eventos iniciados por 139 *hedge funds* y 196 eventos iniciados por 38 activistas que nos son *hedge funds*. Periodo: 1993-2006
Características de las Empresas		Las empresas objetivo de los activistas tienden a ser pequeñas compañías con ratios precio-valor de mercado bajos y con rentabilidades por debajo de las correspondientes a su industria durante los 24 meses anteriores a la inversión del activista. También se observa cierta concentración de eventos en determinadas industrias.
Efectos en el Valor de las Empresas		La rentabilidad anormal media durante el intervalo [-10, +5] en torno al anuncio de la inversión activista es de 3,5%. Se obtienen un rendimiento anormal de un 5% para aquellos eventos en los que se anuncia o completa una adquisición durante los 18 meses siguentes al anuncio de la inversión activista. A largo plazo, aquellas empresas en las que se anuncia o completa una adquisición obtienen rentabilidades anormales mensuales de 25,85%. En el resto de empresas, el rendimiento anormal no difiere significativamente de cero.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, GC...		No se produce ninguna mejora en la rentabilidad operativa de las empresas que no son adquiridas finalmente.
Otros Resultados	Los *hedge funds* alcanzan sus objetivos principales tan sólo en el 19% de las campañas. Una campaña en la que se llega a producir una lucha por la delegación de voto de los accionistas cuesta, por término medio, 10,5 millones de dólares. Si se descuentan los costes, la rentabilidad media de los activistas cae prácticamente dos tercios desde el 55,69% al 19,4%.	La participación accionarial media de los activistas en las empresas es de un 9,8%. El resultado del activismo más probable es la adquisición de la empresa. Los activistas ven como cae el valor de sus carteras cuando disminuye el interés general del mercado por las adquisiciones.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Hamao et al (2010)	Huang (2010)
Muestra y Periodo	916 adquisiciones de participaciones significativas llevadas a cabo por activistas, incluidos *hedge funds*, en empresas japonesas durante el periodo 1998-2009.	237 propuestas de LBOs de compañías cotizadas estadounidenses durante el periodo 1990-2007 y una muestra de participaciones accionariales de *hedge funds* en dichas empresas.
Características de las Empresas	Las empresas que tienen una mayor probabilidad de ser objetivo de los *hedge funds* activistas son aquellas "compañías valor" con elevados niveles de efectivo en sus balances y un escaso apalancamiento, cuya propiedad está fundamentalmente en manos de inversores extranjeros	Las empresas objetivo de un LBO tienden a tener rentabilidades muy pobres, como lo demuestra el hecho de que la rentabilidad de éstas es un 5,34% inferior a la del mercado durante el año anterior al anuncio del LBO.
Efectos en el Valor de las Empresas	Las empresas experimentan una rentabilidad anormal positiva de un 1,8% como resultado del primer anuncio de que el activista ha adquirido una participación accionarial superior al 5%. Las empresas únicamente obtienen una rentabilidad bursátil positiva a largo plazo cuando intervienen fondos hostiles.	Los *hedge funds* tienen un efecto positivo para el resto de los accionistas de las empresas que reciben una propuesta de LBO, ya que la prima pagada aumenta con la presencia previa de los *hedge funds* en el accionariado. Los *hedge funds* utilizan su poder de influencia en estas empresas para resistirse a la transacción y, por tanto, forzar al comprador a realizar una oferta más elevada.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	No se obtiene evidencia de que los eventos de activismo se asocien con mejoras en las medidas de rentabilidad operacional (rentabilidad económica o crecimiento de las ventas). Las empresas objetivo aumentan el pago de efectivo a los accionistas en forma de mayores dividendos y, especialmente, de recompras de acciones.	
Otros Resultados		Los *hedge funds* participan con mucha frecuencia en LBOs.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Klein y Zur (2009)	Kruse y Suzuki (2009)
Muestra y Periodo	151 eventos de activismo llevados a cabo por *hedge funds* activistas y 154 eventos llevados a cabo por otros activistas en los EE.UU. desde 2003 hasta 2005 (todos ellos eventos hostiles).	Estudio del caso: campañas activistas de Steel Partners en tres compañías estadounidenses: Ronson Corp., BKF y UIC.
Características de las Empresas	En comparación con otros activistas, los *hedge funds* prefieren invertir en compañías más rentables, financieramente saneadas, y con mayores niveles de efectivo.	Steel elige empresas infravaloradas con potencial para mejorar su rentabilidad. UIC tiene una gran participación institucional en su accionariado cuando entra el *hedge fund*.
Efectos en el Valor de las Empresas	Las empresas en las que intervienen los *hedge funds* obtienen una rentabilidad media ajustada al tamaño de 10,3% durante el intervalo [-30, +30] alrededor del anuncio. Además, las empresas en las que intervienen los *hedge funds* obtienen una rentabilidad anormal estadísticamente significativa del 11,35% durante el año siguiente a la entrada del *hedge fund*.	
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	Las empresas en las que invierten los *hedge funds* activistas aumentan su endeudamiento a largo plazo, así como el pago de dividendos, y disminuyen sus niveles de efectivo y las inversiones a corto plazo. No se obtiene evidencia de mejoras en la rentabilidad económica (ROA) ni en los flujos de caja operativos. Ambos grupos de accionistas tienen éxito a la hora de conseguir representación en el Consejo de Administración de las empresas.	*Ronson corp*: La empresa rechaza todas las propuestas del *hedge fund* sin llegar a adoptar ninguna de ellas. *BKF*: Steel consigue 3 representantes en el Consejo de Administración, sin embargo, la rentabilidad de la empresa cae en picado después de la intervención del *hedge fund*. *UIC*: el *hedge fund* obtiene representación en el Consejo de Administración. También se inicia un programa de recompra de acciones y finalmente la empresa es vendida.
Otros Resultados	Los *hedge funds* disfrutan de una tasa de éxito del 60%.	Steel busca modos de crear valor en las empresas bien a través de la venta de activos o de toda la compañía, a través de la reducción del atrincheramiento de la dirección, a través de la reducción de los excesos de remuneración y de los elevados costes en general. Únicamente la inversión de Steel Partners en UIC fue rentable para el *hedge fund*.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Mietzner y Schweizer (2008)	Mietzner et al. (2009)
Muestra y Periodo	175 empresas alemanas en las que invierten *hedge funds* activistas (67 empresas) y fondos *private equity* (108 empresas) entre 1993 y 2007.	175 empresas alemanas que fueron objetivo de *hedge funds* activistas (67 empresas) y fondos *private equity* (108 empresas) entre 1993 y 2007. Además utilizan una muestra de 223 empresas alemanas de la misma industria que las empresas objetivo.
Características de las Empresas	Los *hedge funds* prefiereren empresas pequeñas. La probabilidad de que una empresa sea objeto de activismo por parte de un *hedge fund* es mayor si otro *hedge fund* es ya un accionista significativo en dicha empresa.	
Efectos en el Valor de las Empresas	En el caso de las empresas en las que los *hedge funds* adquieren más del 5% de los derechos de voto, se observa una reacción del mercado positiva y estadísticamente significativa del 6,24% para el intervalo [-20;+20] en torno a la adquisición. En relación a la rentabilidad a largo plazo, se observa una BHAR significativamente negativa al final de un periodo de 250 días después del evento, especialmente para el caso de las empresas en las que intervienen los *hedge funds*.	El anuncio de un cambio en la estructura de propiedad por la inversión de un *hedge fund* activista genera efectos en la industria estadísticamente significativos de entre un 0,87% y un 2,68% para las empresas competidoras de las compañías en las que invierten los fondos *private equity* y de entre un -2,48% y un -3,36% para las empresas rivales de aquellas en las que invierten los *hedge funds*. A largo plazo, también se observa una rentabilidad anormal negativa estadísticamente significativa en ambas muestras de empresas competidoras.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…	No se obtiene evidencia de que los *hedge funds*, a diferencia de los fondos private equity, propicien un incremento en el valor de las empresas como consecuencia de una reducción en los costes de agencia. Únicamente el volumen de negociación anormal parece afectar positivamente a los rendimientos anormales.	
Otros Resultados	Los *hedge funds* adquieren pequeñas participaciones en las empresas y generalmente buscan la presencia de otro accionista significativo, preferiblemente otro *hedge fund*.	

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Ryan (2006)	Erede (2009)
Muestra y Periodo	40 campañas de activismo en los EE.UU. desde 2001 hasta 2005.	117 *hedge funds* involucrados en 695 inversiones activistas en los Estado Unidos durante el periodo 1994-2006.
Características de las Empresas		
Efectos en el Valor de las Empresas	Las compañías experimentan una rentabilidad anual media acumulada de 8,6% durante un periodo de 61 días [-30, +30] en torno al inicio de la campaña. Aquellas empresas con bajas rentabilidades y flujos de caja elevados en las que el activista tiene una posición significativa son las que tienen una mayor probabilidad de experimentar rentabilidades anormales positivas.	
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo...		
Otros Resultados		Se proporciona evidencia sobre la persistencia del activismo: el activismo pasado está correlacionado positivamente con un activismo hostil en futuras adquisiciones. El activismo de los *hedge funds* esta correlacionado positivamente con características de estos fondos, tales como las comisiones de gestión, las comisiones de incentivo y la inversión mínima, o con determinadas capacidades de los gestores.

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Stokman (2007)	Uchida y Xu (2008)
Muestra y Periodo	94 casos de activismo que tienen lugar en Europa desde 2000 hasta 2007 y 94 casos de activismo que se producen en Norte América durante el mismo periodo.	67 eventos de activismo en Japón iniciados por el *hedge fund* estadounidense Steel Partners (30 eventos) y por el fondo activista japonés Murakami Fund (37 eventos). Periodo: 1 de marzo de 2001-31 de enero de 2006.
Características de las Empresas		Steel Partner's invierte generalmente en empresas con elevados niveles de efectivo y ratios precio-valor de mercado bajos mientras que Murakami Fund prefiere únicamente empresas con mucho efectivo en sus balances. Además, ambos se decantan por compañías con escaso apalancamiento y con inversores extranjeros en su accionariado.
Efectos en el Valor de las Empresas	Las empresas objetivo experimentan rendimientos anormales significativos de entre un 9,5% y un 12,19% durante un corto periodo próximo al anuncio, tanto en Europa como en Norte América. Estos rendimientos anormales no revierten en un plazo de 6 meses con posterioridad al anuncio. Los *hedge funds* alcanzan mayor éxito en Norte América que en Europa a la hora de crear valor para los accionistas de las empresas.	Las acciones de las empresas en las que invierten los activistas muestran un rendimiento excesivo de un 5,6 % durante el intervalo [-2, +2] alrededor del anuncio, siendo esta reacción más favorable cuanto más apalancadas están las compañías, cuanto más efectivo tienen y cuanto menor es su valor. Estos rendimientos positivos anormales no revierten en el largo plazo.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo…		
Otros Resultados	Los activistas adquieren de media el 7,31% de los derechos de voto de las empresas en las que invierten. En casi la mitad de los eventos, los *hedge funds* persiguen una fusión o adquisición de la compañía. Los *hedge funds* consiguen que la empresa cumpla todas sus demandas en el 42% de los eventos.	

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

	Autores	
	Weber y Zimmermann (2010)	Zur (2008)
Muestra y Periodo	230 transacciones públicas realizadas por 51 *hedge funds* en 44 empresas alemanas durante el periodo 2005-2008.	695 eventos de activismo protagonizados por 117 *hedge funds* en los EE.UU. desde 1994 hasta 2006.
Características de las Empresas		Los *hedge funds* activistas escogen empresas rentables y financieramente saludables con un exceso de rentabilidad durante el año previo a la inversión del *hedge fund*. Estas empresas se caracterizan también por ser pequeñas, con ratios precio-valor de mercado bajos y por ser mencionadas en la prensa unas 187 veces de media el año antes de de la inversión del *hedge fund*.
Efectos en el Valor de las Empresas	El mercado experimenta una reacción anormal estadísticamente significativa en las tres fechas analizadas (fecha de la transacción, del anuncio y de la publicación), tanto en la submuestra de compras como en la de ventas, sin embargo, esta reacción se explica en gran medida por un efecto de presión sobre el precio, más que por un efecto informativo.	La prima de rentabilidad en torno al anuncio es significativamente más elevada cuando la rentabilidad de mercado y los niveles de efectivo de la empresa previos son positivos, cuando el gestor del *hedge fund* tiene un MBA y cobra mayores comisiones, y cuando el *hedge fund* ha conseguido al menos un representante en el Consejo de Administración en la empresa en la que previamente ha llevado a cabo una campaña de activismo o el *hedge fund* ha conseguido que dicha compañía haya iniciado o incrementado el pago de dividendos.
Otros Efectos: Rentabilidad Operativa, Estructura de Capital, Gobierno Corporativo...		
Otros Resultados		

Tabla I. Resultados de los Estudios sobre el Activismo de los *Hedge Funds* (Cont.)

PANEL B: TRABAJOS TEÓRICOS	
Autores	**Principales Cuestiones Abordadas**
Armour y Cheffins (2009)	Este artículo distingue entre las formas más ofensivas de activismo protagonizadas por los *hedge funds* y otras intervenciones más defensivas llevadas a cabo por otros inversores institucionales. Además, trata de identificar aquellos factores que con mayor probabilidad determinan el grado de hostilidad del activismo en un momento específico, y ofrece una discusión sobre el impacto de la reciente crisis financiera en el activismo de los *hedge funds*.
Barrachdi (2008)	Este trabajo presenta una revisión de la literatura sobre el activismo de los *hedge funds*.
Brav et al. (2010)	Este trabajo presenta una revisión de la literatura sobre el activismo de los *hedge funds*.
Citygroup (2005)	Este informe describe los factores que son responsables del crecimiento del activismo de los *hedge funds*, las características de las empresas que frecuentemente son objetivo de estos fondos y la respuesta del mercado ante tales intervenciones activistas. Además, ofrece varias sugerencias a las empresas sobre cómo deben proceder ante las campañas activistas de los *hedge funds*.
Hu y Black (2007)	Este estudio ofrece evidencia de las técnicas que utilizan los *hedge funds* activistas para separar los derechos de voto de la propiedad económica de las acciones a través de transacciones ocultas.
Kahan y Rock (2007)	Este artículo se centra en el papel que desempeñan los *hedge funds* activistas tanto en el gobierno corporativo como en el mercado de control de las empresas, proporcionando ejemplos ilustrativos del activismo de los *hedge funds* en compañías norteamericanas, y analizando los incentivos y ventajas que presentan los *hedge funds* a la hora de llevar a cabo sus campañas activistas. También se hace referencia a varios conflictos generados por los *hedge funds* en las empresas en las que invierten.
Lipton (2006)	Este informe ofrece una lista de consejos para ayudar a las empresas a preparar un plan específico para evitar convertirse en objetivos de los *hedge funds*, o en caso de que haya tenido lugar el la intervención del activista, para ayudarlas a gestionar la situación.
OCDE (2007)	Este informe revisa la estructura de incentivos, los objetivos y la estrategia seguida por los *hedge funds* activistas y los fondos private equity, así como las implicaciones de estos vehículos de inversión alternativas para el gobierno corporativo.
Partnoy y Thomas (2006)	Este estudio analiza tres ámbitos donde los accionistas pueden ejercer una mayor influencia (votaciones, litigios, y transacciones que conllevan cambios en el control) y compara el activismo de de los *hedge funds* con el activismo que llevan a cabo otros accionistas institucionales. Además, evalúa los costes y beneficios de las principales estrategias que ponen en marcha los *hedge funds* activistas.
Thompson (2007)	Este trabajo ofrece una descripción detallada de las ventajas de los *hedge funds* para convertirse en activistas, así como de las restricciones legales y límites que deben tenerse en cuenta en relación al activismo de los *hedge funds*.
Tonello (2008)	This report includes recommendations to corporate directors, executives, and investment professionals in order to help them to address changes in the investment climate generated by the increasing presence of activist *hedge funds*.

En esta misma línea, Lipton (2006) ofrece una lista de consejos para ayudar a las empresas a preparar un plan específico para evitar convertirse en objetivo de los *hedge funds*, o en caso de que haya tenido lugar el "ataque", para ayudarlas a gestionar la situación. Todas las sugerencias y recomendaciones incluidas en esta "*aide memoire"* tienen la finalidad de colocar a las empresas en la mejor posición posible para dar respuesta a la intervención de los *hedge fund* activistas.

The Conference Board Research Working Group on Hedge Fund Activism también ha desarrollado un conjunto de recomendaciones dirigidas a los consejeros, directivos y profesionales que se recogen en el informe Tonello (2008) con el propósito de ayudarles a promover cambios en el clima de inversión generado por la creciente presencia de *hedge funds* activistas. Estas recomendaciones incluyen, entre otras, controlar las participaciones accionariales, dar respuestas a solicitudes de cambio, asegurar la integridad en las votaciones y supervisar a la dirección de la empresa.

Finalmente, otro de los informes más significativos es el publicado por el *OECD Steering Group on Corporate Governance* (2007) sobre las implicaciones que tienen los fondos *private equity* y los *hedge funds* para el gobierno corporativo. Este informe revisa la estructura de incentivos, los objetivos y la estrategia seguida por estos vehículos de inversión alternativa, así como sus preferencias en cuanto a las empresas en las que invierten. Además, con todo ello, tratan de clarificar si estos inversores contribuyen a cubrir las carencias existentes en el campo del gobierno corporativo y si su comportamiento es consistente con los principios de la OCDE.

2.3. *HEDGE FUNDS*

Dado que el presente trabajo de investigación se va a centrar en el estudio del activismo accionarial llevado a cabo por los hegde funds en Europa, es necesario profundizar un poco más en el conocimiento de este tipo de inversores, ya que, de este modo, podrán atisbarse con mayor claridad las oportunidades de investigación que ofrece este tópico. En este sentido, en las siguientes Subsecciones se comenta el origen de los *hedge funds*, así como sus principales características, se describe la situación de la industria y su evolución en los últimos años y se presentan las distintas estrategias desarrolladas por estos fondos, entre las que se encuentra el activismo accionarial.

2.3.1. *HEDGE FUNDS*: ORIGEN, DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES

En las últimas décadas, el mundo financiero ha sido testigo del incremento significativo en la oferta de productos disponibles para el inversor, así como del desarrollo de los mercados financieros. La innovación financiera es responsable de ello en gran medida, pues posibilita la creación de nuevos productos, muchos de ellos resultado de complejos artificios de ingeniería financiera, orientados a solventar problemas y generar bienestar adicional en el individuo y en la sociedad en su conjunto.

Aunque pueden ser muchas las razones que han motivado el surgimiento de las innovaciones financieras, existe un claro consenso en que el auge que han experimentado los procesos de innovación ha sido consecuencia de la combinación de varios elementos tales como: 1) la necesidad de manejar la creciente volatilidad en las tasas de interés, inflación, tipos de cambio, precios de acciones y bonos, 2) los avances tecnológicos, 3) la competencia entre los intermediarios, 4) la capacitación profesional de los agentes, 5) la globalización y democratización de las relaciones financieras, y 6) la actualización de regulaciones y tributaciones que previamente se consideraban inadecuadas.

Precisamente, en el marco de la innovación financiera han surgido los *hedge funds*. Estos fondos se han convertido en una "alternativa" para aquellos inversores que buscan posicionarse en los mercados financieros a través de productos que llevan a cabo estrategias diferenciadas, permitiéndoles obtener rentabilidades atractivas y no necesariamente correlacionadas con los activos tradicionales presentes en los mercados.

La creación del primer *hedge fund* suele atribuirse a Alfred Winslow Jones en los EE.UU. en 1949. En ese año, Jones escribió un artículo para la revista *Fortune* con el título "Fashions in Forecasting" (que podría traducirse como "Modas en predicción", ver Jones (1949)), en el cual hacía referencia a varios procedimientos técnicos relacionados con el mercado bursátil. La investigación que Jones llevó a cabo para escribir este artículo le convence de que puede ganarse la vida operando en Bolsa y, por ello, él y cuatro amigos más se unen para formar A. W. Jones & Co., una sociedad colectiva (en inglés *general partnership*), con un capital inicial de 100.000 dólares, de los cuales el propio Jones aporta 40.000, que se convierte en el primer *hedge fund* (Ineichen y Silberstein, 2008).

Jones construye su estrategia de inversión uniendo dos herramientas: apalancamiento y ventas a corto. Utiliza el apalancamiento para aumentar la exposición e incrementar la rentabilidad y, al mismo tiempo, hace uso de ventas cortas de acciones para eliminar el riesgo de mercado, ya que tomando tantas posiciones cortas como largas, consigue cubrir el riesgo de mercado haciendo que su fondo sea "neutral al mercado". En otras palabras, la rentabilidad del fondo no depende de que el mercado sea alcista o bajista, sino de la selección que se realice de los valores en los que invertir (Hedge Fund Working Group, 2007). Durante su primer año, la rentabilidad del *hedge fund* gestionado por Jones alcanzó a un satisfactorio 17,3%.

A pesar de la elevada rentabilidad conseguida, Jones consiguió operar con total discreción sin que el éxito de sus estrategias de inversión fuese conocido por la comunidad financiera hasta 1966, año en el que Carol Loomis escribió para la revista *Fortune* un artículo titulado "*The Jones Nobody Keeps Up With*" (que podría traducirse como "El Jones al que nadie puede atrapar", ver Loomis (1966)) en el que describía como Jones había conseguido superar la rentabilidad de los mejores fondos que llevaban a cabo estrategias de inversión tradicionales, incluso después de aplicar una comisión de incentivo de un 20%. Este artículo atrajo la atención de la comunidad de inversores e hizo que los *hedge funds* comenzasen a ser más populares.

No obstante, los *hedge funds* no se convierten en una de las áreas de gestión de la inversión de mayor crecimiento hasta los noventa, década que se caracteriza precisamente por la heterogeneidad que alcanza la industria de los *hedge funds*. En 1990, prácticamente el 90% de los gestores de *hedge funds* utilizaban estrategias macro o *long-short*[23], sin embargo, a lo largo de esa década, aparecieron nuevas estrategias, haciendo que la correlación entre los propios *hedge funds* cayese de forma significativa al proceder sus rentabilidades de fuentes cada vez más dispersas. Esta tendencia permitió a los fondos de fondos[24] y a otros inversores combinar varias participaciones en distintos *hedge funds* para construir carteras más conservadoras y

[23] Véase el Anexo 1 sobre las estrategias de los *hedge funds*.

[24] Los fondos de fondos, también conocidos como fondos de *hedge funds*, son compañías de inversión cuyas carteras de inversión están integradas por participaciones en distintos *hedge funds*. El primer fondo de fondos, Leveraged Capital Holdings, fue creado por Georges Karlweis en 1969 en Génova (véase Anexo 2).

diversificadas, lo que a su vez favoreció la institucionalización de la industria de los *hedge funds* y, por tanto, un mayor crecimiento de ésta.

Como resultado de la heterogeneidad que los caracteriza, el término *hedge fund* no es fácil de definir. Los *hedge funds* difieren significativamente entre ellos en su estructura, en el estilo de inversión y en los tipos de instrumentos financieros que negocian, de forma que, en ocasiones, es más fácil reconocerlos que definirlos. Aunque la prensa financiera y los reguladores utilizan con frecuencia el término "*hedge fund*", es difícil encontrar una definición que los identifique y distinga claramente de otros vehículos de inversión y /o de otros participantes en los mercados financieros (OCDE, 2007). De hecho, la mayoría, si no todos los países de la OCDE, incluyendo aquellos que han desarrollado regulaciones sobre los *hedge funds* o sus gestoras, no han adoptado una definición legal formal de lo que es un *hedge fund* (IOSCO, 2006).

Sin embargo, a pesar de la inexistencia de dicha definición formal, es posible recurrir a determinados rasgos que caracterizan a la mayoría de estos fondos[25]. Ackermann et al. (1999) señalan cinco de ellos:

1) Estructura organizativa escasamente regulada: los *hedge funds* están sujetos a un número más reducido de restricciones que el resto de inversores institucionales (fondos de inversión tradicionales, fondos de pensiones, etc.) con respecto a las transacciones financieras que pueden llevar a cabo y a sus obligaciones de diversificación y liquidez. Todo ello se traduce en un régimen de revelación de información mucho más que indulgente para los *hedge funds* (Tonello, 2008).

2) Estrategias de inversión flexibles: la escasa regulación a la que están sometidos les proporciona una amplia flexibilidad con respecto a sus estrategias de inversión. A diferencia de otros vehículos de inversión, los *hedge funds* pueden utilizar ventas a corto, apalancamiento y derivados, y pueden adquirir posiciones altamente concentradas con el objetivo de aumentar la rentabilidad o disminuir el riesgo sistemático. Además, los *hedge funds* también tienen una amplia flexibilidad para reconsiderar

[25] Es necesario precisar que ninguna de estas características define completamente a los *hedge funds* porque, si bien puede que algunos *hedge funds* compartan algunas o todas estas características, puede también que otros no se identifiquen con alguna de ellas.

sus tácticas sin necesidad de obtener la aprobación de sus inversores o accionistas y, por tanto, son capaces de adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado aprovechando las nuevas oportunidades que éste pudiese ofrecer y optimizando así su rentabilidad.

3) Inversores sofisticados: a los *hedge funds* no se les permite ofertar públicamente sus servicios a los pequeños inversores (Brown et al., 2001), es más, sus inversores deben demostrar un determinado nivel de sofisticación con el fin de garantizar que comprenden los riesgos que conlleva la inversión, exigiéndoseles generalmente una inversión inicial mínima. Asimismo, los *hedge funds* pueden limitar la liquidez del fondo con periodos de *lock-up*, lo que hace necesario que los inversores en *hedge funds* tengan un respaldo patrimonial importante que les permita inmovilizar su inversión en *hedge funds* durante un determinado periodo.

4) Inversión sustancial por parte del gestor del fondo: la relación entre los inversores y gestores de un fondo puede caracterizarse atendiendo al modelo principal-agente (Ross, 1973; Holmstrom, 1979). Por ello, los gestores de los *hedge funds* frecuentemente invierten una parte sustancial de su patrimonio personal en el fondo, con el fin de alinear sus incentivos con los intereses de los inversores.

5) Fuertes incentivos al gestor: los sistemas de remuneración de los gestores de los *hedge funds* incluyen una comisión por gestión en torno al 1%-2% de los activos gestionados, así como una por resultados (también denominada comisión por incentivos), generalmente alrededor del 20% del beneficio obtenido. Además, la mayoría de contratos de inversión con *hedge funds* incluyen una cláusula denominada marca de agua (en inglés *high water mark*) que requiere al gestor compensar pérdidas pasadas antes de conseguir la comisión por resultados (Brown et al., 2001; Hodder y Jackwerth, 2007).

Por último, y no por ello menos importante, otra característica común a la mayoría de los *hedge funds* es su objetivo de obtener rentabilidades positivas absolutas sean cuales sean las condiciones del mercado. Todos estos rasgos de los *hedge funds* muestran diferencias claras respecto a la estructura organizativa de los vehículos de inversión más

tradicionales, los cuales están mucho más regulados, pueden ofrecerse a los pequeños inversores, raramente cobran comisiones referenciadas a los resultados y son mucho más conservadores a la hora de hacer uso de apalancamiento, derivados y ventas a corto.

A pesar de que, en ocasiones, los medios de comunicación se dejan llevar de un cierto sensacionalismo asumiendo que las prácticas de un grupo reducido *hedge funds* sin escrúpulos son comunes a todo el sector (AIMA, 2007), lo cierto es que la mayoría de estos fondos ofrecen beneficios significativos para los inversores y los mercados financieros. Por un lado, los *hedge funds* proporcionan a sus inversores rentabilidades atractivas y escasamente correlacionadas con las de otros vehículos de inversión, además de la posibilidad de mejorar la diversificación de sus carteras. Y por otro lado, los *hedge funds* desempeñan un papel fundamental redistribuyendo los riesgos entre los participantes del mercado, contribuyendo a (y a la vez se beneficiándose de) la innovación financiera, y mejorando el funcionamiento de los mercados financieros al proveerles de liquidez y al tener un efecto estabilizador sobre éstos resultado del reparto del riesgo (Comisión Europea, 2006).

2.3.2. LA INDUSTRIA DE LOS *HEDGE FUNDS* EN EUROPA: UNA VISIÓN GENERAL

La industria global de los *hedge funds* ha experimentado un desarrollo notable durante las dos últimas décadas. Los *hedge funds* han protagonizado un crecimiento explosivo tanto en el número como en el total de activos gestionados. En 1990, menos de 2.000 *hedge funds* gestionaban 50.000 millones de dólares en activos. Diecisiete años más tarde, en 2007 (antes de la crisis financiera), este crecimiento explosivo multiplicó por cinco el número de *hedge funds*, y por más de veinte los activos bajo gestión.

Las largas tendencias alcistas de los mercados y el importante progreso que tuvo lugar en el sector tecnológico, que permitió a su vez la modernización del sector financiero, hicieron que, de forma progresiva, los inversores fuesen moviendo una parte de su capital invertido hacia *hedge funds* que ofrecían fuentes de rentabilidad y perfiles de riesgo distintos a las carteras de renta fija y variable tradicionales. Además, las elevadas comisiones de gestión e incentivo, junto con las escasas barreras de entrada

atrajeron al sector a gestores de fondos de inversión tradicionales y a otros profesionales del mundo de la inversión.

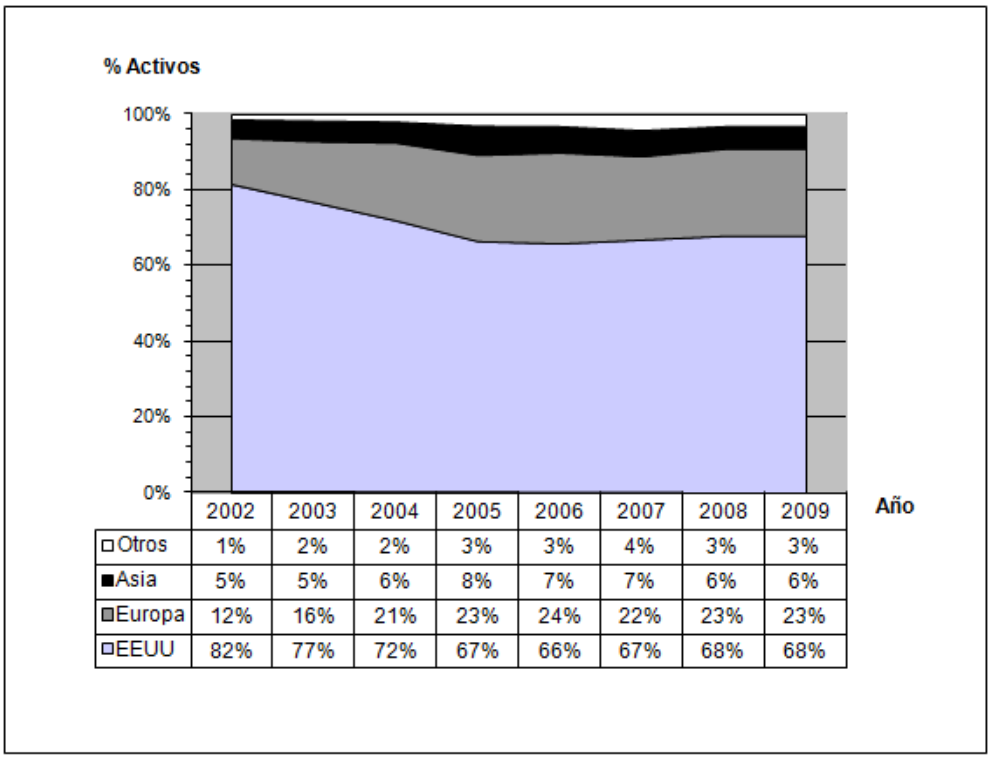
Este crecimiento de la industria de los *hedge funds* únicamente fue interrumpido en 2008 por la crisis económica que tuvo lugar a nivel global. Durante este año, los activos bajo gestión cayeron cerca de un 30%, debido principalmente a la combinación de rentabilidades negativas, liquidaciones de fondos y una oleada de reembolsos resultado de las pérdidas, la aversión al riesgo y el daño reputacional que el fraude de Madoff ocasionó a toda la industria.

No obstante, la industria de los *hedge funds* está comenzando a recuperarse después de la fuerte caída que sufrió en el 2008 y la primera mitad de 2009. De acuerdo con el informe publicado por el International Financial Services London (2010), los activos gestionados por la industria de los *hedge funds* aumentaron un 13% en 2009 hasta los 1,7 billones de dólares, los lanzamientos de nuevos *hedge funds* excedieron el número de liquidaciones en la segunda mitad de 2009, y la rentabilidad del 19% obtenida por éstos en 2009, el mejor rendimiento de los *hedge funds* de toda la década, compensó más que de sobra los 85.000 millones de dólares en salidas de capital que tuvieron lugar ese mismo año.

Esta tendencia se confirma si se analizan las cifras que ha dejado el 2010, ya que este año cerró con más de 22.000 millones de dólares en entradas en la industria de los *hedge funds*, la cifra más alta de los últimos tres años, y con el 57% de los fondos, o lo que es equivalente, el 80% de los activos de la industria superando su marca de agua. Además, también ha continuado la expansión de la oferta de *hedge funds* y fondos de *hedge funds* lanzándose de 2009 a 2010 un total de 192 *hedge funds* y fondos de *hedge funds* (datos según Hedge Fund Research, Vázquez Sariego, 2011a).

En relación a la distribución geográfica de los *hedge funds* (ver Figura 1), éstos se gestionan predominantemente desde emplazamientos *onshore*. EE.UU. es, con diferencia, el país que lidera la localización de la gestión de activos de los *hedge funds*, con el 68% del total a finales de 2009. Este dato no es sorprendente dado que de EE.UU. procede el mayor volumen de inversión en *hedge funds*, sin embargo, el peso de este país en la gestión ha caído en los últimos años, ya que, a principios de la pasada década, en EE.UU. se gestionaba el 80% del total de activos de la industria.

Figura 1. Localización de los Activos Gestionados por los *Hedge Funds*



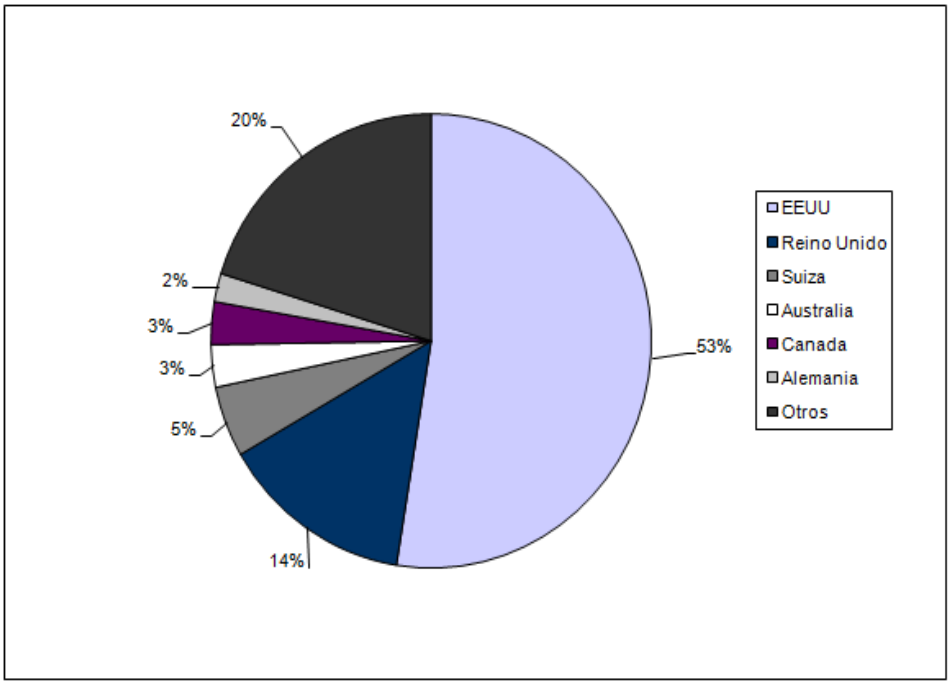
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Otros	1%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%
Asia	5%	5%	6%	8%	7%	7%	6%	6%
Europa	12%	16%	21%	23%	24%	22%	23%	23%
EEUU	82%	77%	72%	67%	66%	67%	68%	68%

Fuente: estimaciones de IFSL, disponibles en International Financial Services London (2010)

Por el contrario, Europa ha ganado en importancia durante este periodo. Su participación en la gestión total prácticamente se ha duplicado llegando a gestionar el 23% de los activos en 2009, lo que revela una transferencia de activos gestionados desde EE.UU. hacia Europa. El resto de ubicaciones no han experimentado variaciones significativas en cuanto a su participación en la gestión de activos en los últimos años.

Este crecimiento de la industria de los *hedge funds* en Europa se debe principalmente al aumento de la inversión en estos fondos por parte de los inversores institucionales, atraídos por la diversificación del riesgo, la flexibilidad de las opciones de inversión y la rentabilidad no correlacionada con el mercado que ofrecen los *hedge funds*. En 1990, la mayoría de las inversiones que recibían los *hedge funds* provenían de individuos con grandes patrimonios. En los últimos años, sin embargo, los inversores institucionales se han convertido en la principal fuente de capital de los *hedge funds* en todo el mundo. La Figura 2 muestra la distribución geográfica de los inversores institucionales de los *hedge funds*. Como puede observarse, más de la mitad, un 53%, tienen su origen en los EE.UU., país que es seguido por el Reino Unido con el 14%, Suiza con el 5%, Australia con el 3% y Alemania con el 2%.

Figura 2. País de los Inversores Institucionales Invertidos en *Hedge Funds*

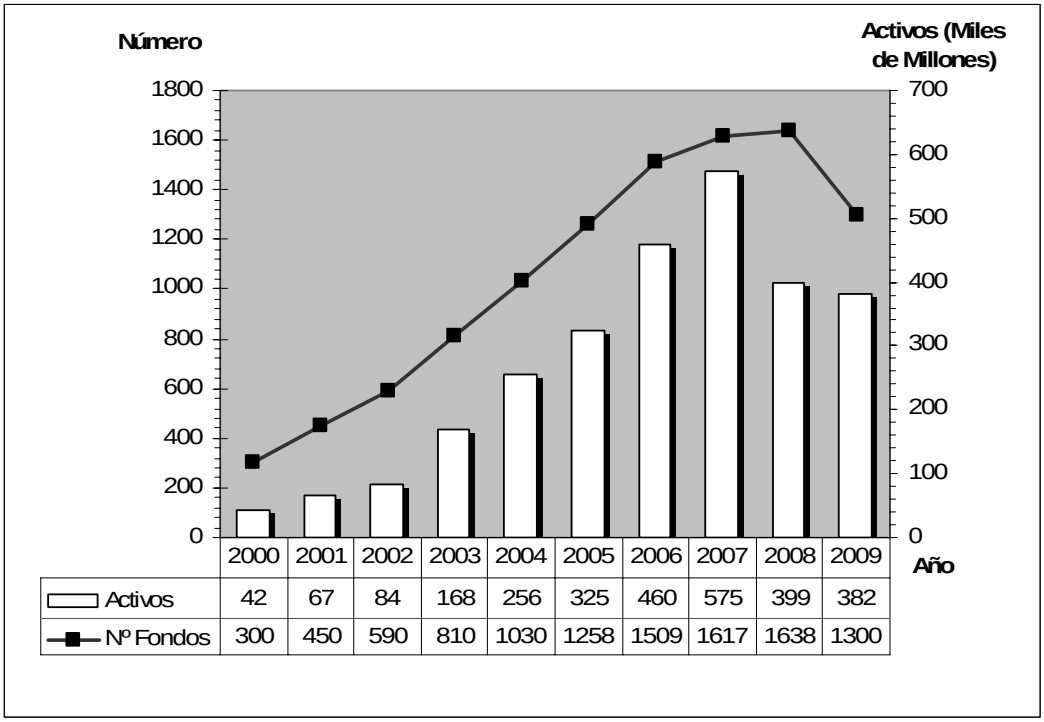


Fuente: Preqin, disponible en International Financial Services London (2010)

Para conocer un poco más sobre el mercado Europeo de *hedge funds*, la Figura 3 muestra la evolución del número y del volumen de activos gestionados durante los 10 últimos años. En 2009, el número de *hedge funds* localizados en Europa se sitúa en 1.300, frente a los 300 que había en el año 2000. Además los activos gestionados desde Europa han aumentado desde los 42.000 millones de dólares en 2000 hasta los 382.000 millones de dólares en 2009, aunque esta cifra aún queda lejos de los 575.000 millones de dólares que se gestionaban a finales de 2007, antes de que la industria quedase tocada severamente por la crisis financiera global.

Las consecuencias de la crisis financiera pueden observarse en la Figura 3, donde puede apreciarse que no sólo el volumen de activos gestionados experimentó una disminución significativa en 2008 y 2009, sino también el número de fondos. No obstante, la industria europea está empezando a recuperarse de esta caída. Una de las principales razones que explican esta recuperación hace alusión al crecimiento de los *hedge funds* en formato UCITS. De hecho, en Europa, muchos *hedge funds* han lanzado recientemente fondos *onshore* que cumplen con UCITS III y que pueden distribuirse en toda la Unión Europea a inversores minoristas e institucionales. Estos fondos emplean una serie de estrategias que utilizan derivados y apalancamiento, pero todo ello limitado por un marco regulatorio (Hedge Fund Intelligence, 2010).

Figura 3. Mercado Europeo de los *Hedge Funds*.
Nº de Fondos y Volumen de Activos Bajo Gestión



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Activos	42	67	84	168	256	325	460	575	399	382
Nº Fondos	300	450	590	810	1030	1258	1509	1617	1638	1300

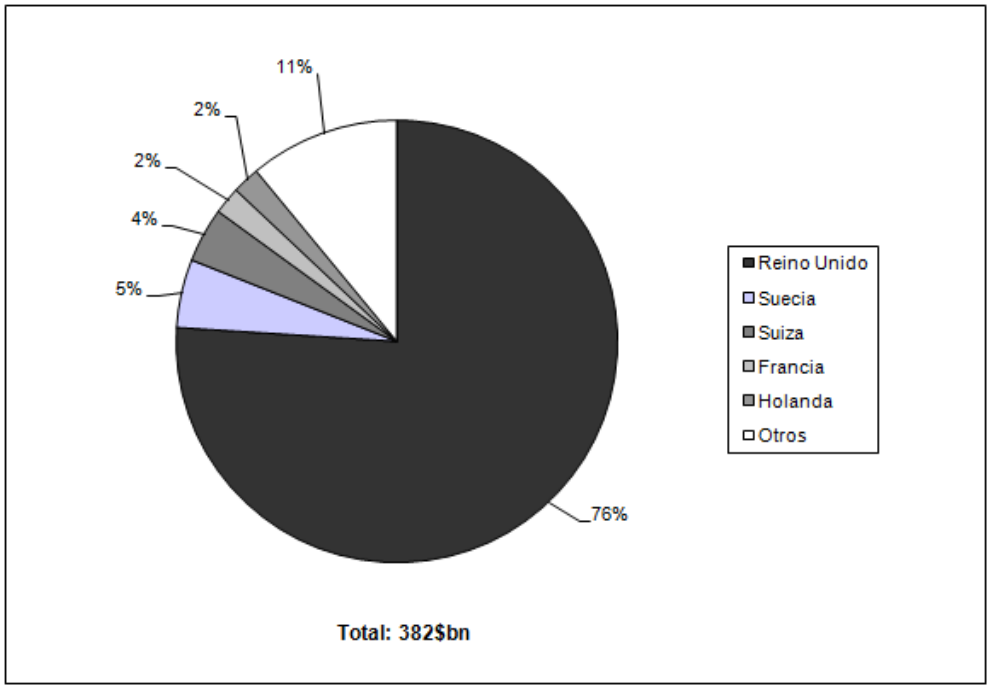
Fuente: Eurohedge, disponible en International Financial Services London (2010)

En 2010, los activos bajo gestión de estos fondos crecieron un 52% a lo largo de 2010, pasando de 60.000 a 92.000 millones de euros (según datos proporcionados por Alix Capital, véase Vázquez Sariego, 2011b). Sin embargo, la mayoría de *hedge funds* en formato UCITS han captado poco volumen hasta la fecha y aún son muy pocos los que han visto crecer sus activos por encima de los 100 millones de euros.

Asimismo, a partir de un análisis de rentabilidad-riesgo durante el periodo comprendido entre los años 2008 y 2010 sobre los principales estilos de gestión alternativa tanto a nivel hedge como Newcits puede observarse que la mayor parte de las estrategias implementadas por los *hedge funds* han superado en rentabilidad a sus análogas en formato regulado, aunque es necesario indicar que también han asumido un mayor riesgo (Vázquez Sariego, 2011b). Todo ello apunta a que la mayor flexibilidad que tienen los *hedge funds* en cuanto a su política de inversión, junto con el hecho de que no todas las estrategias de los *hedge funds* son igualmente replicables en formato UCITS, les ha permitido capitalizar mejor los desequilibrios e ineficiencias presentes en los mercados financieros en estos últimos años.

En cuanto a los centros más importantes de gestión de activos de la industria de los *hedge funds* en Europa, destaca Londres. Según datos de Eurohedge, a finales de 2009, el 76% de los activos de los *hedge funds* europeos eran gestionados desde el Reino Unido, la mayoría desde Londres (ver Figura 4). Otras ubicaciones importantes en relación a la gestión incluyen Suecia (5%), Suiza (4%), Francia (2%) y Holanda (2%). Además, Londres es el segundo centro en el mundo, después de Nueva York, donde se sitúan los gestores de *hedge funds*, con un 20% de los activos totales gestionados desde allí en 2009, como revela la Figura 5. Las ventajas estructurales que ofrece este emplazamiento, tales como la experiencia local, la proximidad de los clientes y mercados, además de una importante industria de gestión de activos hacen de Londres una localización atractiva para la gestión de los *hedge funds*. De hecho, desde el año 2000, Londres ha ido mejorando su posición en este ámbito, a expensas de su mayor competidor, Nueva York. A ello también ha contribuido el liderazgo de Londres en la prestación de servicios a *hedge funds* (servicios de administración, prime brokerage[26], custodia o auditoría).

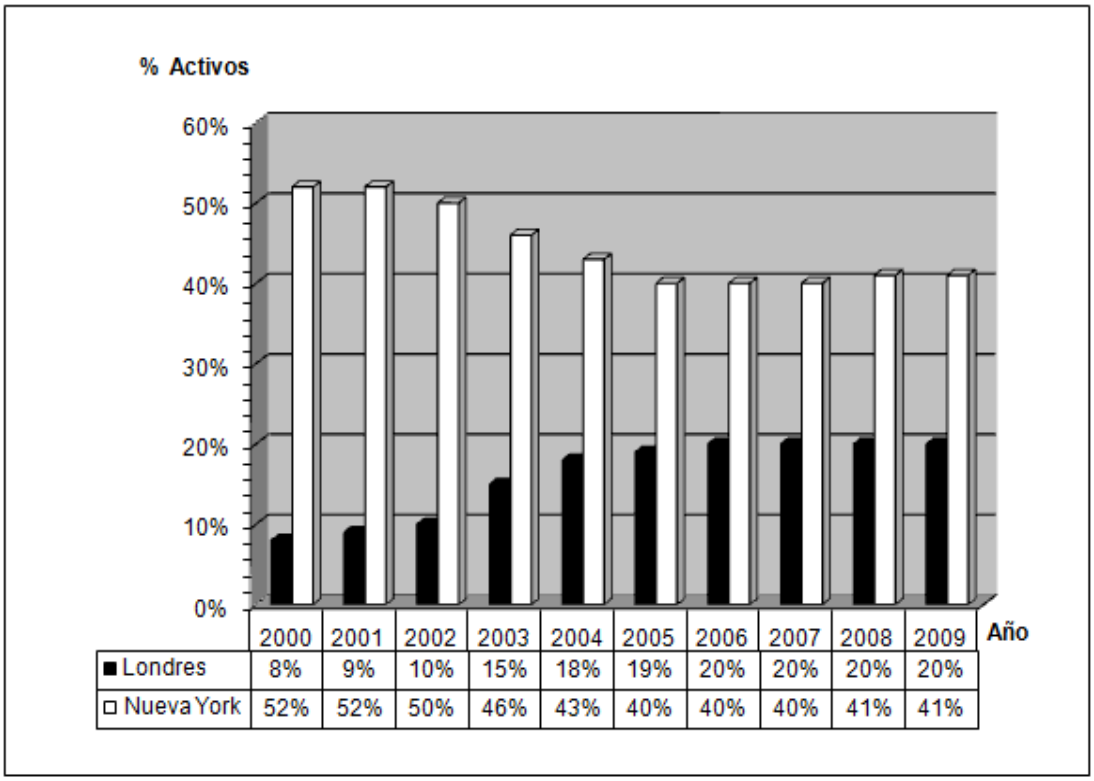
Figura 4. Mercado Europeo de los *Hedge Funds*.
Activos Gestionados por Países



Fuente: Eurohedge, disponible en International Financial Services London (2010)

[26] Con casi la mitad de la actividad de banca de inversión localizada en Londres, es natural que los servicios de *prime brokerage* se concentren también en dicha ciudad.

Figura 5. Activos Gestionados por los *Hedge Funds* según la Ciudad de Localización del Gestor



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
■ Londres	8%	9%	10%	15%	18%	19%	20%	20%	20%	20%
□ Nueva York	52%	52%	50%	46%	43%	40%	40%	40%	41%	41%

Fuente: estimaciones de IFSL, disponibles en International Financial Services London (2010)

Finalmente, con el propósito de tener una imagen lo más completa posible sobre la industria de los *hedge funds* en Europa, es necesario hacer referencia al nuevo marco regulatorio que se está configurando en la actualidad y que será implementado en los próximos años. Las recientes dificultades por las que han pasado los mercados financieros han puesto de manifiesto que algunas estrategias de los *hedge funds* son vulnerables a una amplia serie de riesgos que afectan de manera directa a los inversores de dichos fondos, a las contrapartes de las operaciones y a la estabilidad e integridad de los mercados financieros europeos (Comisión Europea, 2010a). Si bien los *hedge funds* no están en el origen de la crisis[27], los acontecimientos recientes han colocado al sector en una situación de enorme presión pues los riesgos conexos a las actividades que desarrollan se han hecho patentes y pueden haber contribuido, en cierta manera, a las turbulencias en los mercados. Por ello, tanto el Parlamento Europeo

[27] Esta es la posición que ha defendido recientemente la Autoridad británica de Servicios Financieros en su informe de febrero de 2010 titulado "*Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds*" (FSA, 2010)

(Rasmussen, 2008; Lehne, 2008), como el Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera (Larosière, 2009), han subrayado la necesidad de una mayor regulación del sector de la gestión alternativa a través de un marco regulatorio armonizado capaz de gestionar dichos riesgos y proporcionar información fiable a los inversores.

Reconociendo dichas debilidades, así como la importancia de los *hedge funds* y otros fondos de gestión alternativa para el sistema financiero europeo, el 30 de abril de 2009, la Comisión Europea presentó al Consejo una propuesta[28] de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a gestores[29] de fondos de inversión alternativa (GFIAs), por la que se modifican las Directivas 2004/39/EC y 2009/65/EC. En noviembre de 2010, el Parlamento Europeo aprobó finalmente esta Directiva cuyo contenido está en línea con el plan de acción del G20 presentado en Londres, el cual abrió el camino hacia una nueva regulación de los *hedge funds*.

Entre los principales objetivos de ésta figura la creación de un amplio marco regulatorio y de supervisión para los GFIAs en Europa. Para ello, proporciona criterios regulatorios robustos y armonizados en relación a los GFIAs, e intenta incrementar la transparencia hacia sus inversores y hacia las autoridades competentes en cuanto a las actividades de estas gestoras y a los fondos que gestionan. Esto hará posible que los Estados miembros puedan mejorar la supervisión a un nivel macro y puedan llevar a cabo actuaciones coordinadas a la hora de asegurar un funcionamiento apropiado de los mercados financieros. Además, esta Directiva ayudará a superar las lagunas e inconsistencias existentes en los marcos regulatorios nacionales, y a proporcionar una base sólida para el desarrollo del mercado interno (Comisión Europea, 2009).

Asimismo, dicha Directiva también tiene por objeto permitir a los GFIA prestar sus servicios y comercializar sus fondos en el mercado interior, siempre que cumplan una serie de estrictos requisitos, lo que favorecerá la integración del mercado y el desarrollo de un mercado único.

---

[28] Esta Directiva está disponible en http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lng1=es,en&lang =&lng2 =bg,cs,da,de,el,en,es,et,fi,fr,hu,it,lt,lv,mt,nl,pl,pt,ro,sk,sl,sv,&val=576076:cs&page=&hwo rds=null

[29] Los fondos de inversión alternativa incluyen *hedge funds*, fondos *private equity*, capital riesgo, fondos inmobiliarios, fondos de infraestructuras y fondos de materias primas, entre otros.

Finalmente, entre los aspectos que se abordan en dicha Directiva, destacan la autorización requerida a las gestoras de fondos de inversión alternativos cuyos activos superen determinados umbrales de volumen o la posibilidad de fijar límites al apalancamiento de los fondos.

2.3.3. ESTRATEGIAS DE LOS *HEDGE FUNDS*: EL ACTIVISMO

Clasificar a los *hedge funds* es una tarea de notoria dificultad. Diferentes proveedores de datos e información sobre los hegde funds utilizan métodos muy distintos la hora de clasificarlos, de forma que cualquier clasificación que se tome como referencia es subjetiva, incompleta e inconsistente con algunos proveedores de datos sobre *hedge funds*. A pesar de ello, las clasificaciones son útiles, ya que las distintas estrategias ofrecen diferentes relaciones de rentabilidad-riesgo y diferentes fuentes de rentabilidad, lo que permite al inversor capturar los beneficios de la diversificación al invertir en varias estrategias que difieren entre sí.

La siguiente clasificación que se presenta en la Figura 6 es, por tanto, una de las muchas maneras que existen de examinar las estrategias de los *hedge funds*. Esta clasificación divide el universo de fondos en tres grandes tipos de estrategias: *relative value*, *event-driven* y *directional*[30]. La lógica que subyace en esta clasificación es el aumento del sesgo direccional conforme nos movemos hacia la derecha de la Figura:

Relative value: el término "valor relativo" se utiliza frecuentemente como sinónimo de "mercado neutral". Las estrategias que se enmarcan dentro de este grupo tienen muy poca o ninguna correlación con el mercado de renta fija o renta variable. Buscan obtener un beneficio capitalizando desajustes en el precio de valores o instrumentos financieros relacionados entre sí (Ineichen, 2000).

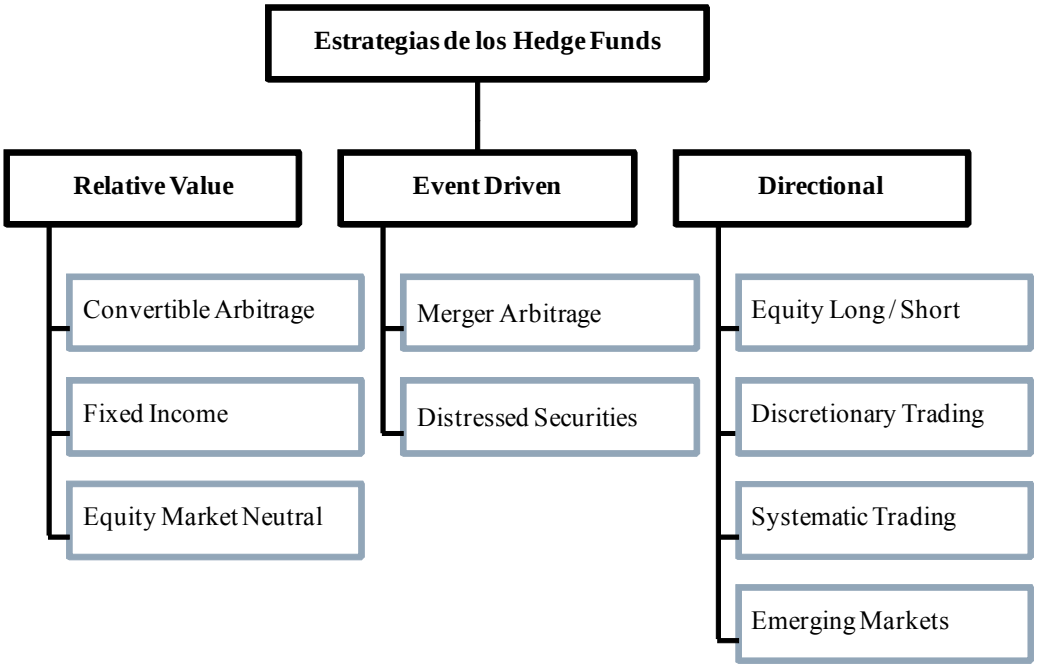
Event-driven: las estrategias "conducidas por eventos" se centran esencialmente en identificar y analizar valores que pueden beneficiarse de la ocurrencia de eventos extraordinarios, es decir, se concentran en empresas que están inmersas, o podrían llegar a estarlo en procesos de

[30] Dada la diversidad de clasificaciones, en el Anexo 1 también se presenta la aportada por López de Prado e Illera (2004), explicando con mayor detalle cada una de las subestrategias que integran las tres grandes categorías en las que este autor también divide el espectro total de estrategias.

reestructuración, adquisiciones, fusiones, liquidaciones, quiebras u otras situaciones especiales.

Directional: la última categoría de estrategias se denomina "direccionales" y, esencialmente, cubre todas aquellas estrategias implementadas por los *hedge funds* que tienen un sesgo direccional y que no encajan en las otras dos categorías.

Figura 6. Clasificación de las Estrategias de los *Hedge Funds*



Fuente: Ineichen y Silberstein (2008)

Dado el aumento que se produjo en la década de los noventa en el número de *hedge funds* y en el volumen total de activos que gestionaban, la rentabilidad de muchas de las estrategias que los *hedge funds* habían puesto en práctica desde sus inicios, tales como el arbitraje de convertibles, el arbitraje de renta fija o las estrategias de mercado neutral, experimentaron una reducción significativa, ya que se enfrentaban a una abundancia de capital y a unas oportunidades de inversión atractivas limitadas. Además, las elevadas rentabilidades iniciales hicieron que los inversores se forjasen ciertas expectativas sobre la continuidad de este éxito y, por ello, estos inversores comenzaron a presionar a los gestores para que siguiesen generando rentabilidades absolutas positivas elevadas como recompensa por las altas comisiones pagadas. Este mercado cada vez más competitivo, junto con la tendencia macroeconómica (una reducida

volatilidad en casi todos los mercados y un ambiente crediticio benévolo) provocaron que ciertos *hedge funds* abandonasen sus estrategias iniciales basadas en el arbitraje y aspectos macroeconómicos y comenzasen a poner en marcha otro tipo de estrategias (Citigroup, 2005).

El activismo es una de estas nuevas estrategias. Su emergencia se vio favorecida por la necesidad de incrementar la supervisión a los dirigentes de las empresas y a sus Consejos de Administración, puesta de manifiesto tras varios escándalos corporativos, como fue el caso de Enron y Worldcom (Briggs, 2007; Tonello, 2008). Como se ha comentado, cuando los mercados no son perfectos, sino que se caracterizan por la existencia de asimetrías de información y costes de acción colectiva, los equipos directivos de las empresas pueden perseguir sus propios objetivos e intereses, los cuales, en ocasiones, no coinciden con los objetivos e intereses de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). En estas circunstancias, los inversores activistas pueden desempeñar un papel fundamental, ya que tienen los incentivos necesarios para destinar recursos propios a la adquisición de información conducente a mitigar los comportamientos oportunistas de los equipos directivos de las empresas.

Un *hedge fund* activista puede definirse como aquel que adquiere una posición sustancial en el capital de una empresa cotizada con la intención de llevar a cabo cambios e influir en el comportamiento de ésta mediante una participación activa en la misma que el *hedge fund* considera llevará al aumento del valor de dicha compañía. Los *hedge funds* activistas buscan empresas con potencial para mejorar y, en lugar de sentarse y esperar pasivamente, como es el caso de las estrategias más tradicionales, éstos intervienen directamente en las compañías para aumentar su valor. Dado que los *hedge funds* activistas pueden actuar como catalizadores de cambio desencadenando algún tipo de evento (fusiones, adquisiciones, reestructuraciones, etc.), éstos suelen incluirse en la categoría de *Event Driven* (ver Figura 6).

En 2007, los *hedge funds* que llevaban a cabo estrategias activistas gestionaban un capital cercano a 100 mil millones de dólares, lo que representa en torno al 5% del total gestionado por la industria (según los datos presentados en Pensions & Investments (2007)). Además, un informe sobre la industria de los *hedge funds* en 2008 documenta que el activismo continúa registrando niveles elevados de crecimiento, con los *hedge funds Event Driven* obteniendo rentabilidades superiores a las obtenidas por otras

estrategias (Tonello, 2008). Más recientemente, en 2010, los datos publicados por *Credit Suisse* (2010) revelan que las estrategias *Global Macro* e *Event Driven* han sido las que más interés han despertado entre los inversores y, por tanto, las que han experimentado una mayor entrada de capital, reflejando así la preferencia de los inversores por estrategias más tácticas, que han demostrado históricamente ser capaces de resistir mejor los entornos de mercado más volátiles. Además, la estrategia *Event Driven* ha resultado ser la segunda más rentable en 2010 con una rentabilidad del 12,63%, tan sólo por detrás de la estrategia *Global Macro* (ver Tabla II), viéndose favorecida por el aumento del volumen tanto de fusiones como de adquisiciones que tuvo lugar a finales de 2010 alcanzando su nivel más alto desde 2007. Asimismo, es preciso señalar que esta estrategia no sólo está presentando uno de los mejores comportamientos durante 2009 y 2010, sino que, en 2008, fue una de las que experimentó menores pérdidas de rentabilidad, como puede observarse en la Tabla III.

Esta creciente propensión de los *hedge funds* a llevar a cabo agendas activistas, como acaba de ponerse de manifiesto con la creciente importancia que está adquiriendo esta estrategia dentro de la industria de los *hedge funds*, así como los buenos resultados a nivel de rentabilidad que presenta se ven favorecidos por varias característica inherentes a los *hedge funds* que les convierten en vehículos apropiados para afrontar un proceso de activismo.

En primer lugar, los *hedge funds* no se ven afectados por el problema de *free rider,* que se produce cuando muchos accionistas comparten los beneficios del activismo, pero sólo uno de ellos, el activista, se hace cargo de los costes que conlleva la campaña de activismo. Este problema afecta especialmente a los fondos tradicionales que compiten en base a costes, mientras que a los *hedge funds* no les preocupa si el resto de accionistas se benefician de sus campañas, ya que son mucho más eclécticos y su objetivo es conseguir rentabilidades absolutas, por lo que no comparan sus rendimientos con otros índices o *benchmarks* basados en las rentabilidades de otros fondos con un estilo de inversión similar (Kahan y Rock, 2007). De esta forma, al asumir la mayoría de los costes del activismo, los *hedge funds* eliminan el principal obstáculo al que se enfrentan otros inversores institucionales, a los que los *hedge funds* animan a votar sus propuestas permitiéndoles así beneficiarse del activismo sin incurrir en excesivos costes.

Tabla II. Rentabilidad de las Distintas Estrategias de *Hedge Funds* en 2010

	Peso Sector	Rentabilidad 2010	Volatilidad 2010	Ratio Sharpe 2010	Nº de Fondos en positivo	Nº de Fondos en Negativo	Mejor Rentabilidad	Peor Rentabilidad
Índice Global	100,0%	11,0%	6,0%	1,82	377	84	95,4%	-76,9%
Convertible Arbitrage	1,6%	11,0%	4,5%	2,40	22	-	72,7%	0,0%
Dedicated Short Bias	0,2%	-22,5%	18,3%	-1,24	-	7	-3,8%	-29,7%
Emerging Markets	7,2%	11,3%	8,6%	1,31	61	16	95,4%	-35,6%
Equity Market Neutral	2,1%	-0,8%	6,8%	-0,14	12	10	43,7%	-16,2%
Event Driven	25,1%	12,6%	7,0%	1,78	61	5	40,1%	-76,9%
Fixed Income Arbitrage	4,9%	12,5%	2,7%	4,64	23	3	45,7%	-8,2%
Global Macro	20,2%	13,5%	3,7%	3,62	26	10	38,7%	-23,2%
Equity Long Short	20,9%	9,3%	9,1%	1	116	26	52,9%	-17,0%
Managed Futures	4,8%	12,2%	12,4%	0,97	28	5	52,9%	-10,6%
Multi-Strategy	13,0%	9,3%	4,7%	1,96	28	2	34,3%	-11,5%
S&P 500		15,1%	19,3%	0,77				
Dow Jones Global Index		11,9%	20,6%	0,57				
Barclays Global Agg, Bond Index		5,5%	6,6%	0,82				
DJ-UBS Commodity Index		16,8%	19,2%	0,87				

Fuente: Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index, Bloomberg. Disponible en Credit Suisse (2010)

Tabla III. Rentabilidad de las Estrategias de *Hedge Funds* (2008 – 2010)

	Rentabilidad 2008	Rentabilidad 2009	Rentabilidad 2010	Rentabilidad 2008-2010
Broad Index	-19,07%	18,57%	10,95%	2,11%
Emerging Markets	-30,41%	30,03%	11,34%	0,25%
Equity Market Neutral	-40,32%	4,05%	-0,85%	-14,92%
Event Driven	-17,74%	20,38%	12,63%	3,71%
Fixed Income Arbitrage	-28,82%	27,41%	12,51%	0,67%
Global Macro	-4,62%	11,55%	13,47%	6,48%
Equity Long Short	-19,76%	19,47%	9,28%	1,56%
Managed Futures	18,33%	-6,57%	12,22%	7,45%

Fuente: Credit Suisse/ Tremont. Disponible en Vázquez Sariego (2011b)

En segundo lugar, los *hedge funds* están sujetos a escasos requerimientos de diversificación y liquidez. Por un lado, la falta de control regulatorio les permite tener en sus carteras posiciones muy concentradas sin ser penalizados, utilizando frecuentemente ventas a corto, derivados y un elevado apalancamiento para conseguirlo. Además, por otro lado, también se les permite invertir en activos con escasa liquidez y aplicar periodos de *lock-up* al capital de sus inversores, a los que también pueden requerir que informen con un determinado periodo de antelación sobre sus reembolsos de capital, los cuales suelen permitirse únicamente en momentos específicos, y suelen estar sujetos a límites en cuanto a la cantidad de capital que puede retirarse del fondo cada vez. Por tanto, estas inversiones significativas en empresas durante periodos de tiempo más largos confieren a los *hedge funds* los incentivos y el control necesarios para desempeñar un papel activo en aquellas compañías en las que invierten.

En tercer lugar, los *hedge funds* no tienen que hacer frente a conflictos de intereses entre los gestores del fondo y los inversores de éste. Los fondos de inversión tradicionales y los fondos de pensiones, experimentan importantes conflictos de intereses principalmente cuando están afiliados a instituciones financieras o cuando la gestión de planes de pensiones corporativos es una de las principales fuentes de ingresos para ellos (Kahan y Rock, 2007; Davis y Kim, 2007). A diferencia de estos fondos, los *hedge funds* no tienen que hacer frente a tales conflictos de intereses, ya que son vehículos de inversión mucho más independientes que no están afiliados a ninguna otra institución.

Finalmente, la estructura de compensación de los *hedge funds* que incluye, como ya se ha comentado, una comisión por resultado, proporciona a los gestores de *hedge funds* importantes incentivos para explorar estrategias de inversión alternativas que puedan maximizar la rentabilidad de los inversores, dado que también ellos van a beneficiarse de una campaña activista exitosa. Asimismo, como también se ha mencionado previamente, los gestores de *hedge funds* invierten parte de su patrimonio personal en el fondo, lo que hace que estos incentivos sean aún mayores.

Todas estas características hacen que los *hedge funds* sean más aptos y tengan mayores incentivos para convertirse en activistas cuyo principal objetivo es persuadir a las empresas cotizadas para que tomen acciones que lleven a aumentar su valor. Para conseguirlo, tratan de influir en las decisiones del Consejo de Administración y del equipo directivo de la empresa sobre la estructura de capital y la estrategia operativa de la misma, promueven cambios en la estructura de gobierno corporativo de las empresas e intervienen en el mercado de control de las compañías (OCDE, 2007).

La diversidad de objetivos que persiguen y su propia historia táctica hace que el activismo tome distintas formas que pueden variar según el nivel de hostilidad. De esta forma, en ocasiones, las acciones de los *hedge funds* son colaborativas, tratando únicamente de comunicarse con el Consejo de Administración o con los directivos para establecer un plan de acción que contribuya a aumentar el valor de la empresa. Sin embargo, en otros casos, sus intervenciones son mucho más hostiles, promoviendo la cesión de poderes sobre paquetes accionariales al objeto de remplazar el Consejo de Administración, demandar a la compañía o intentar tomar el control de la empresa, y haciendo uso de la presión pública y la atención de los medios de comunicación para conseguir sus objetivos.

Los *hedge funds* pueden emplear esta variedad de estrategias de forma secuencial, en función de las diferentes fases de la campaña, pero también pueden utilizarlas de forma simultánea. Además, muchos *hedge funds* activistas actúan de forma conjunta con otros *hedge funds*, desarrollando una estrategia de grupo que les permite limitar la inversión de capital y controlar la exposición al riesgo. En este sentido, una práctica conocida como "*wolf packs*" consiste en varios *hedge funds* activistas operando bajo un acuerdo informal, que generalmente permanece oculto, con el fin de evitar sobrepasar de forma individual los límites de propiedad

que les obligarían a revelar información sobre sus posiciones en las compañías.

Por último, es importante tener en cuenta que los *hedge funds*, al adoptar estrategias activistas, han difuminado las líneas de separación entre ellos y los fondos *private equity*. No obstante, aún es posible encontrar diferencias entre los *hedge funds* activistas y los fondos *private equity*, ya que, sobre todo, estos últimos suelen mantiener su compromiso con las empresas durante un periodo mucho más largo de tiempo, adquieriendo participaciones mucho más significativas en las compañías que les confieren un mayor control sobre las mismas. Inclusive, en determinados casos, los fondos *prívate equity* llegan a adquirir la empresa por completo haciendo que, cuando se trata de una empresa cotizada, ésta deje de cotizar en Bolsa, al menos durante el periodo en el que se produce el proceso de reestructuración y los cambios en el gobierno corporativo (fondos de *leveraged buy-out).*

2.4. OPORTUNIDADES DE INVESTIGACIÓN

Como puede apreciarse a partir de la revisión de la literatura realizada en la Sección 2, el debate sobre la efectividad del activismo accionarial continúa abierto y centrado especialmente en las actuaciones de los activistas más prominentes en la actualidad, los *hedge funds*. Estos fondos presentan una serie de características que les otorgan importantes incentivos para convertirse en activistas, lo cual contribuye a explicar el significativo crecimiento y expansión de esta estrategia, así como su notable rentabilidad. El interés que despierta el activismo de los *hedge funds* se ha puesto de manifiesto en el gran número de estudios e informes que recientemente han tratado de arrojar luz sobre este nuevo fenómeno. Sin embargo, aún quedan numerosos aspectos relacionados con este tópico que, o bien necesitan un mayor esfuerzo investigador a fin de proporcionar más evidencia al respecto, o bien constituyen un nicho en la literatura que aún no ha sido abordado.

En este sentido, como ha podido comprobarse en la revisión de la literatura, la evidencia aportada por los estudios que han tratado de analizar el activismo de los *hedge funds* no es concluyente, ya que, hasta el momento, no hay un claro consenso sobre un número significativo de aspectos relacionados con este activismo. Por ejemplo, existen

discrepancias significativas a la hora de determinar las características que presentan las empresas que prefieren los *hedge funds* para sus campañas activistas, o los efectos que éstos provocan en dichas compañías, especialmente a medio y largo plazo. Es necesario, por tanto, seguir profundizando en el estudio de este tópico al objeto de conseguir resultados más concluyentes, especialmente en lo que respecta a la efectividad del activismo de estos fondos.

Asimismo, el hecho de que la mayor parte de la evidencia aportada sobre el activismo de los *hedge funds* se basa en el estudio de campañas activistas llevadas a cabo por estos fondos en empresas estadounidenses, junto con la mayor importancia que en los últimos años ha empezado a cobrar este fenómeno en Europa, provocan la aparición de nuevas oportunidades de investigación. Y es que, las diferencias institucionales existentes entre EE.UU. y Europa en relación al marco político, legal, cultural etc., las cuales indudablemente afectan tanto a la forma de actuación de los *hedge funds* activistas como a su efectividad, hacen esperar que el activismo que llevan a cabo estos fondos en empresas estadounidenses no presente las mismas características que el activismo de estos fondos en empresas europeas, por lo que, es muy probable, que la evidencia obtenida para el caso de EE.UU no sea generalizable para el caso europeo[31].

Además, como se ha señalado anteriormente en la revisión de la literatura, en Europa, la mayor parte de los trabajos sobre el activismo de estos fondos se centran en países concretos, Alemania e Italia principalmente, o analizan campañas específicas de activismo en determinadas empresas. Las diferencias entre países en relación a los requerimientos de revelación de información dificultan la realización de estudios que incluyan varios países europeos. Tan sólo un trabajo hasta el momento (Becht et al., 2010) analiza una amplia muestra de eventos activistas protagonizados por *hedge funds* en empresas pertenecientes a 15 países europeos. No obstante, este estudio se centra fundamentalmente en el análisis de los rendimientos anormales que genera el activismo en las

[31] Por ejemplo, una de las diferencias institucionales existentes entre EE.UU. y Europa que tiene claramente un efecto en el activismo de los *hedge funds* hace referencia a la prohibición de las *poisson pills* (píldoras venenosas) que existe en Europa, la cual facilita a los *hedge funds* la adquisición de participaciones significativas en las empresas, así como su actividad como facilitadores de OPAs.

compañías, por lo que siguen existiendo numerosos aspectos que necesitan ser analizados. Otros trabajos como los llevados a cabo por Stokman (2007) y Tse (2007) también intentan arrojar luz sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa, pero las muestras de eventos activistas en las que basan sus análisis son mucho más reducidas.

Por todo ello, surge la oportunidad de analizar con mayor profundidad el activismo de los *hedge funds* en Europa, donde además, dadas las diferencias que aún persisten entre los distintos países europeos en cuanto a sus sistemas regulatorios y legales, los niveles de protección a los inversores, las estructuras de propiedad de las empresas, etc., es posible estudiar cómo estos factores institucionales pueden llegar a afectar al activismo de los *hedge funds* en las empresas europeas, cuestión sobre la que, hasta lo que se conoce, ningún trabajo ha presentado evidencia. Todas estas oportunidades de investigación que plantea el activismo de los *hedge funds* en Europa, junto con el interés de este nuevo fenómeno, constituyen la principal fuente de motivación para la realización del presente trabajo de investigación.

Parece obvio, por tanto, que se precisa un mayor esfuerzo investigador en este ámbito para poder arrojar más luz sobre el activismo de los hegde funds en Europa y mejorar así el conocimiento que los partícipes del mercado tienen sobre este fenómeno relativamente reciente en Europa.

CAPÍTULO 3

MARCO TEÓRICO (I): LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN

3.1. Introducción

3.2. Un Nuevo Paradigma en la Ciencia Económica: La Economía de la Información

3.3. Tipos de Asimetrías de Información y Costes Asociados

3.4. Soluciones al Problema de la Información Asimétrica: Señalización, Clasificación y Contratos de Incentivos

3.5. La Teoría de la Empresa: El Problema de Agencia

3.6. Dos Ejemplos de Empresas dónde los Problemas de Agencia son Especialmente Notables: Empresas en Proceso de Arranque y Compañías Inmersas en una Oferta Pública Inicial

3.7. El Papel del Mercado de Control Corporativo en la Reducción de Asimetrías Informativas en las Empresas

3.8. La Economía de la Información y el Activismo de los *Hedge Funds*

3.1. INTRODUCCIÓN

Las investigaciones llevadas a cabo en el campo de la economía de la información estudian las relaciones entre los agentes económicos en situaciones dónde existen asimetrías de información. Los académicos más destacados de esta corriente, entre los que figuran los premios Nobel George Akerlof, Michael Spence y Joseph Stiglitz, defienden que, en la mayoría de los casos, la información disponible para la toma de decisiones es incompleta, lo que afecta de forma significativa al comportamiento de los agentes y, por tanto, de los mercados.

En este contexto, el presente Capítulo, establece un marco de referencia que, partiendo de la premisa de información imperfecta en la que se basa la economía de la información, permite analizar los problemas originados por la información, la incertidumbre y la divergencia de intereses en las relaciones económicas entre los distintos partícipes en la organización empresarial, fundamentalmente entre los propietarios de las compañías (principales) y los directivos de las mismas (agentes). Este problema de agencia entre los miembros de la organización empresarial, junto con la existencia de costes de transacción que impiden su resolución a través de un simple contrato, hacen necesario el gobierno de las empresas, ámbito en el que, como se verá en los siguientes Capítulos, intentan influir los *hedge funds* activistas a fin de favorecer la convergencia de los intereses de los directivos con los de los accionistas, y mitigar las asimetrías de información existentes entre ambos grupos.

El resto del Capítulo se estructura como sigue: en la Sección siguiente se analiza el origen y fundamentos de la economía de la información. En la Sección 3 se abordan los distintos problemas a los que la existencia de asimetrías informativas da lugar, así como los costes asociados a ellas. En la Sección 4 se exponen las distintas soluciones que se han ido planteando para mitigar estos problemas. En la Sección 5 se analiza la problemática de agencia que afecta a la actividad empresarial la cual se deriva de las asimetrías informativas y de la divergencia de intereses entre accionistas y directivos. En la Sección 6 se ilustran dos de los momentos en la vida de las empresas en los que los problemas de agencia son especialmente notables. En la Sección 7 se comenta el papel que desempeña el mercado de control corporativo en la reducción de las asimetrías informativas que afectan a las compañías y, finalmente, en la Sección 8 se presenta la relación entre la economía de la información y el activismo de los *hedge funds*.

3.2. UN NUEVO PARADIGMA EN LA CIENCIA ECONÓMICA: LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN

El pasado siglo ha sido testigo de importantes cambios en la ciencia económica, tanto en el ámbito de las ideas como en el de las metodologías empleadas, pero quizás el cambio que supone una ruptura más significativa con el pasado es aquel que dio lugar a la economía de la información (Stiglitz, 2000). A finales de la década de los sesenta se produjo un cambio en la forma de ver el trabajo por parte de los teóricos de la economía. Anteriormente, la principal preocupación de la teoría microeconómica era el análisis del modelo, totalmente competitivo, de equilibrio general, basado en la maximización del beneficio por parte de las empresas y la maximización de la utilidad por parte de los consumidores (Akerlof, 2002).

Durante más de 100 años, la modelización formal de la ciencia económica se había centrado en modelos en los que se suponía que la información era perfecta, a pesar de ser bien conocido por todos los economistas el hecho de que, en la realidad, esta hipótesis no se cumple con mucha frecuencia, ya que, en casi la totalidad de las transacciones económicas, existen diferencias en la cantidad y la calidad de información de que disponen las partes involucradas.

Se confiaba, pues, en que las economías en las que la información era demasiado imperfecta se parecieran mucho a las economías con información perfecta, aunque más tarde se demostraría que esto no es cierto y que, incluso una cantidad pequeña de imperfección en la información puede tener un profundo efecto sobre la naturaleza del equilibrio[32]. La principal razón por la que los modelos con información imperfecta no se desarrollaron antes se debía a que no estaba claro cómo hacerlo, ya que, mientras que existe una única forma en la que la información es perfecta, hay un número infinito de maneras en las que la información puede ser imperfecta.

A finales de los setenta, la investigación realizada en el terreno de la economía de la información se inició cuestionando cada una de las premisas subyacentes a la síntesis neoclásica, por la que cada uno de los

[32] La principal razón por la que los mercados con información imperfecta difieren de aquellos en los que la información es completa es que, con información imperfecta, las acciones o elecciones realizadas en el mercado transmiten información (Stiglitz, 2002).

agentes económicos resolvía un problema de maximización, con información completa, interactuado en mercados dónde las instituciones no eran necesarias. Una de las claves del éxito de los primeros trabajos del nuevo paradigma de la ciencia económica[33] fue formular modelos sencillos en los que el conjunto de información relevante podía especificarse plenamente, y en los que, consecuentemente, también se podían especificar totalmente las formas concretas en las que la información era imperfecta. Estos sencillos modelos de mercados concretos permitieron valorar minuciosamente cada una de las hipótesis y conclusiones, identificando así características y premisas concretas respecto a la información que parecían ser más relevantes en un mercado que en otro. Se abordaron pues, todo un conjunto de comportamientos realistas, dónde normalmente los agentes que toman decisiones cuentan con información diferente, no idéntica.

La información es un elemento determinante en la toma de decisiones en todas las áreas, sin embargo, en la mayoría de los casos, los agentes económicos no disponen de la misma información en lo referente a las variables más importantes de su elección. Así, se entiende que existe información asimétrica cuando una de las partes involucradas en un contrato no cuenta con toda la información relevante sobre las características del otro contratante[34]. En este sentido, el estudio de la información asimétrica realizado por Akerlof (1970) en su artículo seminal *The Market for 'Lemons*' fue realmente un primer paso en el desarrollo de una macroeconomía conductual, de acuerdo con el espíritu original de la "Teoría General" de Keynes (1936).

En su estudio, Akerlof (1970) proporciona el primer modelo formal que ilustra cómo la información asimétrica puede afectar a los equilibrios de mercado. Este autor basa su análisis en el mercado de automóviles de segunda mano, caracterizado por la existencia de una asimetría informativa entre el vendedor del coche, que conoce la calidad de su vehículo, y el

---

[33] Entre los trabajos que realizan una revisión de la literatura relacionada con la economía de la información se incluyen Stiglitz (1985, 2000), Phlips (1988), Laffont (1989), Hirshleifer y Riley (1992) y Riley (2001).

[34] Por ejemplo, los trabajadores saben más que su empresa respecto a sus capacidades; la persona que subscribe un seguro conoce mejor su salud, riesgo de accidente etc., que la compañía aseguradora. De forma similar, el propietario de un coche lo conoce mejor que los posibles compradores; el gerente de una empresa tiene un mejor conocimiento de la misma que los propios accionistas, o el prestatario tiene un mayor conocimiento del grado de riesgo de su proyecto que el prestamista (Stiglitz, 2002).

comprador, que sólo puede observar el precio al que se vende pero que desconoce el estado en que se encuentra. En este contexto, Akerlof (1970) considera una población de propietarios de coches donde cada uno de ellos debe elegir entre comprar un coche nuevo o mantener el antiguo. Aunque los coches usados parecen similares a los ojos de los compradores potenciales, la calidad real de los vehículos varía de unos a otros. Hay coches de buena calidad y coches de mala calidad (lo que en América se conoce como "limones"). Únicamente el propietario actual, que ha sido el dueño del coche durante un tiempo, conoce la calidad real de éste.

Los compradores actuales intentan anticipar la calidad media de los coches usados que se negocian en el mercado a partir de su experiencia previa. De esta forma, el precio de mercado de los coches usados refleja la calidad media de un coche en el mercado. Tanto los coches de buena como de mala calidad deben venderse al mismo precio puesto que al comprador le resulta imposible apreciar la diferencia entre un coche bueno y un coche malo. Cuando las diferencias de calidad son notables, a aquellos propietarios de coches con una calidad elevada les resultará más conveniente mantener sus coches viejos en lugar de venderlos, ya que no van a poder recibir el valor real de sus coches, lo que a su vez provoca que disminuya la calidad media de los coches presentes en el mercado. Precisamente, este incentivo a retirarse del mercado puede llevar a un equilibrio en el que únicamente se negocian los coches de peor calidad. Por tanto, una de las principales implicaciones del artículo de Akerlof es que las asimetrías de información pueden estrechar los mercados e incluso pueden conducirlos a su desaparición.

El mercado de crédito ofrece otro ilustrativo ejemplo sobre cómo las fricciones informativas pueden disuadir a los acreedores de participar en el mercado ante la exclusión de los proyectos más seguros. En este mercado, los deudores tienen diferentes probabilidades de devolver el capital prestado en función del riesgo de sus proyectos, por lo que el acreedor preferirá aquellos deudores que con una mayor probabilidad vayan a hacer frente a sus deudas, dado que la rentabilidad del acreedor dependerá de la probabilidad de devolución de la deuda por parte de aquellos a los que ha prestado su capital. La tasa de interés es el instrumento utilizado para discriminar entre deudores con proyectos arriesgados y deudores con proyectos seguros. Como el acreedor carece de la información necesaria para poder clasificar a los deudores, éste fija una tasa única que castiga de forma especial a aquellos deudores con proyectos más seguros. La tasa de

interés que maximiza los beneficios del acreedor será *r*, donde la demanda de fondos excederá la oferta de los mismos.

Este exceso de demanda debería corregirse con un aumento de la tasa de interés pagada por los deudores, sin embargo, como los beneficios obtenidos por el acreedor van a depender del reembolso pactado, una elevación del tipo de interés exigido a los prestatarios no lleva consigo necesariamente un incremento correlativo en el rendimiento esperado por el acreedor. Por el contrario, un aumento de la tasa de interés puede provocar que la calidad de los deudores que solicitan financiación disminuya, al expulsar del mercado a aquellos con una menor probabilidad de insolvencia (aquellos que llevan a cabo proyectos menos arriesgados), ya que éstos no esperaran obtener flujos de caja lo suficientemente variables como para afrontar una financiación más cara.

Así, los deudores tendrían que realizar inversiones con un mayor rendimiento y, por tanto, con un riesgo más elevado para poder hacer frente a los mayores pagos financieros a que daría lugar el aumento del tipo de interés. Es por ello por lo que la tasa de interés que maximiza el beneficio del acreedor, *r*, genera un exceso de demanda sobre oferta que obliga a racionar el crédito disponible (autores como Stiglitz y Weiss, 1981; Jaffee y Russell, 1976; Besanko y Thakor, 1985; o Chan y Thakor, 1987 abordan en profundidad el tema del racionamiento del crédito).

Además, las asimetrías de información también afectan a las decisiones sobre emisión de acciones-inversión, siendo de gran ayuda a la hora de proporcionar una explicación sobre la existencia de limitaciones en el uso de financiación con acciones. Myers y Majluf (1984) analizan el problema de selección adversa que surge cuando una empresa emite acciones con el fin de obtener la financiación necesaria para llevar a cabo un proyecto de inversión. Estos autores explican cómo, dentro de un sector específico, las empresas podrían parecer idénticas a los ojos de los inversores desinformados, que les otorgarían un valor similar a pesar de que éstas difieran significativamente.

De acuerdo con lo anterior, aquellas empresas con una rentabilidad inferior a la media estarán sobrevaloradas por el mercado de valores, por lo que preferirán financiar los nuevos proyectos emitiendo nuevas acciones. Por el contrario, aquellas empresas con una rentabilidad superior a la media estarán infravaloradas y, por tanto, les resultará costoso expandirse emitiendo acciones. Así, en un contexto de información asimétrica, las

empresas de "baja calidad" (con bajas rentabilidades) elegirán financiarse con acciones y, por consiguiente y crecerán más rápidamente que las empresas de "alta calidad", lo que implica que el mercado de valores pasaría gradualmente a estar dominado por "limones".

3.3. TIPOS DE ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN Y COSTES ASOCIADOS

Las asimetrías informativas en los mercados plantean diversos problemas entre los que destacan la selección adversa y el riesgo moral. La selección adversa surge cuando un individuo tiene características ocultas, es decir, características que él conoce pero que son desconocidas para la otra parte de la transacción económica. Si utilizamos el mercado de crédito para ilustrar esta problemática resultado de las asimetrías de información, diremos que un acreedor padece selección adversa cuando no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el momento de asignar el crédito (ver Figura 7). Bajo un contrato de deuda, y a igualdad de valor esperado, el acreedor prefiere los contratos más seguros mientras que el deudor prefiere los más arriesgados. En este contexto, los emprendedores de los proyectos con mayor riesgo encuentran conveniente ocultar la verdadera naturaleza del proyecto, explotando así la desinformación relativa del acreedor (Bebczuk, 2000). Como se ha comentado anteriormente, Akerlof (1970) fue el primero en mostrar cómo las asimetrías de información pueden producir selección adversa en los mercados.

Figura 7. Selección Adversa

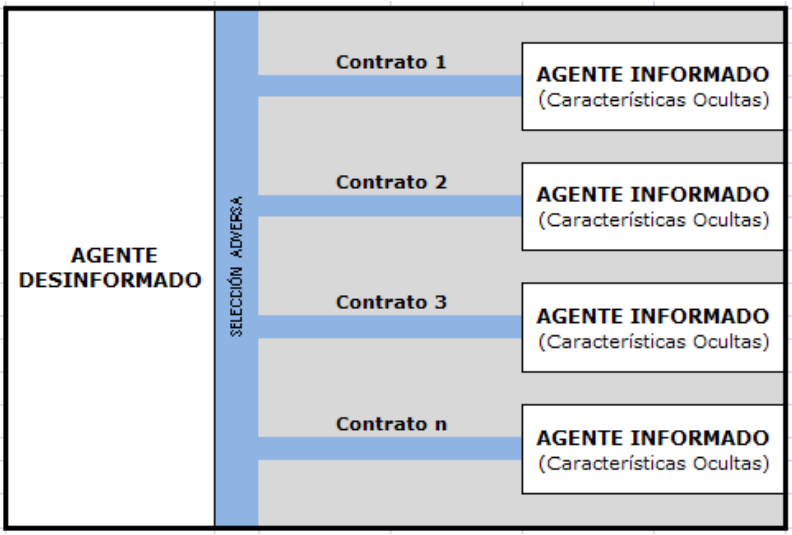
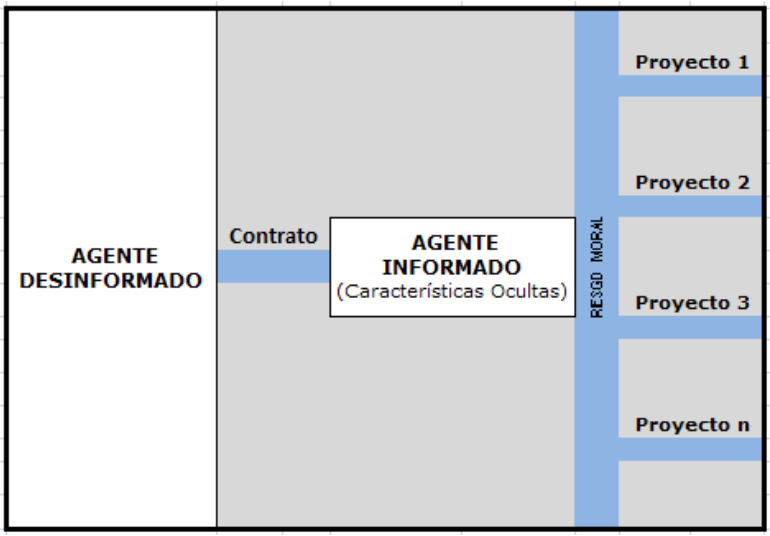


Figura 8. Riesgo Moral



Por otro lado, Arrow (1963) señaló una nueva categoría de problemas derivados de las asimetrías de información: problemas de incentivos o riesgo moral. Éstos surgen cuando una de las partes de la transacción económica realiza acciones ocultas, es decir, acciones que esa parte conoce pero que la otra parte no puede observar. Aunque la información de todos los participantes sea la misma en el momento en que establecen una relación o firman un contrato, puede aparecer un problema informativo cuando uno de ellos obtiene *a posteriori* información privada, toma una decisión o realiza una acción que no es observable por el otro participante (ver Figura 8). Utilizando el ejemplo anterior, se entiende por riesgo moral la habilidad del deudor para aplicar los fondos a un uso distinto al acordado con el acreedor, amparado en la información y control parciales con que cuenta éste último. En este caso, cuando los recursos prestados para un proyecto específico se aplican a operaciones o proyectos sujetos a riesgos muy por encima de lo previsto en la negociación inicial, los resultados serán compartidos por el implicado directamente en la operación, pero también por el acreedor.

Como principal diferencia entre estas dos formas de información asimétrica, cabe señalar que la selección adversa aparece antes de que se establezca la relación o se firme el contrato entre las partes, mientras que el riesgo moral surge después. Además, es necesario indicar que, como consecuencia de la complejidad e incertidumbre asociadas a la creación de un contrato y derivadas de la existencia de asimetrías y sesgos de

información, aparecen los denominados costes de transacción. Estos costes empiezan a generarse de forma previa a la firma del contrato y se siguen produciendo durante su negociación y ejecución, por eso es posible dividirlos en costes "ex ante" y costes "ex post". Los primeros son los derivados de las acciones y tareas implicadas en el establecimiento del contrato y se pueden resumir en: 1) costes de información, 2) costes de negociación y 3) costes de garantía o cumplimiento del contrato. Por su parte, los costes "ex post" pueden adoptar varias formas: 1) costes de mala adaptación, 2) costes de regateo, 3) costes de establecimiento y administración, y 4) costes de asegurar los compromisos adquiridos (Williamson, 1979).

3.4. SOLUCIONES AL PROBLEMA DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA: SEÑALIZACIÓN, CLASIFICACIÓN Y CONTRATOS DE INCENTIVOS

De acuerdo con lo explicado anteriormente, existe una clara consciencia de la existencia de vacíos informativos que afectan y modifican el comportamiento de numerosos mercados. Pero, ¿cómo evitar las distorsiones y disfuncionalidades de los mercados resultado de las asimetrías informativas? Precisamente, dar respuesta a esta cuestión ha sido la principal fuente de motivación que lanzó a Spence (1973) a la búsqueda de lo que denominó señales[35], las cuales transmiten información de una forma constante y en equilibrio, desde quienes poseen más información hacia aquellos que tienen menos[36]. De esta forma y bajo ciertas condiciones, los individuos bien informados pueden mejorar los resultados de sus transacciones al señalizar adecuadamente su información privada a aquellos que tienen un menor conocimiento.

Con el fin de introducir de forma sencilla el concepto de señalización, se utilizará el ejemplo de la educación en el contexto del mercado de

[35] Aunque la teoría de la señalización se le atribuye a Spence, éste término ya había sido utilizado con anterioridad por Robert Jervis (Spence, 2002).

[36] Akerlof (1970) ya hace referencia en su artículo seminal a la aparición de diversas instituciones que tienen por objetivo contrarrestar los efectos de la incertidumbre.

trabajo[37]. En este mercado, los empleados potenciales tienen atributos que el empleador no puede observar, pero que son de gran interés para éste ya que influyen en la productividad del individuo. Cuando el empleador realiza un contrato de trabajo, éste no conoce con certeza las capacidades productivas de los candidatos. El empleador necesita un tiempo para conocerlas, por lo que ha de tomar la decisión de contratación en un marco de incertidumbre. No obstante, lo que el empleador sí puede observar es un conjunto de características y atributos que en última instancia determinan la valoración que éste realiza de cada uno de los candidatos a ser contratados.

De estos atributos observables que presentan los individuos, algunos de ellos son inalterables, los cuales reciben el nombre de "índices" (por ejemplo, el sexo, la edad, el origen social y étnico, la religión, etc.), mientras que otros pueden ser manipulados por el individuo. Estos últimos se denominan "señales". Así, por ejemplo, la educación puede considerarse como una señal, ya que el candidato al puesto de trabajo puede modificarla invirtiendo tiempo y dinero en ella (costes de señalización). Puesto que la educación sí es alterable por los sujetos, se considera que los certificados educativos constituyen una especie de "filtro" que sirven a los empleadores para identificar aptitudes y capacidades de los demandantes de empleo y, por ello, éstos procurarán obtener mayores niveles de educación para que sus certificados sirvan como "señales" que orienten a los empleadores sobre su productividad o sus habilidades.

Además, los candidatos elegirán aquellas señales (en este caso la educación) que maximicen la diferencia entre los salarios ofrecidos y los costes de señalización. A través de la contratación de individuos y la posterior observación de cómo las capacidades productivas se relacionan con las señales que muestran los individuos, el empleador obtendrá un *feedback* del mercado de trabajo que le ayudará a ajustar sus valoraciones probabilísticas generándose un nuevo ciclo que dará lugar a otro, y así sucesivamente, hasta alcanzar el equilibrio.

Es importante indicar que, para que una señal tenga éxito y consiga mitigar las consecuencias de la información asimétrica, es necesario que

[37] Este es el ejemplo utilizado por Spence (1973) para desarrollar un sencillo modelo que ilustra las definiciones y propiedades de los equilibrios de señalización. Ver también el trabajo realizado por Spence (1974).

ésta resulte excesivamente costosa para aquellos individuos con una menor capacidad para el desempeño del trabajo, por lo que la habladuría barata o *cheap talk* resulta ineficaz. Además, de este intuitivo ejemplo que se ha presentado también puede extraerse que algunos individuos estarán interesados en transmitir información, mientras que otros preferirán justo lo contrario, bien porque tal información puede hacer que empeore su imagen ante los demás, o bien porque la transmisión de información puede influir negativamente en su capacidad de apropiarse de rentas. En cualquiera de los dos casos, el hecho de que las acciones transmitan información lleva a los individuos a modificar su comportamiento, e implica necesariamente un cambio en el funcionamiento de los mercados. Esta es la causa por la que las imperfecciones de la información tienen efectos tan profundos.

Este mismo esquema puede aplicarse a múltiples mercados de bienes y servicios. Así, por ejemplo, en el mercado de crédito, la literatura menciona dos tipos de señales principales que contribuyen a trasmitir información sobre la verdadera naturaleza de un prestatario: las garantías y los fondos propios. Las garantías están dadas por activos del deudor que pasan automáticamente a propiedad del acreedor en el caso de que los ingresos derivados del proyecto no permitan devolver la deuda en su totalidad. Por ello, un deudor que ofrece una garantía para cubrir parte de la deuda en la contingencia de que el proyecto naufrague está implícitamente informando de que la probabilidad de éxito de dicho proyecto es alta, ya que el deudor perderá el activo empeñado en caso de que el proyecto fracase.

Por otro lado, el aporte de fondos propios constituye otra manera de diferenciarse en el mercado y trasmitir información sobre la verdadera naturaleza del prestatario. Es otra señal que suele emplearse en los mercados financieros puesto que, de esta forma, se liga la suerte personal del deudor a la del proyecto, expresando su confianza en el mismo, al tiempo que se acota la responsabilidad limitada de éste. En este sentido, Leland y Pyle (1977) desarrollan un modelo relacionado con la estructura de capital y el equilibrio financiero en el que los empresarios buscan financiar proyectos cuyas características reales sólo ellos conocen. En este contexto, estos autores muestran cómo puede transferirse información relativa a la calidad de los proyectos siempre y cuando puedan observarse ciertas acciones de los empresarios. Una de estas acciones observables es, por ejemplo, la “buena disposición” de las personas con información interna a

invertir en el proyecto, dado que ello puede servir de señal al mercado de crédito sobre la calidad real del proyecto, permitiendo a los prestamistas de fondos asignar un valor al proyecto que refleje la información trasferida a través de la señal.

Los dividendos son también una señal utilizada por la dirección de las empresas[38] en los mercados financieros. Los modelos de señalización con dividendos desarrollados por Bhattacharya (1979), John y Williams (1985), y Miller y Rock (1985)[39] predicen que los anuncios de dividendos transmiten información sobre los flujos de caja actuales y/o futuros en un contexto de información asimétrica dónde los inversores externos no disponen de la misma información que la dirección de la compañía sobre los ingresos actuales y las oportunidades futuras. Por tanto, si los directivos tienen información sobre los flujos de caja actuales y futuros que los inversores no tienen, éstos últimos interpretarán un aumento de los dividendos como una señal de que los directivos confían en que podrán mantenerse pagos elevados, es decir, esta señal anticipa flujos de caja más elevados de forma constante. Por el contrario, una disminución del dividendo será interpretada como una señal de que la dirección espera flujos de caja inferiores.

En línea con las predicciones de los modelos de señalización con dividendos, Johnson et al. (2006) obtienen que aquellos fondos de inversión cerrados que adoptan políticas explícitas comprometiéndose a pagar un dividendo mínimo, experimentan reducciones en el descuento de su precio, cotizan con descuentos inferiores a otros fondos, obtienen mayores rendimientos anormales después de adoptar dicha política, y sus gestores se mantienen en su puesto durante más tiempo que el resto. Todo ello sugiere que, a través de la política de dividendos, estos fondos pueden corregir infravaloraciones por parte del mercado. Brickley (1983) también apoya la idea de que las decisiones sobre dividendos pueden interpretarse por el mercado como señales sobre las perspectivas de la empresa, sin embrago, este autor distingue entre dividendos regulares (a los que denomina sin etiqueta) y dividendos especiales ocasionales (extra,

[38] Al igual que los dividendos, algunos estudios señalan que las recompras de acciones también pueden servir como señal de que la empresa está infravalorada (véase, por ejemplo, el trabajo realizado por Persons (1997)).

[39] Allen y Michaely (1995) proporcionan un completo resumen de la literatura relacionada con la política de dividendos.

especiales, a cierre de ejercicio), y observa diferencias en la señal o mensaje transmitido. De hecho, obtiene evidencia de que los aumentos de dividendos regulares son los que transmiten una información más positiva.

No obstante, otros estudios como el llevado a cabo por DeAngelo et al. (1996) argumentan que las decisiones sobre dividendos no deben considerarse señales fiables a la hora de identificar empresas con ingresos futuros superiores, principalmente debido a dos razones. En primer lugar, porque un optimismo excesivo puede llevar a los directivos a sobreestimar los ingresos futuros y, en segundo lugar, porque al aumentar los dividendos la dirección tan sólo lleva a cabo pequeños compromisos de efectivo, lo que socava la credibilidad de dichas señales. Además, Amihud y Li (2006) sostienen que la capacidad informativa de los dividendos ha ido reduciéndose a lo largo del tiempo, en parte debido a la creciente presencia de los inversores institucionales en el accionariado de las empresas, los cuales pueden considerarse más sofisticados y mejor informados.

Por otro lado, aunque la conducta de los individuos no está condicionada ni por el pasado ni por el futuro, es cierto que, el pasado, a través de la reputación, puede desempeñar un papel señalizador. La reputación podría definirse como la estimación de la consistencia de un atributo de un individuo a lo largo del tiempo. Esta estimación se basa en la disposición y la habilidad para llevar a cabo una actividad de forma similar repetidamente. Por ello, la reputación puede considerarse como un agregado de todas las acciones previas a lo largo de la vida de un individuo, es decir, una noción histórica que requiere consistencia en la acciones de un individuo a lo largo de un periodo prolongado de tiempo.

Por ejemplo, si un deudor tiene una historia crediticia cuestionable con un cumplimiento dudoso de sus compromisos financieros asumidos, con tal reputación, es muy probable que los potenciales acreedores se muestren reticentes a proporcionarle crédito, o lo hagan a un coste muy elevado. Si bien las actuaciones pasadas no determinan las actuaciones presentes, en un ambiente de información asimétrica, el acreedor tendrá en cuenta toda señal informativa que tenga a su alcance. Jing y Lei (2007) también proporcionan otro ejemplo de cómo la reputación puede ejercer un papel señalizador. Estos autores basan su estudio en mercados de productos tecnológicos cuya calidad únicamente puede apreciarse en el momento de su consumo, y demuestran que en dichos mercados donde existen claras asimetrías de información, los consumidores utilizan la

reputación de las compañías, que constituye un claro reflejo del comportamiento de la empresa a lo largo del tiempo, para identificar la calidad de sus productos.

Por último, es importante destacar el papel desempeñado por las "agencias de información" en el contexto de la señalización. Estas agencias, tales como las agencias de *rating* o empresas de consultoría, adquieren y procesan información con el propósito de certificar la calidad de los activos (Millon y Thakor, 1985). Como se acaba de exponer, en un contexto de información asimétrica, aquellos agentes con activos de elevada calidad tienen incentivos para desvelar su naturaleza superior, por lo que estarán interesados en la certificación de la misma. Por ejemplo, en el mercado de crédito, las calificaciones crediticias pueden proporcionar una señal muy útil a los inversores potenciales sobre la calidad crediticia de un emisor, ya que éstos utilizarán dicha calificación para inferir la calidad real del bono y, por tanto, le asignarán un precio de acuerdo a ésta (Partnoy, 1999; Rousseau, 2006).

De acuerdo con lo anterior, aquellos agentes con activos de baja calidad elegirán no señalizar la calidad crediticia absteniéndose de adquirir tales calificaciones. Sin embargo, las agencias de *rating*, por ejemplo, también proporcionan calificaciones sin que éstas hayan sido solicitadas. Estas calificaciones revelan, en ocasiones, la escasa solvencia de las empresas, contribuyendo así a contrarrestar el sesgo derivado de la compra de calificaciones que surge cuando estas agencias venden calificaciones favorables para ganar o mantener su cuota de mercado (Rousseau, 2006).

De hecho, debe tenerse en cuenta que únicamente se considerarán creíbles y exactas las calificaciones cuando éstas cumplen tres condiciones. En primer lugar, la agencia calificadora debe contar con capital reputacional en la actividad calificadora. La actuación de la agencia calificadora se valora en función de lo acertadas que hayan sido sus predicciones en relación con los hechos observables acontecidos con posterioridad a dichas predicciones (Ramakrishnan y Thakor, 1984). En segundo lugar, el valor del capital reputacional de una agencia debe ser superior a los posibles beneficios que pueda obtener de una calificación falsa y, por último, los servicios de la agencia calificadora deben ser costosos estando dicho coste relacionado con la asimetría de información asociada con la empresa a la que califica (Partnoy, 1999).

Como puede verse, Spence (1973) aportó una primera solución al problema de la asimetría de información con su teoría de la señalización. Sin embargo, años más tarde, Rothschild y Stiglitz (1976) desarrollaron una segunda solución al problema de las asimetrías informativas, que consiste en ofrecer a los agentes una gama de contratos para motivarlos a revelar información. En la señalización, la parte que carece de información vuelca el peso de la prueba en aquella parte que más informada. Sin embargo, en esta segunda solución, denominada clasificación (en inglés *screening*), los agentes desinformados toman la iniciativa ofreciendo distintos tipos contratos y dejando que cada individuo informado elija aquel que mejor se ajuste a sus necesidades, revelando así parte de su información privada.

En este sentido, se va a utilizar el modelo del mercado de seguros utilizado en Rothschild y Stiglitz (1976)[40] para explicar con más detalle en qué consiste la clasificación o *screening*. Si los proveedores de seguros dispusieran de la misma información que los compradores, entonces las compañías aseguradoras tendrían la misma información sobre los riesgos de los solicitantes de seguros que los propios solicitantes. De este modo, las compañías aseguradoras podrían cobrar un precio elevado por asegurar a aquellos solicitantes con mayor riesgo y un precio más reducido por asegurar a aquellos solicitantes con menor nivel de riesgo. Sin embargo, se asume que los individuos que solicitan un seguro conocen su nivel de riesgo mientras que esta información es desconocida para las compañías aseguradoras, en otras palabras, los solicitantes de seguros cuentan con información privada.

En un intento de resolver su desventaja informativa, las compañías aseguradoras ofrecerán dos tipos distintos de contratos de seguro. El primer contrato ofrecerá una cobertura completa a un precio elevado y el segundo contrato ofrecerá una cobertura parcial a un precio más bajo. Aquellos individuos con un perfil de riesgo más elevado preferirán el primer tipo de contrato, mientras que aquellos con un menor nivel de riesgo se decantarán por el segundo tipo. Esto es, la información de que disponen los solicitantes de seguros, y no las compañías aseguradoras, les hará elegir diferentes tipos de contratos de seguros revelando así su información. Los dos tipos de contratos separan o apartan (*screen*) a los solicitantes con un

[40] Stiglitz (1975) utiliza el término "screening" para referirse a lo que hoy se conoce como "signalling". Es importante indicar que, en la literatura temprana, los términos "*screening*" y "*signalling*" con frecuencia se utilizaban indistintamente.

elevado riesgo de aquellos con menor riesgo. Así, es posible forzar a los solicitantes a realizar elecciones de forma que revelen sus características y elijan de la manera que desearían las aseguradoras si sus características fuesen conocidas públicamente. Es un mecanismo de autoselección.

Finalmente, entre las soluciones aportadas para aminorar los efectos del riesgo moral figuran los contratos de participación o de incentivo. Siguiendo con el ejemplo anterior, el modo óptimo de inducir a los asegurados a comprometerse a realizar un esfuerzo para reducir las posibilidades de pérdida consiste en hacerles también partícipes de una parte del riesgo. Los incentivos de los agentes asegurados para esforzarse en la prevención de la pérdida dependen de sus niveles de ingreso (o utilidad) relativos, en escenarios de accidente versus no accidente. Por tanto, los contratos de participación son el instrumento adecuado para el reparto del riesgo entre el asegurador y el asegurado. Cuanta mayor sea la cobertura proporcionada al asegurado, menor incentivo tendrá éste para evitar accidentes y el riesgo moral será exacerbado. Como resultado, un contrato de seguro óptimo debe valorar tanto los beneficios de una cobertura completa como los costes implícitos derivados de los mayores problemas de riesgo moral (Smith y Stutzer, 1995).

Stiglitz (1974) fue uno de los primeros autores en abordar la problemática de incentivos en contextos de información asimétrica analizando el contrato de aparcería según el cual el trabajador entrega la mitad (a veces dos tercios) de la producción al propietario como pago por el uso de sus tierras. El problema de información subyacente reside en que no se puede observar el esfuerzo del trabajador y sólo puede verse su producción, por tanto, la aparcería representa un compromiso entre intereses contrapuestos respecto a la forma de compartir los riesgos y los incentivos. En esta línea se encuentran los contratos de incentivos que vinculan el pago a la obtención de un determinado resultado, basándose en la idea de que el resultado, generalmente, esta correlacionado con el nivel de esfuerzo. Este tipo de contratos se utilizan frecuentemente para

controlar los problemas de riesgo moral a los que se enfrentaban las corporaciones modernas por parte de sus directivos[41].

Como conclusión general puede decirse que, aunque estos mecanismos que se han ido describiendo contribuyen a aliviar las consecuencias de la información asimétrica, ninguno de ellos soluciona el problema informativo por completo. Por tanto, bajo la hipótesis de asimetrías de información, los mecanismos de mercado se consideran insuficientes en la coordinación de las decisiones individuales.

3.5. LA TEORÍA DE LA EMPRESA: EL PROBLEMA DE AGENCIA

De acuerdo con la teoría tradicional que presume la existencia de información perfecta, las empresas sencillamente maximizan el valor actual neto de los beneficios esperados, el cual coincide con el valor de mercado, importando poco las discrepancias sobre lo qué debería hacer la empresa. En ese contexto, el gobierno de las empresas, es decir, cómo se toman las decisiones empresariales, carece de importancia. Sin embargo, se ha demostrado que, en la realidad, dónde existen claras asimetrías de información entre los distintos agentes que participan en las empresas, el gobierno tiene mucha relevancia (Stiglitz, 2002). De hecho, el valor de mercado de una empresa no sólo depende del valor de mercado de sus factores, sino que también depende de la estimación que realice el mercado en relación a la forma en que la dirección gestionará esos factores.

Berle y Means (1932) ya señalaron que la separación entre la propiedad y el control que caracteriza a la compañía cotizada moderna tiene importantes consecuencias para la teoría de la empresa. Los economistas clásicos asumían que la empresa recibía capital de una persona o de un grupo reducido de inversores, los cuales se encargaban de dirigir y gestionar la compañía obteniendo los beneficios o sufriendo las pérdidas de ésta en función de su diligencia y talento para dirigirla. Sin embargo, Berle y Means (1932) defienden que dicho supuesto no tiene validez para las

[41] Esta problemática será abordada con más detalle en la próxima Sección. Bernardo et al. (2001), Kadan y Swinkels (2008), Sung (2005), Khanna (1998) y Levine y Hughes (2005) analizan el papel incentivador que desempeñan los sistemas de retribución dirigidos a la dirección de la empresas en presencia de asimetrías de información.

grandes empresas actuales que cotizan en los mercados bursátiles. Aquellos que disponen de un capital personal suficiente para financiar las inversiones que necesita una empresa no necesariamente tienen también la capacidad y la voluntad para dirigirla, mientras que aquellos que poseen habilidades directivas pocas veces cuentan con la riqueza personal suficiente para financiar las inversiones. Berle y Means (1932) explican este cambio de la siguiente forma:

"El típico negocio del siglo XIX, propiedad de individuos o de pequeños grupos de inversores era dirigido directamente por ellos o por personas designadas por éstos, y estaba principalmente limitado en tamaño por la riqueza personal de los individuos que lo controlaban. Estos negocios han sido suplantados en gran medida por grandes compañías en las que decenas e incluso centenas o miles de trabajadores [...] y activos por valor de cientos de millones de dólares, pertenecientes a decenas e incluso centenas o miles de individuos, que se combinan a través de un mecanismo corporativo en una organización de producción única bajo una dirección y supervisión unificadas".

Estos autores anuncian que un cambio fundamental ha tenido lugar en la naturaleza de las empresas: se ha producido una separación irreversible entre la propiedad y el control (ver también Jensen, 1983), disolviéndose el nexo tradicional entre la inversión, la toma de decisiones y la obtención de beneficios, lo que inevitablemente da lugar a la aparición de un conflicto de intereses entre los accionistas que detentan la propiedad de la empresa y los encargados de la dirección y gestión de la misma.

Cuando aquellos que dirigen la empresa poseen el 100% del capital de la misma y, por consiguiente, sus correspondientes derechos, tomarán aquellas decisiones que maximicen su utilidad en términos de beneficios, soportando íntegramente los costes asociados. Sin embargo, cuando poseen menos del 100% del capital de la empresa, éstos van a soportar únicamente una parte de los costes asociados a los beneficios privados que obtengan, por lo que maximizarán su utilidad mediante un consumo mayor de estos últimos. Además, a medida que la participación de los directivos en el capital de la empresa se reduce, su tendencia a apropiarse de los recursos de la entidad a través de privilegios va a incrementarse.

Asimismo, cuando su participación en el capital de la empresa es inferior al 100%, más allá de su prestigiosa posición jerárquica, los directivos son meros empleados de los propietarios-accionistas de la

empresa y, en consecuencia, como se acaba de comentar, sus interesos no siempre estarán alineados con los de sus empleadores. No obstante, a diferencia de otras relaciones laborales, los directivos gozan de una gran discrecionalidad y control sobre los fondos y decisiones de la compañía. De hecho, pueden tomar decisiones que mejoren su posición a costa de los intereses de los accionistas, sin que éstos puedan controlarlos sin incurrir en costes[42] debido principalmente a las asimetrías de información existentes entre ambos.

Este problema derivado de la existencia de información asimétrica en el seno de la empresa y basado en las discrepancias de intereses entre un principal (los accionistas) que delega el control y, por tanto, la autoridad de decisión de la empresa en un agente (la dirección de la empresa), con funciones de utilidad dispares, se ha denominado precisamente problema de agencia (véase, por ejemplo, Jensen y Merckling, 1976; Fama, 1980; o Barnea et al., 1985)[43].

La delegación que se produce en la relación de agencia tiene así una faceta positiva, la de unificar la gestión cotidiana de la empresa en profesionales competentes, y una negativa, la de dotar de notable poder sobre los activos empresariales a terceros con intereses distintos a los de los accionistas. Los directivos, que conocen mejor el negocio que la mayoría de los accionistas, se hallan pues en una posición privilegiada para obtener un beneficio personal a expensas de los accionistas, carentes de la información y el control suficientes para evitar dichos comportamientos oportunistas. Esta discrecionalidad directiva es fruto de la imposibilidad de establecer contratos completos que recojan todas las obligaciones de cada partícipe en la relación contractual ante cualquier eventualidad que se produzca.

---

[42] Este problema derivado de la tendencia del gerente a apropiarse de ciertos privilegios para satisfacción propia con cargo a los beneficios empresariales puede mitigarse mediante el gasto de recursos por parte de los accionistas en actividades de control y seguimiento: auditorías, sistemas formales de control, restricciones presupuestarias o sistemas de incentivos compensatorios. Además, el gerente también puede incurrir en una serie de "costes de fidelidad" para alinear sus intereses con los del resto de accionistas, tomando dichos costes la forma de garantías contractuales para que un auditor externo audite las cuentas de la compañía, cláusulas explícitas en caso de malversación y limitaciones contractuales sobre el poder del gerente (Jensen y Merckling, 1976).

[43] Ross (1973) define la relación de agencia como aquella que surge entre dos o más partes cuando una de ellas, el agente, actúa para, en nombre de, o como representante del otro, el principal, en la toma de decisiones.

Principalmente, existen dos conductas de los directivos susceptibles de afectar al valor de la empresa (Bebczuk, 2000). La primera de ellas está relacionada con el esfuerzo de éstos de acuerdo con el coste y los beneficios que se derivan de dicho esfuerzo. En este sentido, cabe indicar que el esfuerzo de los directivos es difícilmente observable por los accionistas, ya que éstos no disponen de los conocimientos ni del tiempo necesarios para controlar en detalle las decisiones que toman. Es por ello que, en ocasiones, el oportunismo de los directivos toma la forma de un menor esfuerzo, dando lugar al origen de un conflicto con los accionistas, dado que el desempeño de la empresa tiende a mejorar con la dedicación de los directivos a su trabajo, bien porque evalúan con más detenimiento las alternativas de inversión abiertas a la empresa, o bien porque supervisan con mayor dedicación la actividad cotidiana de sus empleados. Sin embargo, en principio, un mayor esfuerzo por parte de la dirección suele implicar mayores ganancias empresariales pero no necesariamente una mayor remuneración para éstos. Es más, un mayor esfuerzo suele conllevar un importante coste para los directivos, materializado en la pérdida de bienestar que sufren en términos de menos horas de ocio y mayor estrés laboral.

La segunda conducta resultado de las asimetrías informativas es la inversión subóptima, es decir, la tendencia a elegir proyectos de baja productividad pero de alto beneficio personal para los directivos. De acuerdo con las directrices de la junta de accionistas, la política de inversión de la empresa debe estar regida por un principio muy sencillo de enunciar, pero muy difícil de supervisar: escoger aquellos proyectos que originen mayores ganancias netas. Sin embargo, los directivos están tentados a separarse de esta regla siempre que puedan asignar fondos a usos que incrementen su bienestar o poder personal dentro de la corporación, maximizando la riqueza corporativa[44] antes que la riqueza de los accionistas. Estas inversiones aumentan el poder, el prestigio y el potencial de promoción de los directivos, pero no necesariamente mejoran el valor de la empresa.

[44] Por riqueza corporativa se entiende todas aquellas inversiones sobre las que el gerente tiene incumbencia y manejo directo tales como la expansión del tamaño de la empresa, la construcción de oficinas más amplias y suntuosas en localizaciones más cotizadas y la anexión de otras empresas, entre otros.

Además, a la hora de tomar una decisión, la dirección debería establecer los diferentes cursos de acción alternativos y las consecuencias de mercado de dichas alternativas. Como la dirección es la que tiene un mayor conocimiento y experiencia para realizar dicho análisis, a los accionistas les resulta difícil juzgar si ésta ha tomado la decisión más adecuada para la empresa. En caso de que el proyecto culminase sin éxito, cabría la posibilidad de preguntarse si el fallo se debió a la mala suerte o a condiciones desfavorables del entorno, si la dirección eligió el mejor proyecto de todos los posibles, los cuales ofrecían un bajo rendimiento, si fue la dirección la que no valoró correctamente la distribución de resultados del proyecto elegido, o si ésta tomó la decisión priorizando objetivos distintos a la maximización del valor de la empresa (Stiglitz, 1972).

Así, los directivos gozan de una discrecionalidad que generalmente choca con los deseos y aspiraciones de los propietarios. Además, cuanto más diluidos están los derechos de propiedad de una empresa, como indicaban Berle y Means (1932), mayores son las dificultades de sus accionistas para asegurarse de que la gestión de la dirección está encaminada a maximizar su utilidad (de los accionistas), dado que los costes en que éstos han de incurrir para controlar a los directivos son muy altos, al tiempo que los beneficios potenciales son bajos.

En consecuencia, la dispersión de la propiedad en manos de accionistas minoritarios que no disponen de la información necesaria (ni de los incentivos para obtenerla) para ejercer los derechos de control que poseen, junto con las dificultades de acción colectiva a las que éstos se enfrentan resultado de una mezcla de apatía entre ellos y su actitud de *free riders*, provoca que los derechos de control de los directivos terminen siendo mayores de lo que serían si los accionistas estuviesen activamente involucrados en el cumplimiento de los contratos. Aparece así la necesidad de poner en marcha una serie de mecanismos encaminados a alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, a aumentar la supervisión y control ejercido sobre la dirección y a reducir, por tanto, las asimetrías de información existentes entre ambos grupos.

Por último, es necesario señalar que, en aquellas empresas con un accionista dominante, el principal problema de agencia es frecuentemente la expropiación que experimentan los pequeños accionistas por parte de aquellos accionistas que controlan la empresa, más que la expropiación que pueden realizar los directivos a los accionistas (Shleifer y Vishny, 1997).

Aquellos accionistas que tienen una participación significativa en una empresa tienen suficientes incentivos para recopilar información y usar su poder de voto para conseguir recursos de la empresa o para disfrutar de beneficios corporativos sin compartirlos con los accionistas minoritarios.

Surge así una asimetría de información entre los accionistas minoritarios y aquellos que tienen el control y utilizan su ventaja informativa para obtener beneficios privados, en lugar de utilizarla para ejercer una mayor supervisión sobre los directivos de la empresa compartiendo con el resto de accionistas los beneficios provenientes de este mayor control. Este trabajo de investigación se centrará principalmente en el primer problema de agencia resultado de las asimetrías de información entre los accionistas y la dirección de la empresa. No obstante, el segundo tipo de problema de agencia se abordará con cierto detalle en el Capítulo 7.

3.6. DOS EJEMPLOS DE EMPRESAS DÓNDE LOS PROBLEMAS DE AGENCIA SON ESPECIALMENTE NOTABLES: EMPRESAS EN PROCESO DE ARRANQUE Y COMPAÑÍAS INMERSAS EN UNA OFERTA PÚBLICA INICIAL

Aunque los problemas de agencia están presentes durante toda la vida de la empresa, es cierto que existen dos momentos en los que éstos se hacen más evidentes y cuyo análisis, por tanto, puede servirnos para comprender mejor los conflictos de intereses existentes entre los directivos y accionistas, así como los mecanismos que éstos últimos ponen en marcha para intentar controlar tales divergencias y las señales emitidas desde la empresa para aminorar las asimetrías informativas existentes. De acuerdo con lo anterior, resulta interesante analizar los problemas de agencia que se ponen de manifiesto en las primeras etapas de las empresas, especialmente de aquellas que están vinculadas al ámbito tecnológico y que reciben financiación de entidades de capital riesgo, además de la problemática de agencia que afecta a las compañías en el momento de realizar su primera emisión de acciones.

Varios trabajos se han centrado en los problemas de riesgo moral e incertidumbre presentes en la financiación de las empresas en proceso de arranque o de crecimiento (en inglés *start-ups*) por parte de entidades de

capital riesgo (*venture capital firms*). Éstas reúnen dinero de individuos e instituciones para invertirlo en negocios nuevos con un alto potencial pero también con un elevado riesgo. Las asimetrías de información asociadas a estas empresas de nueva creación hacen que el gobierno de éstas sea extremadamente importante, por lo que las entidades de capital riesgo revisan los planes de negocio de estas jóvenes empresas y diseñan contratos con la dirección de las mismas con el fin de minimizar los costes de agencia potenciales. En este sentido, Sahlman (1990) describe varios mecanismos de control empleados por las entidades de capital riesgo para gestionar dichos costes de agencia. Uno de los mecanismos que ha recibido una atención significativa en la literatura son las inyecciones escalonadas de capital[45].

Wang y Zhou (2004) y Gompers (1995) muestran como la financiación escalonada es un mecanismo efectivo a la hora de controlar los problemas de agencia, contribuyendo a mitigar el riesgo moral. En lugar de proporcionar todo el capital necesario por adelantado, las firmas de capital riesgo realizan sus inversiones por etapas para mantener el proyecto bajo control en todo momento. Así, este tipo de financiación les permite reunir la información pertinente y supervisar la empresa antes de tomar la siguiente decisión de continuar con la financiación, manteniendo periódicamente la opción de abandonar el proyecto. Por tanto, una rigurosa supervisión, junto con la amenaza creíble de poner fin a la financiación, hacen que las entidades de capital riesgo tengan un mayor control sobre el riesgo moral potencial.

Asimismo, recientemente se ha intentado analizar las razones que llevan a la incorporación de cláusulas de *lock up* asociadas a las ofertas públicas iniciales. Cuando una empresa emite acciones ordinarias con el fin de aumentar su capital y poder llevar a cabo una oportunidad de inversión generadora de valor, se asume que los directivos de la empresa y los inversores iniciales (los denominados *insiders*) conocen mejor el valor de la empresa que los inversores potenciales. Esta empresa se enfrenta, pues, a una serie de limitaciones impuestas por las asimetrías de información en relación al valor de sus activos y a sus opciones de crecimiento. Para solucionar estas asimetrías informativas, aquellos que tienen el control de

[45] Otros mecanismos de control incluyen el uso de títulos convertibles o la sindicación de inversiones. Ver Gompers (1993a, 1993b) y Lerner (1994).

la empresa con anterioridad a la oferta pública pueden aceptar abstenerse de vender las acciones que poseen en ésta durante un periodo específico de tiempo posterior a fecha de la oferta. Esto es, los periodos *lock up* establecidos restringen la capacidad de los directivos de la empresa y de los inversores iniciales de vender sus acciones durante un periodo determinado posterior a la oferta, enviando así una señal positiva al mercado sobre las perspectivas futuras de la empresa.

Brav y Gompers (2003) se encuentran entre aquellos investigadores que tratan de buscar una explicación a las claúsulas de *lock up* asociadas a las ofertas públicas iniciales desde la perspectiva de las asimetrías de información. Estos autores sostienen que los *insiders* de aquellas empresas que pueden experimentar problemas de riesgo moral con mayor probabilidad, suelen mantener sus acciones durante periodos de tiempo más largos (hipótesis de compromiso). Por el contrario, Brau et al. (2005) observan que los periodos de *lock up* son más largos cuando el grado de asimetría informativa es mayor y cuando el nivel de riesgo idiosincrásico es inferior (hipótesis de señalización). Aunque, aparentemente, estos estudios llegan a conclusiones contradictorias, dado que ellos mismos consideran la hipótesis de compromiso y la de señalización como mutuamente excluyentes, Yung y Zender (2010) ofrecen una solución al aparente conflicto.

Estos autores establecen que, para determinadas empresas, el riesgo moral será la motivación dominante a la hora de incluir las claúsulas de *lock up* en el contrato de la oferta pública inicial y de determinar la duración de dicho periodo de *lock up*, mientras que, para otras compañías, las asimetrías informativas serán la causa principal. De forma más concreta, obtienen evidencia de que aquellas empresas que obtienen una certificación de un agente de colocación acreditado experimentan una reducción de la asimetría informativa en relación con otras empresas, por lo que, en estos casos, es más probable que el riesgo moral sea la fricción que motiva la utilización de las cláusulas de *lock up*. Para el caso de aquellas empresas que no consigan la certificación de un agente de colocación acreditado, las asimetrías de información serán la causa más probable de la incorporación de estas cláusulas de *lock up*.

Finalmente, la infravaloración de las acciones en las ofertas públicas iniciales es otro de los mecanismos utilizados por las empresas para enviar señales positivas al mercado. Si el mercado se caracteriza por inversores

con niveles de información heterogéneos, entonces, los precios de la oferta deben reflejar un descuento por término medio, bien con el fin de compensar a los inversores no informados por "la maldición del ganador" (en inglés the *winner's curse*) (Rock, 1986), o para persuadir a los inversores informados para que revelen su información (Benveniste y Spindt, 1989).

También en esta línea, Welch (1989) argumenta que las empresas emiten las acciones con descuentos para enviar al mercado una señal de calidad en el caso de que pretendan recurrir al mercado posteriormente con una nueva emisión. Según este autor, cuanto mayor sea el descuento con el que se emiten las acciones, más optimista es la empresa sobre sus perspectivas de crecimiento. Además, desde la otra perspectiva del mercado, un mayor descuento en el precio se traduce en compradores dispuestos a pagar más por la segunda emisión[46].

3.7. EL PAPEL DEL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO EN LA REDUCCIÓN DE ASIMETRÍAS INFORMATIVAS EN LAS EMPRESAS

Es interesante que, a pesar de la evidencia, algunos críticos aún continúan negando que, en ocasiones, los directivos de las empresas actúan discrecionalmente, manteniendo la opinión de que las empresas maximizan su valor de mercado y afirmando que la amenaza de absorciones asegura la competencia en el mercado de directivos y, consecuentemente, lleva a la maximización de su valor en bolsa. Si las empresas no maximizan su valor de mercado o se desvían significativamente de dicha maximización, pueden producirse intentos de adquirir la empresa con el propósito de cambiar el curso de acción de la misma y obtener así una ganancia de capital (Grossman y Stiglitz, 1977).

Sin embargo, trabajos como los llevados a cabo por Shleifer y Vishny (1989) y Edlin y Stiglitz (1995) muestran que los directivos pueden poner en marcha actuaciones a fin de reducir la efectividad de la competencia por la

[46] Otros trabajos que examinan el papel de los descuentos en las emisiones iniciales de acciones incluyen Michaely y Shaw (1994), Allen y Faulhaber (1989), Amihud et al. (2003), Leite (2007) y Cao y Shi (2006), entre otros.

dirección, es decir, la amenaza de fusión o adquisición[47], mediante el incremento de las asimetrías de información. En este sentido, Shleifer y Vishny (1989) describen cómo los directivos de las empresas responden a los mecanismos disciplinarios, entre los que se incluye la amenaza de fusión o adquisición, afianzándose ellos mismos en la compañía, esto es, convirtiéndose en factores clave para la empresa muy costosos de reemplazar. Así, los directivos tienen un claro incentivo para invertir los recursos de la compañía en activos cuyo valor es más elevado bajo su dirección que bajo una dirección alternativa.

Como consecuencia de tales inversiones que contribuyen a anclar a los directivos en sus puestos, éstos reducen la probabilidad de ser reemplazados, logran mayores remuneraciones y beneficios, y consiguen más flexibilidad a la hora de determinar la estrategia corporativa. Además, estos autores también observan como el Consejo de Administración puede fallar a la hora de interferir en tales inversiones, bien porque no dispone de información suficiente para evaluarlas, o porque sus miembros han otorgado a la dirección libertad en lo que respecta a la estrategia corporativa básica.

También en línea con estas argumentaciones, Edlin y Stiglitz (1995) sugieren que los directivos pueden preservar sus puestos invirtiendo recursos de la empresa en actividades en las que las asimetrías informativas son particularmente significativas. En otras palabras, los directivos invierten para crear asimetrías y no para explotar sus talentos, ya que creando dichas asimetrías crean también una necesidad de retenerles en la empresa, lo cual limita el papel disciplinario que podría ejercer el Consejo de Administración y el mercado de control sobre ellos.

En resumen, la evidencia aportada al respecto apunta a que el mercado de control de las empresas no es capaz por sí solo de solucionar el problema de agencia entre accionistas-directivos que afecta a las compañías, ya que, precisamente, la discrecionalidad de estos últimos les permite llevar a cabo estrategias que mitigan la efectividad del mercado de control, haciéndose necesaria la puesta en marcha de otros mecanismos

[47] Según Jensen y Ruback (1983), la competencia entre equipos directivos por el derecho a gestionar los recursos limitan las posibles divergencias de la maximización del valor de la empresa por parte de los directivos. Ver también Scharfstein (1988) para una mejor comprensión del papel disciplinario que desempeñan las adquisiciones.

que contribuyan a mejorar la supervisión de la dirección de la empresa y reduzcan las asimetrías de información existentes entre ambos grupos a fin de garantizar en última instancia que las empresas se gestionan en beneficio de los accionistas, promoviendo la maximización de su valor.

3.8. LA ECONOMÍA DE LA INFORMACIÓN Y EL ACTIVISMO DE LOS *HEDGE FUNDS*

Como se ha explicado en las Secciones anteriores, la separación irreversible entre propiedad y control que caracteriza a la empresa moderna (Beerle y Means, 1932) ha provocado la aparición de conflictos de intereses y asimetrías informativas en las relaciones económicas entre los accionistas y los directivos, dando lugar así a la aparición de los típicos problemas de agencia en el seno de las compañías (véase Sección 3.5.), los cuales se agudizan con la dispersión de la propiedad. Surge, por tanto, la necesidad de aumentar la supervisión y el control a los directivos de las empresas a fin de alinear sus intereses con los de los accionistas y reducir las ventajas informativas de las que, en ocasiones, hacen uso para su propio beneficio.

Para controlar tales conflictos y supervisar el desempeño de los directivos han surgido diversos mecanismos de gobierno, tanto internos como externos a las empresas. No obstante, la historia ha puesto de manifiesto que el controvertido concepto de separación de la propiedad y el control es realmente difícil de manejar, por lo que, en determinados casos, los mecanismos de gobierno implantados no son lo suficientemente adecuados y eficaces a la hora de prevenir el oportunismo de los directivos de las empresas (Barrachdi, 2008), abriéndose la puerta a nuevas iniciativas que permitan reforzar los derechos de los accionistas de las empresas cotizadas.

En este contexto, los *hedge funds* activistas pueden desempeñar un papel fundamental contribuyendo a mitigar la problemática de agencia que afecta a las compañías. Las participaciones significativas que estos fondos adquieren en el capital de las empresas en las que invierten, junto con las características inherentes a ellos comentadas en el Capítulo 2, les confieren incentivos suficientes para incurrir en los costes de búsqueda de información y mayor seguimiento de las actuaciones de la dirección con el objetivo de garantizar que éstas van encaminadas en todo momento a la maximización del valor de las compañías para los accionistas.

Por todo ello, puede resultar de gran interés analizar la función supervisora que realizan los *hedge funds* activistas en las empresas en las que invierten, comprobando su eficacia y las consecuencias que ésta tiene para las compañías y, en especial, para el resto de sus accionistas.

CAPÍTULO 4

MARCO TEÓRICO (II): LA ECONOMÍA INSTITUCIONAL

4.1. Introducción

4.2. Origen de la Nueva Economía Institucional

4.3. Una Primera Aproximación a la Nueva Economía Institucional

4.4. El Marco Propuesto por Williamson para el Análisis de la Nueva Economía Institucional

4.5. "Nuevo" vs. "Viejo" Institucionalismo

4.6. Cambio Institucional y Desarrollo Económico

4.7. La Economía Institucional y el Activismo de los *Hedge Funds*

4.1. INTRODUCCIÓN

A pesar de que, durante muchos años, las instituciones se consideraron una materia prohibida y fueron ignoradas en el ámbito de la economía, lo cierto es que, tal y como defiende la nueva economía institucional, el conjunto de elecciones que los individuos tienen a su disposición está definido y limitado por las instituciones. Éstas, definidas como un conjunto de reglas, procedimientos de aceptación y normas de comportamiento morales y éticas diseñadas para restringir el comportamiento de los individuos a fin de maximizar la riqueza o la utilidad de los principales (North, 1981), tienen como uno de sus principales objetivos la reducción de los costes de transacción y la incertidumbre, así como la generación de beneficios colectivos derivados de un comportamiento coordinado y cooperativo.

En lo que respecta a las empresas, su gobierno está integrado por un conjunto de instituciones (Consejo de Administración, leyes y normas, mercados, etc.) tanto internas como externas a la compañía (Roe, 2005). Estas instituciones van a determinar de forma significativa los beneficios y los costes asociados a las inversiones activistas de los *hedge funds*, así como la facilidad y la efectividad de sus actuaciones en las compañías. Por ello, deben ser tenidas en cuenta cuando se analiza la problemática de agencia que afecta a las compañías y el papel que desempeñan los *hedge funds* activistas a la hora de ejercer un mayor control y supervisión sobre la dirección y de llevar a cabo un mayor seguimiento de las actuaciones de los directivos con el propósito de disminuir la ventaja informativa de la que se benefician estos últimos. En este sentido, dado que las inversiones de los *hedge funds* activistas no se distribuyen de forma homogénea por los distintos países europeos, puede resultar de especial interés analizar como aquellas instituciones externas a la compañía que varían de un país a otro influyen en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas.

El resto del Capítulo se estructura de la siguiente manera: en la Sección 2 se relata el origen de la nueva economía institucional. En la Sección 3 se profundiza en los rasgos característicos y en las principales consideraciones de esta corriente. En la Sección 4 se presenta el marco propuesto por Williamson para el análisis de la nueva economía institucional. En la Sección 5 se realiza un análisis comparativo entre la vieja y la nueva economía institucional. En la Sección 6 se comenta la

evidencia aportada sobre la importancia del cambio institucional para el desarrollo económico de las sociedades y, por último, en la Sección 7 se explica la importancia de considerar el marco institucional a la hora de estudiar el activismo de los *hedge funds* en Europa.

4.2. ORIGEN DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL

Durante las tres primeras décadas después de la Segunda Guerra Mundial, la corriente académica dominante en economía centró su atención en el desarrollo y ampliación de los fundamentos teóricos de la economía neoclásica. Además, durante ese periodo se produjo un progreso significativo en el desarrollo y la aplicación de técnicas econométricas que fueron utilizadas para abordar de forma empírica los modelos teóricos, y probar así las hipótesis establecidas sobre sus propiedades. Es evidente que los avances que tuvieron lugar en la ciencia económica durante el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial fueron de gran importancia, tanto desde una perspectiva intelectual como desde una perspectiva práctica, y contribuyeron a ampliar de manera significativa el grado de comprensión acerca de un gran número de aspectos relacionados con la estructura del mercado y el comportamiento económico, especialmente en el caso de las economías desarrolladas (Joskow, 2008).

Sin embargo, el conocimiento incremental resultado de estos trabajos basados en la tradición neoclásica comenzó a producir rendimientos decrecientes de forma considerable a finales de la década de los años setenta. Los desarrollos realizados en este campo no fueron totalmente satisfactorios en muchos sentidos y proporcionaron un marco incompleto para la comprensión de muchos fenómenos económicos de gran importancia. Entre estas carencias podría destacarse el enfoque a-institucional o no institucional que fue adoptado para el análisis económico. De hecho, en el periodo que va de los últimos años de la década de los cuarenta hasta los setenta, aproximadamente, las instituciones se volvieron prácticamente una materia prohibida en la economía neoclásica y fueron desterradas a la disciplina sociológica (Rutherford, 2001).

Las instituciones legales subyacentes básicas que, de forma generalizada, se consideran necesarias para apoyar los supuestos conductuales y las estructuras de mercado sujetos a análisis (derechos de propiedad creíbles, contratos ejecutables, la propiedad privada, mercados

de capitales que funcionan correctamente o sistemas de gobierno corporativo) se consideraban implícitamente dadas, asumiendo que funcionaban de forma perfecta y sin ningún tipo de coste, llegando incluso a ser ignoradas por completo (Joskow, 2008). Furubotn y Richter (1991) describen de forma clara la falta de contenido institucional existente en el núcleo de la economía neoclásica: "Sin duda se reconocía la existencia de los sistemas político, legal, monetario y de otros tipos, pero éstos, o eran considerados neutrales en cuanto a su influencia en los sucesos económicos y eran ignorados, o se consideraban como dados y luego se describían de manera superficial, indicando que la influencia institucional no era de mucha importancia".

El reconocimiento de las limitaciones que presentaba la economía neoclásica hizo que numerosos académicos tratasen de dar respuesta a éstas a través de distintas líneas de investigación, dando lugar al surgimiento de nuevas áreas de investigación en el ámbito de la economía que, aunque aparentemente diferentes, están esencialmente relacionadas: derecho y economía, la economía conductual, la economía política, la economía organizacional, la economía contractual, la economía evolucionista y la nueva economía institucional. Se desarrolló pues un cuerpo de pensamiento vinculado a las instituciones y basado en dos ideas básicas: 1) las instituciones importan, 2) los determinantes de las instituciones son susceptibles de análisis por medio de las herramientas de la teoría económica. Por tanto, el escepticismo inicial surgido en torno a las instituciones, dio paso gradualmente al respeto, haciendo de la nueva economía institucional una de las áreas de investigación más vivas (Matthews, 1986).

4.3. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN A LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL

Como acaba de mencionarse, a partir de los años setenta se produce un reavivamiento del interés por las instituciones, surgiendo así lo que se conoce como la "nueva economía institucional". Esta nueva teoría consiste en gran medida en el análisis de los costes de transacción, los derechos de propiedad, los contratos y las organizaciones. No obstante, la nueva economía institucional se caracteriza por una naturaleza interdisciplinar,

de forma que la calificación "nueva economía institucional"[48] también se extiende, frecuentemente, a los planteamientos de la teoría de juegos, a la evolución de las convenciones sociales y, en ocasiones, a los planteamientos austriacos respecto a las instituciones y el cambio institucional (Rutherford, 2001).

El término de "nueva economía institucional" fue acuñado por Oliver Williamson (Coase, 1998), quien partiendo de las críticas al viejo institucionalismo, recuperó las ideas de Coase (1937) sobre la empresa y los costes de transacción[49] para dar nombre a lo que hoy se conoce como la nueva economía institucional (Lozano, 1999). Ésta se define a sí misma como un intento de ampliar la teoría neoclásica que proporciona una explicación sobre los factores institucionales que tradicionalmente se venían considerando como dados, y no únicamente como un intento de sustituir a la teoría estándar (Eggertsson, 1990; Furubotn y Richter, 1991, 1997; Rutherford, 2001). A diferencia de un número significativo de intentos tempranos de invalidar o remplazar a la teoría neoclásica, la nueva economía institucional se construye sobre la teoría neoclásica, modificándola y extendiéndola, lo que le ha permitido abordar un rango de cuestiones que hasta ese momento permanecían fuera de su ámbito de conocimiento (North, 1992).

En consecuencia, la moderna economía institucional se asienta sobre dos premisas. La primera de ellas considera que el marco teórico debería ser capaz de integrar la teoría neoclásica con un análisis acerca del modo en que las instituciones modifican el conjunto de opciones a las que pueden acceder los seres humanos. Asimismo, la segunda premisa establece que este marco debe ser construido teniendo en cuenta los determinantes básicos de las instituciones, de manera que no sólo se pueda definir el conjunto de opciones que realmente están disponibles en un momento determinado, sino también analizar la forma en que las instituciones cambian y, por lo tanto, alteran este conjunto de opciones disponible a lo largo del tiempo.

---

[48] Está fuera del alcance del presente trabajo proporcionar una revisión detallada de la literatura existente en relación a la "nueva economía institucional". Para una mejor comprensión de la misma revisar, por ejemplo, Eggertsson (1990), Furubotn and Richter (1991, 1997), Menard y Shirley (2005), Coase (1992) o Klein (1998).

[49] Coase (1937) planteó de manera directa los aspectos relacionados con la empresa y el mercado, identificando los costes de transacción y las relaciones contractuales como elementos críticos (Williamson, 1975).

En la nueva economía institucional, las instituciones y el cambio institucional se consideran formas de reducir los costes de transacción, disminuir la incertidumbre, interiorizar las externalidades y producir beneficios colectivos derivados de un comportamiento coordinado y cooperativo. En esta corriente ha habido una fuerte tendencia a argumentar que las instituciones tienden a suministrar soluciones "eficientes" a los problemas económicos (Rutherford, 2001).

Por su parte, la teoría de los costes de transacción está basada en los planteamientos de Coase (1937) sobre la naturaleza de la empresa, así como en sus dos corrientes predecesoras: las teorías de los derechos de propiedad y de la agencia. Además, se asocia principalmente a dos figuras centrales: Oliver Williamson en el campo de la teoría económica y Douglass North en el ámbito de la historia económica. De acuerdo con esta teoría, la empresa se considera como el camino a través del cual se accede a mecanismos de coordinación, que en situaciones particulares, son mejores que aquellos disponibles en el mercado (Williamson, 1975, 1985, 1996).

El hecho de que los actores económicos tengan racionalidad limitada no es un problema siempre y cuando el entorno en el que éstos se mueven no sea incierto, dado que, bajo estas circunstancias, la racionalidad limitada no impide que los agentes económicos coordinen sus actividades. Sin embargo, cuando los niveles de incertidumbre son elevados, la principal consecuencia es que los agentes únicamente pueden firmar contratos incompletos. A su vez, esto no sería un problema, incluso en el caso de que nos enfrentásemos a comportamientos oportunistas, si se pudiera recurrir a sanciones de mercado, hecho que se produce cuando no existe dependencia entre las partes contratantes.

Pero, cuando únicamente hay "un número pequeño" de agentes involucrados (Williamson, 1975), el problema es más crítico porque éstos no pueden cambiar de un agente a otro con facilidad. Tal dependencia crea riesgos contractuales derivados de la existencia de contratos incompletos y oportunismo. El principal resultado, por tanto, es que, aunque los contratos no pueden depender de promesas, deben apoyarse en compromisos creíbles cuando sea posible. Sin embargo, cuando esto es imposible (la incertidumbre y la especificidad de activos son demasiado elevadas), la empresa es elegida para reemplazar las relaciones de mercado (Garrouste y Saussier, 2008). Williamson (1975) resume perfectamente esta idea al subrayar que no es la incertidumbre ni los números pequeños individualmente, ni tan siquiera en su conjunto, lo que ocasiona las fallas

de mercado, sino que más bien es la combinación de estos factores con la racionalidad limitada, por una parte, y con el oportunismo, por otra, lo que provoca dificultades en el intercambio.

En este contexto, los neoinstitucionalistas defienden que la opción de un acuerdo contractual depende de los costes de transacción que de él se derivan, siendo una de las principales finalidades del marco institucional la reducción de esos costes para que las transacciones y la coordinación económica puedan producirse (Rodríguez Salazar, 2001). Las instituciones surgen, por tanto, para reducir la incertidumbre existente en el intercambio humano (North, 1993).

Un gran número de trabajos centrados en la nueva economía institucional consideran a las instituciones como "regularidades generales en el comportamiento social" (Schotter, 1981) o como "las reglas del juego en sociedad [...] o los constreñimientos ideados por los hombres para moldear la interacción humana" (North, 1990). De esta forma, el conjunto de elecciones de un individuo es definido y limitado por estas instituciones, las cuales desempeñan un papel fundamental a la hora de reducir la incertidumbre para los individuos y la sociedad.

Todas estas definiciones implican un concepto relativamente amplio. Comprenden no solamente organizaciones, sino también entidades sociales integradas y sistemáticas como la lengua, el dinero, y el derecho. La consideración para dicha definición amplia de las instituciones es que todas esas entidades contienen características comunes (Hodgson, 1998):

1) Todas las instituciones implican la interacción de los agentes, con retroalimentaciones decisivas de información.

2) Todas las instituciones tienen varias características, concepciones y rutinas comunes.

3) Las instituciones sustentan y son sustentadas por concepciones y expectativas compartidas.

4) Aunque no son inmutables ni inmortales, las instituciones tienen cualidades relativamente duraderas, autorreforzantes y persistentes.

5) Las instituciones incorporan valores y procesos normativos de evaluación. Las instituciones refuerzan especialmente su propia legitimación moral: la que perdura se ve a menudo – correcta o incorrectamente – como moralmente justa.

Para profundizar en el análisis de la nueva economía institucional y conseguir una visión general de la misma, se propone el análisis de los cinco ladrillos básicos de la nueva teoría de las instituciones definidos por North (1993), así como el análisis del marco analítico para la nueva economía institucional propuesto por Williamson (2000), el cual se presentará en la siguiente Sección. En cuanto a los cinco ladrillos básicos de North (1993), el primero de ellos hace referencia al supuesto de comportamiento individualista, el cual implica que los individuos maximizan su propia utilidad. Los individuos tienen distintas funciones objetivas, que reflejan su propia utilidad individual. Éstos tienen posibilidades de ganancia en un mundo de altos costes de información si maximizan su propia utilidad en lugar de la del grupo u organización. De hecho, los altos costes de información son la clave para comprender la estructura de instituciones y organizaciones.

El segundo ladrillo básico es el coste de medir los múltiples atributos de los bienes y servicios que intervienen en el intercambio, así como también los múltiples atributos de los bienes y servicios implicados en la actuación de los agentes en las relaciones principal-agente. Lo extremadamente costoso que resulta realizar dichas mediciones dificulta de forma significativa la contratación. Dados los supuestos de comportamiento individual y los altos costes asociados a la medición de la contratación, los costes de hacer cumplir el contenido de los contratos, el tercer ladrillo básico, se convierten en un factor crítico, en la medida en que los costes de transacción pueden reducirse y, por lo tanto, el intercambio se vuelve posible.

El cuarto ladrillo básico de la nueva economía institucional se refiere al modo en el que evolucionan las instituciones políticas y a la forma en que la estructura institucional define, modifica y hace cumplir la estructura de los derechos de propiedad. Finalmente, el último ladrillo básico comprende las preferencias, es decir, el grado en que los individuos están limitados por sus puntos de vista acerca de la legitimidad y la justicia de los contratos. Si no fuese costoso medir y hacer cumplir lo convenido, las actitudes de las personas hacia el contrato serían indiferentes, sin embargo, dada la evidencia de que estos costes son significativos, las actitudes de los individuos implicados desempeñan un papel importante.

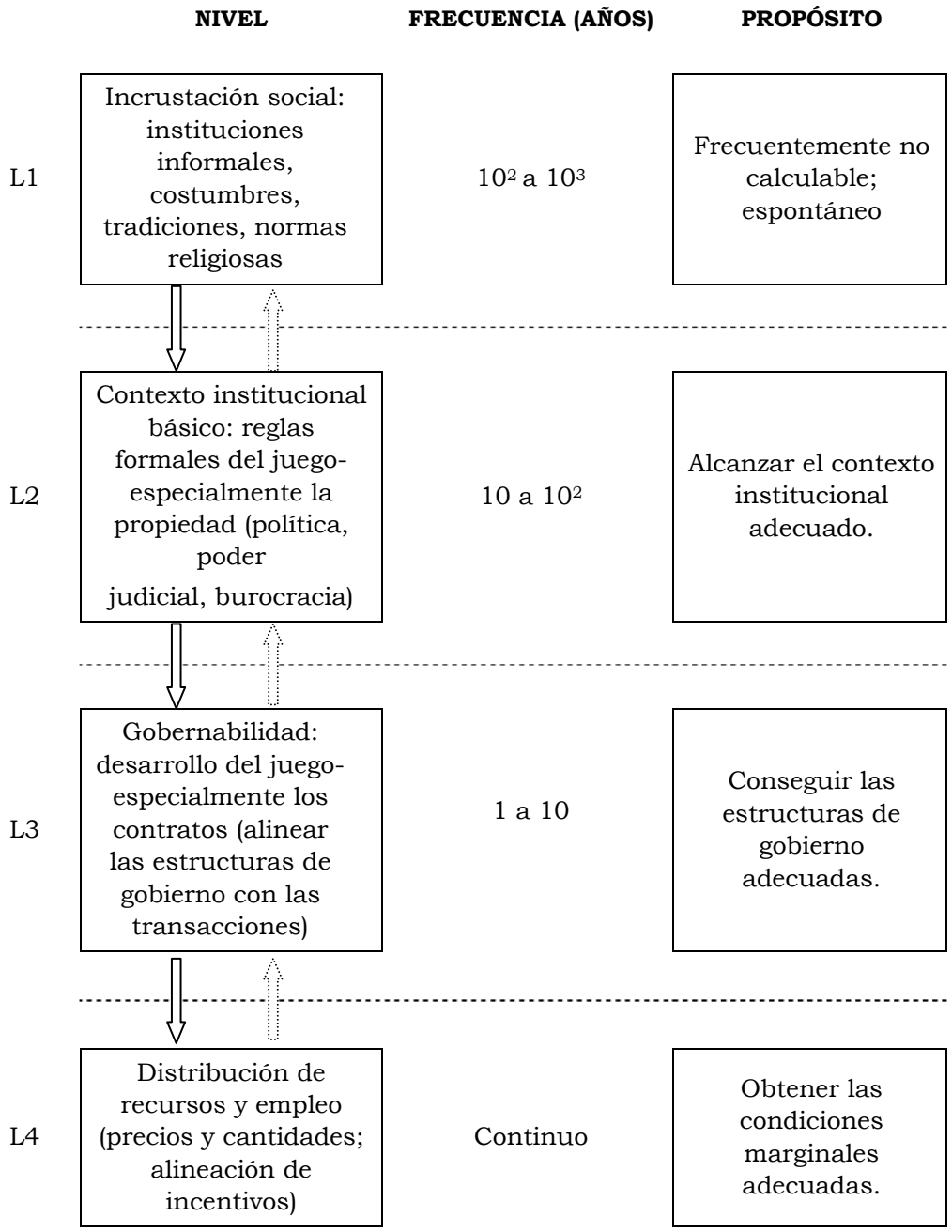
4.4. EL MARCO PROPUESTO POR WILLIAMSON PARA EL ANÁLISIS DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL

El marco analítico propuesto por Williamson (2000) hace algunos años puede considerarse como uno de los más útiles para el análisis y comprensión de la nueva economía institucional. Éste identifica cuatro niveles interrelacionados de análisis social e institucional, donde los niveles superiores se conectan con los inferiores de forma que cada nivel superior impone restricciones al nivel que se encuentra inmediatamente por debajo. Dado su interés, los siguientes párrafos se dedicarán a la descripción de estos cuatro niveles incluidos en el marco analítico de Williamson representado en la Figura 9.

El primer nivel es el nivel de la incrustación social, el nivel más alto de la jerarquía institucional que comprende las instituciones informales, las costumbres, las tradiciones, la ética y las normas sociales, los códigos de conducta, la religión, algunos aspectos del lenguaje y la cognición. Este nivel proporciona los cimientos sobre los que se asientan el resto de instituciones. Su origen es espontáneo en la mayoría de los casos, y los cambios en estas instituciones se producen de forma muy lenta, con periodos de adaptación que pueden durar miles de años, cientos como mínimo. Una vez adoptadas, estas instituciones muestran gran inercia, bien porque son funcionales, porque tienen un gran valor simbólico o porque están unidas de forma sistemática a otras instituciones complementarias. De acuerdo con lo anterior, North (1991) se pregunta "¿Qué sucede con las instituciones informales para que tengan una influencia tan persistente sobre el carácter de las economías a largo plazo?".

El segundo nivel se refiere al contexto institucional básico ("las reglas formales de juego"). En este nivel se definen las constituciones, los sistemas políticos y los derechos humanos básicos; los derechos de propiedad y su distribución; las leyes, los tribunales y las instituciones relacionadas encargadas del cumplimiento de los derechos humanos, políticos y de los derechos de propiedad; el dinero, las instituciones financieras básicas y el poder del gobierno para establecer impuestos; las leyes e instituciones que regulan las migraciones, el comercio y las reglas de inversión extranjera; y los mecanismos políticos, legales y económicos que facilitan los cambios en el entorno institucional básico (Joskow, 2008). Estas instituciones son, en parte, resultado de procesos evolutivos, aunque también ofrecen la posibilidad de ser diseñadas.

Figura 9. La Nueva Economía Institucional según Williamson: Marco Analítico



L1: teoría social
L2: economía de los derechos de propiedad/teoría política positiva
L3: economía de los costes de transacción
L4: economía neoclásica/teoría de la agencia

Fuente: Williamson (2000)

Los cambios en el entorno institucional básico se producen de forma más rápida que los cambios en las bases sociales y culturales (primer nivel), sin embargo, éstos son aún relativamente lentos y están parcialmente limitados por el lento ritmo de adaptación de los fundamentos sociales y culturales subyacentes, con periodos de respuesta tan cortos como 10 años, pero tan largos como cientos de años. La Teoría Positiva de la Política se ocupa del desarrollo de las ramificaciones económicas y políticas en el segundo nivel. Además, la mayor parte de la economía de los derechos de propiedad se ubica también en este nivel.

En el tercer nivel se localizan las instituciones de gobierno. Aunque la propiedad continúa siendo importante, no se contempla un sistema legal que funcione perfectamente a la hora de definir leyes contractuales y hacer cumplir los contratos. La necesidad de tratar las leyes de los contratos (en plural), en lugar de una única ley de contratos (en singular), hace del gobierno de las relaciones contractuales el centro del análisis. En este nivel se enmarcan los rasgos estructurales básicos de las instituciones a través de las cuales los individuos intercambian bienes, servicios y mano de obra; la estructura de las relaciones contractuales y transaccionales, la estructura vertical y horizontal de las empresas, y las fronteras entre las transacciones que se negocian internamente y aquellas que se negocian en los mercados; el gobierno corporativo y las instituciones financieras que apoyan la inversión privada y el crédito.

La elección de las instituciones de gobierno está influida de forma significativa por el entorno institucional básico y por las condiciones económicas básicas de un país (por ejemplo, las dotaciones básicas de recursos naturales) en los distintos momentos del tiempo. Los cambios en las instituciones de gobierno se producen de un modo más rápido que los cambios en el entorno institucional básico. Williamson sugiere un periodo de cambio próximo a los diez años.

La estructura de gobierno da una nueva forma a los incentivos. Centrarse únicamente en la alineación de incentivos ex-ante es una forma truncada de estudiar una organización. Más allá de la teoría de la agencia, la teoría de los costes de transacción centra su atención además, y fundamentalmente, en la etapa ex-post del contrato, lo que implica cuatro movimientos: (1) identificar y explicar las dimensiones principales en que difieren las transacciones; (2) identificar y explicar los principales atributos que caracterizan a una estructura de gobierno (donde cada estructura se

define por un síndrome diferenciado de atributos, de aquí que los mercados, las empresas, la regulación, las organizaciones sin fines de lucro, etc. difieran de manera estructural); (3) realizar una combinación discriminatoria, según la cual las transacciones se alinean con determinadas estructuras de gobierno a efectos de promover la adaptación de las clases autónomas y cooperativas; y (4) verificar que las predicciones sobre las alineaciones son confirmadas por los datos. El problema canónico del tratamiento de estos temas es el de la integración vertical (ver, por ejemplo, Coase, 1937 o Joskow, 2005).

En el cuarto nivel opera la teoría del análisis neoclásico. Se utiliza el aparato de optimalidad, a menudo consistente en el análisis marginal y se describe a la empresa como una función de producción. Este nivel hace referencia a la operativa diaria de una economía, dadas las instituciones definidas en los otros tres niveles. Los precios, los salarios, los costes y las cantidades compradas y vendidas se determinan aquí como consecuencia de monopolios, oligopolios y otras imperfecciones neoclásicas de mercado. Los ajustes en este nivel se producen de manera más o menos continua. Por último, indicar que además de estos cuatro niveles, se puede detectar un nivel más bajo (el nivel cero) en el que se desarrollan los procesos mentales de manera evolutiva (Pinker, 1997), además de un nivel en el que se situaría la tecnología.

La división de las instituciones sociales, políticas, legales y económicas en cuatro niveles podría parecer algo arbitraria, sin embargo, esta caracterización cualitativa es muy útil dado que los fundamentos sociales y culturales de una sociedad establecen limitaciones en los atributos del entorno institucional básico que serán factibles en un momento determinado. De forma similar, cuando ciertas instituciones básicas son introducidas por primera vez, no puede esperarse que de forma inmediata tengan los mismos atributos que tendrían en sociedades o entornos con muchos años de experiencia con éstas. Además, las instituciones de gobierno que tienen atractivas propiedades distributivas y adaptativas, podrían tener atributos diferentes y menos atractivos con otro conjunto de instituciones básicas. Finalmente, las instituciones de mercado del cuarto nivel no podrían funcionar bien si no estuviese en marcha la infraestructura institucional de apoyo, constituida por las instituciones básicas y las instituciones de gobierno.

4.5. "NUEVO" VS. "VIEJO" INSTITUCIONALISMO

El adjetivo temporal que adopta el término de "nueva economía institucional" tiene como propósito, evidentemente, distinguir la "nueva" de la "vieja" economía institucional de Thorstein Veblen, John Commons y Wesley Mitchell[50]. El institucionalismo temprano había sido un enfoque dominante en la economía estadounidense justo después de la Primera Guerra Mundial. Ofrecía una propuesta económica que afirmaba ser "moderna" y "científica"; centrada en el examen crítico de la estructura institucional existente; en línea con los métodos empíricos de las ciencias exactas; erigida sobre los últimos estudios de psicología social, filosofía y derecho; y vinculada estrechamente a cuestiones importantes y urgentes de la reforma económica y social (Rutherford, 2000, 2001; Yonay, 1998).

Sin embargo, después de la Segunda Guerra Mundial, el institucionalismo temprano comenzó a cosechar una mala reputación entre los académicos, declinando en posición y prestigio. Poco a poco, el institucionalismo se fue deslizando desde una posición central en la economía hacia una posición marginal. Entre las numerosas y agudas críticas a las que fue sometido, destaca la carencia de una base teórica rigurosa y sistemática, así como la falta de un análisis empírico exhaustivo de apoyo. También fue criticado el hecho de que, frecuentemente, los estudios se centrasen en un país o caso concreto, sin realizar ningún esfuerzo para llegar a una generalización. Además, debe mencionarse el proceso de politización al que fue sometido, así como su incapacidad para explicar los aspectos económicos y la problemática surgida con la Gran Depresión (Joskow, 2008).

Asimismo, el viejo institucionalismo fue parcialmente invalidado por un efecto combinado de los cambios profundos que tuvieron lugar en las ciencias sociales en el periodo 1910-1940, y del encumbramiento, durante la depresión de los años treinta, del tratamiento matemático en la economía neoclásica. La psicología conductista y la filosofía positivista suplantaron a

[50] La opinión convencional reconoce a estos autores como los "fundadores" del institucionalismo. Más concretamente, Thorstein Veblen facilitó gran parte de la inspiración intelectual del institucionalismo, Wesley Mitchell participó intensamente en la primera elaboración del institucionalismo como un movimiento definido y John Commons entró en la escena institucionalista un poco más tarde, contribuyendo de forma importante al desarrollo de esta corriente (Rutherford, 2000).

la psicología del instinto y a la filosofía pragmática sobre las cuales se había edificado el institucionalismo temprano. Con el empleo de técnicas formales, los economistas matemáticos atraparon la imaginación, tanto de los teóricos como de los que formulaban las políticas. En comparación, se consideraba que el institucionalismo era menos riguroso técnicamente, y por lo tanto inferior (Hodgson, 1998).

Por todo ello, los principales exponentes del nuevo institucionalismo que comienza a desarrollarse conscientemente como movimiento en los años setenta han hecho poca mención a su predecesor, alejándose conceptualmente del mismo. Es más, entre los nuevos institucionalistas es posible observar un notable interés por diferenciarse nítidamente del "viejo" institucionalismo estadounidense (Langlois, 1986; Eggertsson, 1990). Cabe preguntarse entonces, ¿Cuáles son las diferencias esenciales entre el "viejo" y el "nuevo" institucionalismo?

Si nos centramos en el núcleo teórico común de los textos más prominentes e influyentes del "viejo" y "nuevo" institucionalismo, descubrimos que claramente existen importantes diferencias en cuanto a la metodología, el uso de herramientas teóricas y analíticas, así como en la orientación básica hacia el mercado y las instituciones de mercado y "comerciales" (Rutherford, 2001). Más allá de que ambas corrientes reconozcan el papel de las instituciones y la importancia de éstas, la separación entre los dos enfoques es, por tanto, significativa, sin que pueda ser ignorada apelando al eclecticismo.

En el ámbito metodológico, las diferencias se centran en tres aspectos: 1) el formalismo frente al antiformalismo, 2) el individualismo frente al holismo, y 3) el método inductivo frente al deductivo (Parada, 2003). Concretando un poco más cada uno de estos aspectos, el primero de ellos se refiere al hecho de que el institucionalismo temprano generalmente expone sus teorías de manera muy informal y retórica[51], frente al nuevo institucionalismo que trata de dar un mayor formalismo a sus planteamientos. En cuanto al segundo, está claro que el análisis de la vieja economía institucional subraya más el papel de la sociedad en la definición

[51] Como se ha expuesto anteriormente, esta falta de formalismo ha sido una de las críticas de las que han sido objeto los viejos institucionalistas, llegándose a decir que la economía institucional originaria carece de teoría o que consiste en una mera colección de datos sin soporte teórico.

de los valores, costumbres e instituciones formales, mientras que el enfoque de la nueva economía institucional es, en esencia, individualista, considerando al individuo como el punto de partida. Por último, existe una clara separación entre el "viejo" y "nuevo" institucionalismo en torno al método más conveniente. La vieja economía institucional ha mostrado una mayor adherencia al método inductivo, en contraste con el método empleado por los nuevos institucionalistas, en esencia un método más deductivo.

Estas diferencias metodológicas ayudan a comprender las explicaciones que ambos enfoques proporcionan en relación a dos cuestiones básicas: qué son las instituciones y cómo surgen. Comenzando por la justificación dada en torno a su surgimiento, el proyecto neoinstitucionalista característico se ha identificado como el intento de explicar el surgimiento de las instituciones por referencia a cierto modelo de comportamiento individual, y sobre la base de un "estado de naturaleza" inicial, libre de instituciones.

El procedimiento comienza por individuos dados con funciones de utilidad dadas y desde ahí avanza para explicar las instituciones. Por ejemplo, la teoría de Williamson sobre los costes de transacción de la empresa toma al mercado como su estado original de naturaleza: "en el comienzo había mercados" (Williamson, 1975). Para los neoinstitucionalistas, las instituciones son una derivación lógica de la teoría de los costes de transacción y su evolución es, por tanto, resultado de la búsqueda de la eficiencia en un proceso que tiende continuamente a reducir los costes de transacción.

Por el contrario, el hilo conductor en la literatura del "viejo" institucionalismo se apoya en la idea de que, en el análisis económico, el individuo no debe considerarse siempre como dado. Además, los "viejos" institucionalistas rechazan el uso general de funciones de preferencia dadas. Según ellos, los individuos interactúan para dar forma a las instituciones, en tanto las condiciones socioeconómicas moldean también los objetivos o preferencias de los individuos. El individuo es tanto el productor como el producto de sus circunstancias (Hodgson, 1998).

Además, para los institucionalistas tempranos el concepto de hábito es fundamental ya que éstos consideran que el hábito es decisivo para la formación y sustentación de las instituciones. Los hábitos forman parte de las habilidades cognitivas. Las estructuras cognitivas se aprenden e imitan

dentro de las estructuras institucionales. El individuo depende de la adquisición de tales hábitos cognitivos, para poder razonar, comunicar, elegir o actuar. Las destrezas adquiridas se fijan parcialmente en hábitos. Cuando los hábitos se vuelven parte común de un grupo o una cultura social, se vuelven rutinas o costumbres (Commons, 1934), y a su vez, las instituciones se forman como complejos duraderos e integrados de costumbres y rutinas. Los hábitos y las rutinas preservan así el conocimiento, particularmente el conocimiento implícito relativo a las destrezas, de forma que las instituciones actúan a lo largo del tiempo como su correa de transmisión. En cuanto a la evolución de las instituciones, ésta se explica frecuentemente mediante el enfoque evolutivo, recurriendo a una analogía con la evolución darwinista (Veblen, 1899, 1919 y Hodgson, 1993).

Todas estas diferencias se plasman de forma clara en las definiciones de institución propuestas por cada una de las dos corrientes. Como se ha expuesto con mayor nivel de detalle en la Sección 3, la nueva economía institucional define las instituciones como "reglas del juego de una sociedad" o "restricciones creadas por los seres humanos que dan forma a la interacción humana" (North, 1990). Por el contrario, los "viejos institucionalistas" entienden las instituciones como "hábitos de pensamiento establecidos, comunes a la generalidad de los hombres" (Veblen, 1919) o como "una manera de pensamiento o acción de cierto predominio y permanencia, incrustada en los hábitos de un grupo o en las costumbres de un pueblo" (Hamilton, 1932).

4.6. CAMBIO INSTITUCIONAL Y DESARROLLO ECONÓMICO

Una de las preguntas que se formularon los neoinstitucionalistas fue la siguiente ¿cómo se explican las diferencias en los niveles de desarrollo económico existentes entre diversos países? Este interrogante condujo a los neoinstitucionalistas a reflexionar sobre la relación entre las instituciones y la teoría del crecimiento económico, llegando muchos de ellos a la conclusión de que las instituciones formales e informales son las que explican en gran medida las diferencias de desempeño existentes entre distintos países.

La evolución de las sociedades depende de las instituciones formales e informales que caracterizan las transacciones económicas, así como de los

cambios que se producen en estas instituciones. La noción de cambio institucional está asociada a la posibilidad de modificar las reglas, los derechos y las costumbres con el propósito de establecer un entorno que propicie el crecimiento y el desarrollo económico (Esguerra Roa, 2005). North (1993), uno de los académicos que ha prestado más atención al cambio institucional, señala cinco proposiciones que engloban las características esenciales del cambio institucional:

1) La interacción continua entre las instituciones y las organizaciones en un escenario económico de escasez y, por tanto, competencia es la clave del cambio institucional.

2) La competencia fuerza a las organizaciones a invertir continuamente en habilidades y conocimiento con el fin de sobrevivir.

3) El marco institucional dicta los tipos de habilidades y conocimientos que se consideran necesarios para alcanzar los máximos beneficios.

4) Las percepciones se derivan de los constructos mentales de los jugadores.

5) Las economías de alcance, las complementariedades, y las externalidades de red dentro de una matriz institucional hacen que el cambio institucional tenga un carácter extraordinariamente incremental y dependiente de su trayectoria.

El estudio del cambio institucional sitúa en el mercado político la posibilidad de que las sociedades diseñen instituciones más favorables para el crecimiento económico (Lozano, 1999). Sin embargo, en ocasiones, las instituciones, o al menos las normas formales, no se crean para promover el desarrollo económico, como cabría esperar, sino para servir a los intereses de aquellos que tienen el poder de negociación necesario para crear nuevas reglas. En un mundo en el que existen costes de transacción, es la fuerza negociadora la que determina la dirección del cambio económico a largo plazo. Además, aquellos individuos con poder de negociación fruto del marco institucional en vigor tienen un interés decisivo en perpetuar el sistema, aunque dicho sistema esté integrado por instituciones que entorpecen el crecimiento (Sebastian et al., 2008).

En estos casos, un cambio en las instituciones puede conducir a una pérdida de poder político y económico por parte de los grupos que tienen una posición dominante, por lo que éstos suelen bloquear los cambios institucionales. Únicamente, cuando las instituciones propenden hacia un mayor crecimiento económico se puede hablar de eficiencia adaptativa institucional. Todo ello contribuye a explicar por qué los países tienen instituciones económicas de muy diferente calidad y por qué los países estancados en el subdesarrollo no cambian sus instituciones con el fin de mejorar sus resultados económicos.

Además, también debe tenerse en cuenta que los transplantes institucionales de los países desarrollados al Tercer Mundo son a todas luces inadecuados (North, 1996; Bhaskar, 1997). Es necesario profundizar en el conocimiento de los atributos que caracterizan a las instituciones en los diferentes países. Asimismo, las instituciones están constituidas por reglas formales, normas informales y por los sistemas que velan por el cumplimiento de ambas y es, precisamente, la mezcla de todos estos factores lo que determina el rendimiento económico. Mientras que las reglas formales pueden cambiarse de forma rápida, las normas informales sólo cambian gradualmente, así que los cambios revolucionarios nunca son tan revolucionarios como cabría esperar, y su resultado es, en numerosas ocasiones, distinto al anticipado (North, 1993).

Por todo ello, aquellas sociedades que adoptan las reglas formales de otra sociedad tendrán resultados distintos a los del país originario debido precisamente a las diferencias en cuanto a las normas informales y a los sistemas encargados de hacer cumplir las normas establecidas. Incluso, como indica Shirley (2005), los países en desarrollo tienen frecuentemente creencias y mecanismos informales poco compatibles con el funcionamiento de los mercados, que impiden la formación de instituciones que estimulen el comercio y la inversión y, como consecuencia, el crecimiento económico.

Para finalizar, North (1993) apunta algunas implicaciones que deben tenerse en cuenta relacionadas con el cambio institucional y el cambio económico:

a. Las instituciones políticas sólo serán estables si son apoyadas por organizaciones con un claro interés en su perpetuación. Por tanto, un aspecto esencial de la reforma política/económica es la creación de tales organizaciones.

b. Para llevar a cabo con éxito una reforma es esencial un cambio tanto en las instituciones como en el sistema de creencias, ya que los modelos mentales de los actores son los que dan forma a las opciones.

c. El desarrollo de las normas de comportamiento que apoyará y legitimará las nuevas reglas se caracteriza por ser un largo proceso. En ausencia de dichas normas de comportamiento, las políticas tenderán a ser inestables.

d. A pesar de que, a corto plazo, se puede generar crecimiento en presencia de regímenes autocráticos, en el largo plazo, el crecimiento económico implica el desarrollo de un estado de derecho y la protección de las libertades civiles y políticas.

e. Las restricciones informales - normas de comportamiento, convenciones, y códigos de conducta - son condición necesaria (pero no suficiente) para un buen desempeño económico. Aquellas sociedades con normas favorables al crecimiento económico, pueden, en ocasiones, prosperar aun con reglas políticas inestables o adversas. La clave está en qué grado se vela por el cumplimiento de esas normas políticas adversas.

4.7. LA ECONOMÍA INSTITUCIONAL Y EL ACTIVISMO DE LOS *HEDGE FUNDS*

North (1981) definió las instituciones como un conjunto de reglas, procedimientos de aceptación y normas de comportamiento morales y éticas diseñadas para restringir el comportamiento de los individuos con el fin de maximizar la riqueza o la utilidad de los principales.

Como se ha expuesto con mayor detalle en el Capítulo anterior, las empresas frecuentemente se enfrentan a problemas del tipo principal-agente. Los accionistas (principales) delegan su autoridad a un agente (la alta dirección de la empresa) con el propósito de que ésta actúe en su nombre, principalmente porque el agente dispone de una ventaja en términos de especialización e información. Sin embargo, esta ventaja informativa, o asimetría informativa, plantea un problema para el principal, especialmente en aquellas empresas con un accionariado muy disperso. ¿Cómo puede el principal asegurarse de que el agente actúa buscando el

beneficio de éste y no el suyo propio?¿Cómo puede asegurarse el principal de que el agente está llevando a cabo las acciones que él pondría en marcha si tuviese a su disposición toda la información con la que cuenta el agente? Dar respuesta a estas preguntas resulta de gran interés (Miller, 2005).

Como consecuencia, en la década de los setenta, surge el gobierno corporativo, esto es, un conjunto de instrumentos y órganos a través de los cuales se determinan y controlan los derechos a gestionar los recursos de las compañías con vistas a conseguir los fines establecidos por los accionistas. También podría definirse como las vías por las cuales se asegura que las acciones corporativas, la administración de los activos y el comportamiento de los agentes estén orientados a servir los fines definidos por los accionistas (De Quirós, 2003).

El gobierno corporativo, pues, proporciona la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar dichos objetivos y supervisar el rendimiento (OCDE, 2004). Un gobierno corporativo efectivo debe incentivar a la alta dirección de la compañía para que persiga objetivos favorables a los intereses de la empresa y de sus accionistas y, además, debe facilitar una supervisión efectiva que contribuya a mitigar los problemas de agencia, a reducir las asimetrías informativas en el seno de la empresa, y reforzar la confianza de los inversores.

En este contexto, Roe (2005) establece que el gobierno corporativo está integrado por un conjunto de instituciones formales e informales (Consejo de Administración, mercados, leyes y normas, etc.) que restringen el comportamiento de los agentes y reducen los costes de transacción derivados del conflicto principal-agente. Estas instituciones, que pueden caracterizarse por ser internas o externas a la empresa, modulan y controlan las decisiones tomadas por la alta dirección de la compañía con el fin de alinearlas con los intereses de los accionistas, por lo que desempeñan un papel crucial en las relaciones principal-agente que tienen lugar en la empresa, siendo necesario tenerlas en cuenta en todo análisis o estudio que se lleve a cabo sobre la problemática de agencia que afecta a las compañías y, por consiguiente, sobre el papel que desempeñan los *hedge funds* activistas a la hora de ejercer un mayor control y supervisión sobre la dirección.

Precisamente, a efectos de analizar el activismo de los *hedge funds*, resultan de especial relevancia aquellas instituciones de gobierno de las

compañías que son externas a las mismas y que varían en función de los países en los que las empresas están domiciliadas, ya que éstas van a conformar el marco contextual en el que los *hedge funds* activistas van a llevar a cabo sus actuaciones de supervisión y control. Los beneficios y los costes que se derivan de las inversiones activistas de los *hedge funds*, así como la efectividad de su función supervisora en las empresas van a estar determinadas en gran parte por estos factores institucionales a nivel de país, siendo, por tanto, de gran interés profundizar en el conocimiento de cómo estas instituciones afectan a las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas.

CAPÍTULO 5

UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FACTORES QUE DETERMINAN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS EN EUROPA Y DEL IMPACTO DE ÉSTOS EN LAS EMPRESAS EN LAS QUE INVIERTEN: HIPÓTESIS Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

5.1. Introducción

5.2. Hipótesis a Contrastar

5.3. Proceso de Creación de la Muestra

5.4. Descripción de la Muestra y *Hedge Funds* Activistas

5.5. Dos Ejemplos de Eventos de Activismo Protagonizados por *Hedge Funds* en Europa

5.1. INTRODUCCIÓN

Como defiende la economía de la información, vivimos en un mundo caracterizado por la existencia de asimetrías informativas que afectan al comportamiento y a las decisiones tomadas por los agentes económicos. Precisamente, en el seno de las empresas, el papel activista que desempeñan determinados accionistas surge como consecuencia de los conflictos de intereses y las asimetrías informativas existentes entre la dirección y los accionistas de éstas. En efecto, los accionistas, que ostentan la propiedad de las empresas, delegan el control y, por tanto, la autoridad de decisión de las compañías en directivos profesionales, cuya participación en las empresas es frecuentemente muy pequeña o inexistente y cuyos objetivos, en ocasiones, se alejan, de la maximización del valor de la empresa.

Como resultado de su escasa participación en la estructura de propiedad de las empresas, los directivos tienen incentivos suficientes para obtener beneficios privados, generalmente a expensas de la riqueza de los accionistas (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976). Aquí reside la raíz del conflicto de intereses clásico entre los accionistas y directivos de la empresa. Por tanto, dado que ambos grupos tienen objetivos e intereses diferentes, es necesario supervisar y controlar a los directivos a fin de impedir que éstos actúen de forma oportunista (Fama y Jensen, 1983).

Sin embargo, en la empresa cotizada moderna, con un accionariado disperso, los pequeños accionistas tienen muy pocos incentivos para controlar a los directivos y asegurarse de que éstos están actuando en interés de los accionistas (Amihud y Lev, 1981). Los directivos tienen toda la información relevante y lideran el proceso de toma de decisiones. Por el contrario, los accionistas carecen del tiempo y recursos suficientes para reunir la información que sería precisa para poder evaluar las decisiones tomadas por los directivos. Existe, pues, una clara asimetría informativa entre ambos[52]. Y lo que es más importante, los accionistas no pueden superar fácilmente las dificultades de acción colectiva a las que se enfrentan resultado de una mezcla de apatía entre ellos y su actitud de *free riders*. Como resultado, los costes de agencia se elevan con facilidad, permitiendo a los directivos eludir o desviarse de la persecución de los

[52] Véase la Sección 5 del Capítulo 3, donde se aborda el problema de agencia derivado de la existencia de asimetrías informativas.

intereses de los accionistas y, por tanto, disminuyendo el valor de la empresa (Jensen y Meckling, 1976).

En este contexto, los accionistas que llevan a cabo un papel activista en las empresas pueden proporcionar una solución alternativa al problema de agencia resultante de las asimetrías informativas y los conflictos de intereses existentes entre directivos y accionistas, dada su capacidad para reunir la información y los recursos necesarios para supervisar las decisiones tomadas por la dirección e influir en las mismas (Black, 1992). Es por ello que, en esta segunda parte empírica del trabajo de investigación, se pretende comprobar si, en Europa, los *hedge funds* activistas realmente llevan a cabo una función supervisora en las empresas en las que invierten mitigando las asimetrías informativas existentes entre accionistas y directivos y contribuyendo a alinear los intereses y objetivos de ambos grupos a fin de conseguir en última instancia la maximización del valor de las empresas.

De esta forma, si los *hedge funds* activistas invierten en las empresas europeas basándose en la información financiera y los análisis fundamentales de éstas (valoración de mercado, rentabilidad operativa, liquidez, endeudamiento, política de dividendos, costes, etc.), en la información relativa a los mecanismos internos de gobierno de dichas compañías (concentración del accionariado, independencia del Consejo de Administración, etc.), o en factores del entorno legal e institucional que pueden tener un impacto en la efectividad de sus actuaciones en las empresas (protección al inversor, desarrollo de los mercados financieros, mecanismos de control corporativo), y, además, se observa que, con posterioridad a las inversiones de los *hedge funds* activistas, las compañías experimentan cambios significativos conducentes a la creación de valor para los accionistas (mejora de la rentabilidad operativa, mayores dividendos, mejora en el sistema de gobierno de la compañía, cambios de control o en la política de la empresa, etc.), entonces podría afirmarse que los *hedge funds* activistas desempeñan efectivamente una función supervisora, influyendo en la toma de decisiones y reuniendo la información necesaria para ejercer una mayor control sobre los directivos de las empresas, a fin de que éstos no se desvíen del objetivo de maximización del valor de la compañía.

Por el contrario, si los *hedge funds* activistas invierten en las empresas europeas guiados de forma exclusiva por la información de

mercado de las mismas, es decir, por su rentabilidad bursátil y, además, no se aprecia ningún cambio significativo en las empresas que implique un aumento del valor de éstas tras la inversión de estos fondos, entonces podría decirse que, en Europa, los *hedge funds* activistas son meros participantes del mercado con flexibilidad suficiente para aprovechar oportunidades de inversión, pero sin ninguna intención de involucrarse más allá en las empresas. En estos casos, los *hedge funds* no llevan a cabo ninguna función supervisora, ni ejercen ningún control sobre la dirección de las compañías y, por lo tanto, no contribuyen en ningún modo a mitigar las asimetrías de información existentes entre los directivos y los accionistas.

Asimismo, a fin de poder arrojar luz sobre dichas hipótesis, se ha procedido a la construcción de una base de datos particular integrada por *hedge funds* activistas y las empresas europeas en las que éstos han invertido durante el periodo 2003-2008. Esta base de datos permitirá analizar el activismo de los hegde funds en Europa desde un punto de vista empírico y abordar el objetivo de investigación del presente estudio.

Este Capítulo se estructura de la siguiente forma: en la Sección 2 se presentan las hipótesis relacionadas con los factores que tienen un impacto significativo en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa y con los cambios que tienen lugar en las empresas con posterioridad a la inversión de estos activistas. A continuación, en la Sección 3 se detalla el proceso de selección de la muestra. En la Sección 4 se ofrece una descripción de las principales características de los *hedge funds* activistas que invierten en las empresas europeas incluidos en dicha muestra y, por último, en la Sección 5 se describen dos ejemplos de eventos de activismo en Europa.

5.2. HIPÓTESIS A CONTRASTAR

De acuerdo con lo anterior y basándonos en la literatura previa, se ha procedido a formular las siguientes hipótesis en relación a los factores que determinan las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa y los cambios que tienen lugar en las empresas objetivo tras la inversión de estos activistas. La Tabla IV (al final de esta Sección) presenta un resumen de las mismas.

5.2.1. INFORMACIÓN FINANCIERO-CONTABLE

La mayoría de los estudios sobre el activismo de los *hedge funds* se han centrado en el análisis de aspectos de tipo contable (tamaño, valoración del mercado, rentabilidad operativa, liquidez, nivel de endeudamiento, política de dividendos o estructura de costes, entre otros) a la hora de explicar qué compañías tienen una mayor probabilidad de ser objetivo de los *hedge funds* activistas. Por ello, la primera hipótesis es la siguiente:

H1. La información financiera relativa a las empresas influye de forma significativa en las decisiones de inversión de los hedge funds activistas en Europa.

Partiendo de dicha literatura, se formulan las siguientes subhipótesis:

5.2.1.1. Tamaño de la empresa

Para llevar a cabo una campaña activista, los *hedge funds* necesitan adquirir una participación significativa en las empresas con el fin de disponer de los derechos de voto y de los incentivos suficientes para poder influir en las decisiones de las compañías. Por ello, las empresas cotizadas de pequeño tamaño tienen más posibilidades de ser objetivo de los *hedge funds* activistas, precisamente por la reducida inversión que necesitan realizar los *hedge funds* para obtener una participación importante en dichas compañías. Por el contrario, en empresas con una capitalización elevada, el activismo se vuelve más complicado puesto que en éstas los *hedge funds* se ven obligados a realizar un esfuerzo financiero mayor para adquirir un porcentaje considerable de la propiedad de las compañías, pudiendo incurrir en un riesgo de cartera excesivo (Brav et al., 2008a; Klein y Zur, 2009).

Entre los trabajos que proporcionan evidencia en relación a la preferencia de los *hedge funds* activistas por empresas de pequeño tamaño se incluyen aquellos realizados por Bratton (2007), Brav et al. (2008a), Bessler et al. (2008), Zur (2008), Boyson y Mooradian (2008), Mietzaner y Schweizer (2008) o Greenwood y Schor (2009), entre otros. Por tanto, la hipótesis que se plantea respecto al tamaño de las empresas europeas en las que prefieren invertir los *hedge funds* activistas es la siguiente:

H1.1. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas de pequeño tamaño.

Para contrastar esta hipótesis se analizan tres variables: los activos totales (TA), las ventas netas (SALES) y la capitalización bursátil (MCAP).

5.2.1.2. Valor de mercado

El activismo de los *hedge fund* generalmente se asocia a la creación de valor para las empresas a través de una participación activa en la gestión y en la toma de decisiones de las compañías, por lo que es imprescindible que éstas tengan potencial para mejorar (Brav et al., 2008a). Es por ello que se asume que los *hedge funds* prefieren empresas que están infravaloradas por el mercado en comparación con las compañías de su misma industria, de forma que los activistas pueden conseguir mejorar el valor de mercado de estas compañías al a) mejorar su rentabilidad operativa, b) reducir los problemas de agencia existentes derivados del *free cash flow* o c) llevar a cabo una reducción de costes.

En línea con lo anterior, Uchida y Xu (2008), Zur (2008) y Greenwood y Schor (2009) señalan que las empresas en las que invierten los *hedge funds* activistas presentan ratios precio-valor contable significativamente bajos. Asimismo, Kruse y Suzuki (2009) observan que, para sus campañas activistas, Steel Partner's elige a empresas infravaloradas por el mercado con potencial para mejorar su rentabilidad, y Bellini (2009), en su caso de estudio, obtiene que Generali SpA, empresa objetivo del *hedge fund* activista Algebris Investments (UK) LLP, estaba infravalorada en torno a un 40% con anterioridad a la inversión del *hedge fund*. Sobre la base de esta evidencia se plantean las siguientes hipótesis:

H1.2. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas infravaloradas por el mercado.

H1.3. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una mejora en su valor de mercado tras la inversión del hegde fund.

Para contrastar estas hipótesis se utilizan dos variables: el ratio precio-valor contable (PTBR) y la Q de Tobin (TOBINQ).

5.2.1.3. Rentabilidad operativa

Bethel et al. (1998) observan que los inversores activistas generalmente prefieren compañías con una escasa rentabilidad operativa, con la intención de involucrarse en la gestión de éstas, mejorar su desempeño operativo y conseguir así un aumento en el precio de las acciones de estas empresas. En esta misma línea, Karpoff (2001) presenta un resumen de la evidencia empírica relacionada con el activismo en los EE.UU. y señala que muchos de los estudios revisados obtienen que los activistas invierten en empresas con una baja rentabilidad operativa.

Corroborando lo anterior, y más concretamente para el caso de los *hedge funds* activistas, los resultados obtenidos por Clifford (2008), Bessler et al. (2008), Brav et al. (2008a) y Becht et al. (2009) apuntan a una recuperación de la eficiencia operativa de las empresas como resultado del activismo de los *hedge funds*. Además, Boyson y Mooradian (2008, 2009) también observan una mejora en la rentabilidad operativa de las empresas después de la inversión de los *hedge funds* activistas, aunque esta mejora tan sólo es significativa en aquellas empresas que son objeto de un activismo más intenso.

En resumen, todos estos estudios sugieren que los *hedge funds* tienden a invertir en compañías con una escasa rentabilidad operativa, ya que, mediante la mejora de ésta, pueden conseguir un aumento en el valor de mercado de dichas empresas. Por tanto, si los *hedge funds* activistas desempeñan una función supervisora en las empresas europeas en las que invierten cabe esperar que estas compañías muestren una rentabilidad operativa pobre previamente a la entrada de los *hedge funds* y experimenten una mejora significativa de la misma tras las inversiones de éstos. Las hipótesis que se plantean en este sentido son las siguientes:

H1.4. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas con una rentabilidad operativa pobre.

H1.5. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una mejora en su rentabilidad operativa tras la inversión del hegde fund.

Para contrastar estas hipótesis se analizan tres variables: la rentabilidad económica (ROA), la rentabilidad financiera (ROE) y los flujos de caja operativos (CF).

5.2.1.4. Problemas de agencia derivados del *free cash flow*

Jensen (1986) argumenta que los directivos de las empresas tienen incentivos suficientes para promover el crecimiento de las compañías por encima de su tamaño óptimo (sobreinversión), puesto que un mayor crecimiento favorece sus objetivos de poder, prestigio, promoción y remuneración. En este sentido, los conflictos de intereses entre los accionistas y los directivos surgen cuando las empresas tienen en sus balances elevados niveles de liquidez y a los accionistas les resulta difícil motivar a los directivos para que distribuyan los flujos de caja libres en lugar de invertirlos en proyectos de inversión con valor capital negativo y, por tanto, ineficientes para la organización.

Estos costes de agencia asociados al *free cash flow* pueden reducirse significativamente, por un lado, incrementando los pagos a los accionistas, por ejemplo a través de un aumento del dividendo (Easterbrook, 1984; Bathala et al., 1995; Jensen et al.,1992), con el fin de disminuir el efectivo en manos de los directivos y, por otro, aumentando el endeudamiento de la compañía, ya que de esta forma la empresa pasa a estar sometida a un control directo por parte de los mercados de capitales y, además, la deuda obliga a los directivos a ser más eficientes para poder hacer frente a los compromisos de pago de la misma (Grossman y Hart, 1982; Shleifer y Vishny, 1997).

En este sentido, Uchida y Xu (2008), Klein y Zur (2009) y Hamao et al. (2010) proporcionan evidencia de que las empresas objetivo de los *hedge funds* activistas presentan elevados niveles de efectivo previamente a la inversión de éstos, y Bratton (2007), Bessler et al. (2008), Boyson y Mooradian (2008) y Becht el al. (2009) señalan que estas empresas aumentan el pago de efectivo a sus accionistas con posterioridad a la inversión de los *hedge funds* activistas. Más concretamente, Clifford (2008) establece que las compañías objetivo experimentan un incremento en la rentabilidad por dividendo durante el año siguiente a la entrada del hegde fund, Klein y Zur (2009) observan que, tras la inversión de los *hedge funds* activistas, las empresas aumentan su endeudamiento a largo plazo así como el pago de dividendos y, por último, Hamao et al. (2010) obtienen evidencia de un aumento de los dividendos y de las recompras de acciones como consecuencia del activismo de los *hedge funds*.

De forma consistente con esta visión, se espera que las empresas europeas en las que invierten los *hedge funds* tengan elevados niveles de

efectivo en sus balances. Además, asumiendo que los *hedge funds* ejercen un control real, cabe esperar que, tras su inversión, las compañías realicen pagos en efectivo a sus accionistas para reducir los costes de agencia asociados a los flujos de caja libres e incrementar así su valor de mercado. Por tanto, las empresas con un exceso de efectivo en sus balances serán particularmente vulnerables a las demandas de los *hedge funds* de aumentar los dividendos o iniciar programas de recompra de acciones. Asimismo, aquellas empresas con capacidad de endeudamiento no utilizada, serán presionadas por los *hedge funds* para incrementar su deuda. Considerando todo lo anterior, se plantean las siguientes hipótesis:

H1.6. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas con elevados niveles de liquidez en sus balances.

H1.7. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una reducción en los niveles de efectivo disponible tras la inversión del hegde fund.

H1.8. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan un aumento del pago de dividendos tras la inversión del hegde fund.

H1.9. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan un aumento de su nivel de endeudamiento tras la inversión del hegde fund.

Para contrastar estas hipótesis, se utilizan las siguientes variables: efectivo (CASH), efectivo y equivalentes (CASHE), deuda total (TD), deuda a largo plazo (LTD), deuda a corto plazo (STD), deuda total/capital ordinario (TD/CE), deuda total/capital total (TD/TC), rentabilidad por dividendo (DYIELD) ratio *payout* (PAYOUT).

5.2.1.5. Costes de capital

Los *hedge funds* activistas se quejan con frecuencia de los excesivos costes en los que incurren las empresas en las que invierten, de forma que, la reducción de éstos es generalmente una de sus demandas cuando comienzan a estar involucrados en las empresas (Bratton, 2007; Klein y Zur, 2009). Por ejemplo, Becht et al. (2009) muestran como uno de los objetivos que el fondo HUKFF persigue en las empresas en las que interviene es la limitación de los costes de capital, consiguiéndolo en el 80%

de los casos. Además, Kruse y Suzuki (2009) proporcionan evidencia de que una de las formas a través de las cuales Steel Partners trata de crear valor en sus empresas japonesas objetivo es reduciendo los elevados costes de éstas. Por ello, si los hedge fuds efectivamente llevan a cabo un papel activo en la supervisión y control a la dirección de las compañías, se espera que las empresas en las que éstos invierten presenten elevados costes de capital durante el año previo a su inversión y que los *hedge funds* traten de reducir estos costes, persiguiendo así un aumento en el valor de la compañía. En base a esto, las hipótesis que se plantean con respecto a los costes de capital son las siguientes:

H1.10. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas caracterizadas por unos elevados costes de capital.

H1.11. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una reducción de los costes de capital tras la inversión del hegde fund.

Para arrojar luz sobre estas hipótesis se utiliza la variable costes de capital (CE).

5.2.2. INFORMACIÓN RELATIVA A LOS MECANISMOS INTERNOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

A continuación, se abordarán las características de gobierno corporativo que presentan las empresas para formular hipótesis sobre cómo estas características pueden determinar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa y el impacto que estos activistas pueden llegar a tener en dichos mecanismo de gobierno. Son muchos los estudios que obtienen evidencia de que, en numerosas ocasiones, los inversores activistas invierten en compañías caracterizadas por una debilidad significativa de sus mecanismos de gobierno, estando entre sus principales objetivos la mejora y el fortalecimiento de éstos. De hecho, como ya se ha señalado en el Capítulo 2, es precisamente en este ámbito donde, tradicionalmente, los activistas institucionales han cosechado un mayor éxito. En el caso de los *hedge funds* activistas, trabajos como los llevados a cabo por Kahan y Rock (2007) y por el *OCDE Steering Group on Corporate Governance* (2007) destacan el relevante papel que estos fondos desempeñan en el gobierno de las empresas. En base a esta evidencia, se plantea la siguiente hipótesis:

H2. La información relativa a los mecanismos internos de gobierno de las empresas influye de forma significativa en las decisiones de inversión de los hedge funds activistas en Europa.

Estos mecanismos de gobierno corporativo pueden clasificarse en dos amplias categorías- internos y externos (Cremers y Nair, 2005). Los mecanismos internos de mayor interés son el Consejo de Administración y la estructura de propiedad de las compañías (Denis y McConnell, 2003), por lo que, en primer lugar, se comntarán estos dos mecanismo internos y, después, se analizarán otros eventos corporativos que podrían tener lugar como consecuencia de la inversión de los *hedge funds*.

5.2.2.1. Consejo de Administración

En la mayoría de los países, las empresas cuentan con Consejos de Administración encargados de representar los intereses de los accionistas. Ente las características de los Consejos que han recibido especial atención, se incluyen el tamaño del Consejo, el porcentaje de consejeros que son externos a la empresa (no ejecutivos), o la estructura de liderazgo de éste. Estas características han sido utilizadas en estudios previos para captar la efectividad con que los Consejos protegen los intereses de los accionistas, ya que éstas afectan a su capacidad de control. Además estas características se determinan internamente en la compañía, a diferencia de la estructura del Consejo, que suele venir determinada por ley.

A los efectos de este estudio, se analizarán dos de estas características: la proporción de consejeros no ejecutivos y la estructura de liderazgo del Consejo.

5.2.2.1.1. Composición del Consejo de Administración

La proporción relativa de consejeros no ejecutivos[53] es una de las características más estudiadas. Estos consejeros, que pueden definirse como aquellos que no llevan a cabo ninguna función de dirección en la empresa, desempeñan un papel fundamental a la hora de ejercer un control

[53] Si bien es posible identificar de forma clara e inequívoca a los consejeros no ejecutivos, es mucho más difícil determinar si estos consejeros externos son, a su vez, independientes o no, debido principalmente a las diferentes definiciones aportadas por los países al respecto de lo que se considera independencia en cada uno de ellos.

sobre la dirección de la empresa y de proporcionar un conocimiento complementario. Fama y Jensen (1983) reconocen que los consejeros no ejecutivos pueden arbitrar en desacuerdos entre directivos y pueden participar en asuntos que conllevan serios problemas de agencia entre la dirección y los accionistas, como es el caso de la fijación de las retribuciones de los directivos o la búsqueda de sustitutos para la alta dirección.

Es importante tener en cuenta que, en algunos países, está establecido por ley que el Consejo tenga una estructura dual contando, pues, con un Consejo de Supervisión y un Consejo de Gestión[54]. Todos los miembros del Consejo de Gestión se consideran consejeros ejecutivos y, además, dado que ninguno de los miembros del Consejo de Supervisión puede desempeñar cargo alguno de gestión o dirección en la empresa, se considera, por tanto, que éstos realizan una función similar a la de los consejeros no ejecutivos en los sistemas unitarios (Kaplan, 1995; Franks y Mayer, 2001).

La importancia de los consejeros no ejecutivos para el buen gobierno de las empresas ha quedado reflejada en la presión a la que han sido sometidas las empresas cotizadas de todo el mundo para que aumentasen la presencia de este tipo de consejeros. Desde principios de la década de los noventa, la mayoría de los países europeos han publicado Códigos de Buenas Prácticas a propuesta de sus gobiernos o de sus principales mercados de valores. Una característica común a todos estos códigos es el requerimiento, o cuanto menos la sugerencia[55], de incluir un porcentaje o número mínimo de consejeros no ejecutivos en los Consejos de Administración.

Quizás, el origen de este movimiento hacia un papel más prominente de los consejeros no ejecutivos puede hallarse en el Informe Cadbury (1992) publicado en el Reino Unido, en el que se recomendaba que las empresas

---

[54] Véase la hipótesis H3.3 relacionada con los factores de gobierno corporativo a nivel de país para una descripción más detallada del sistema dual.

[55] La mayoría de los Códigos se basan en el principio "cumplir o explicar" (en inglés *comply or explain*), el cual confiere flexibilidad a las empresas, ya que no se las requiere cumplir con los principios de gobierno corporativo siempre y cuando expliquen las desviaciones con respecto a dichos principios y proporcionen una explicación al respecto.

cotizadas de dicho país tengan al menos tres consejeros no ejecutivos[56]. Más recientemente, en el actual *Combined Code on Corporate Governance* (2010)[57] se establece que "el Consejo debe incluir una combinación apropiada de consejeros ejecutivos y no ejecutivos (y en particular, consejeros no ejecutivos independientes) de forma que ningún individuo o pequeño grupo pueda dominar la toma de decisiones del Consejo". Además, añade que, excepto en el caso de las pequeñas compañías (aquellas por debajo del FTSE 350), al menos la mitad del Consejo, sin incluir al Presidente, debe estar conformado por consejeros no ejecutivos independientes, lo cual implica que los consejeros no ejecutivos serán mayoría frente a los ejecutivos.

De forma similar, el Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas adoptado en España en 2006, recomienda "que los consejeros externos dominicales e independientes constituyan una amplia mayoría del Consejo y que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario, teniendo en cuenta la complejidad del grupo societario y el porcentaje de participación de los consejeros ejecutivos en el capital de la sociedad". Mucho más explícito, el *Código Belga de Gobierno Corporativo* de 2009 recomienda directamente una fracción mínima de consejeros externos, estableciendo que al menos la mitad del Consejo debe estar integrada por consejeros no ejecutivos, y al menos, tres de éstos deben ser independientes.

La Comisión Europea (2005) también ha sido muy activa a la hora de favorecer un buen gobierno corporativo en el seno de la Unión Europea y, en 2005, en el marco de su plan de acción, la Comisión Europea publicó una recomendación en relación al papel que desempeñan los consejeros externos en las empresas cotizadas que busca reforzar las funciones de estos consejeros y promover estándares que aseguren que los Consejos ofrecen suficientes garantías de independencia.

Además de todas estas propuestas regulatorias, un número de estudios empíricos también han proporcionado evidencia que apoya la

---

[56] Hillier y McColgan (2006) proporcionan evidencia sobre la evolución de los Consejos de Administración en el Reino Unido tras la publicación del *Informe Cadbury*.

[57] En el Anexo 3, se presentan las recomendaciones recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los 15 países incluidos en la muestra, en relación a la presencia de consejeros no ejecutivos en el Consejo y a la separación de los cargos de consejero delegado y presidente del Consejo.

importancia de los consejeros no ejecutivos. Muchos de estos trabajos analizan la relación existente entre la presencia de consejeros no ejecutivos en los Consejos y la rentabilidad de las empresas. En este sentido, Hermalin y Weisbach (1988) documentan que, cuando las empresas obtienen rentabilidades muy pobres, es muy probable observar la entrada de consejeros no ejecutivos así como la salida de consejeros ejecutivos del Consejo, puesto que la escasa rentabilidad pone de manifiesto la necesidad de un nuevo enfoque o de una mayor supervisión, por lo que las vacantes dejadas en el Consejo por los consejeros ejecutivos tienen una elevada probabilidad de ser ocupadas por consejeros externos.

Asimismo, Weisbach (1988) observa que, en aquellas compañías que tienen una mayoría de consejeros externos en sus Consejos, la rotación del primer ejecutivo de las empresas está mucho más correlacionada con la rentabilidad de éstas que en las empresas en las que los Consejos están dominados por miembros ejecutivos, lo cual refleja la importancia de los consejeros no ejecutivos en la supervisión y control a la dirección. Más recientemente, Hossain et al. (2001) analizan la relación entre la rentabilidad de las empresas neozelandesas y la presencia de consejeros no ejecutivos en los Consejos, antes y después del establecimiento de la regulación conocida como "*Companies and Financial Reporting Acts*" de 1993, obteniendo que, en este país, la presencia de consejeros externos en el Consejo influye positivamente en la rentabilidad de las empresas.

Rosenstein y Wyatt (1990) examinan los efectos que en la riqueza de los accionistas genera el nombramiento de consejeros externos y proporcionan evidencia de que estos nombramientos suelen ir acompañados, por término medio, de rendimientos anormales positivos, lo que es consistente con la idea de que las elecciones de consejeros no ejecutivos se realizan en interés de los accionistas. De forma similar, Kaplan y Minton (1994) también examinan el nombramiento de consejeros externos, pero en este caso en Consejos de empresas japonesas, y señalan que estos nombramientos aumentan tras una rentabilidad escasa y una pérdida de ingresos, contribuyendo a estabilizar y mejorar modestamente la rentabilidad de las compañías.

Dahya y McConnell (2005) se centran en las decisiones sobre el nombramiento del primer ejecutivo en las empresas y demuestran que la probabilidad de que se produzca el nombramiento de un consejero delegado externo aumenta cuanto mayor es la proporción de consejeros externos.

Asimismo, también observan que el exceso de rentabilidad asociado al nombramiento de los consejeros delegados externos es significativamente superior al que experimentan las empresas cuando tiene lugar el nombramiento de un consejero delegado interno, indicando que los inversores tienden a valorar positivamente el nombramiento de consejeros delegados externos, lo que a su vez sugiere que los Consejos con un número significativo de consejeros externos tomarán decisiones diferentes y aparentemente mejores que los Consejos dominados por consejeros ejecutivos. Estos resultados son similares a los obtenidos por Borokhovich et al. (1996) en relación a la composición de los Consejos y al nombramiento de los primeros ejecutivos en empresas estadounidenses.

Teniendo en cuenta la evidencia arriba comentada, parece claro que los consejeros no ejecutivos realizan una supervisión eficiente. Por esta razón, no sorprende el hecho de que uno de los principales objetivos de los activistas en las empresas en las que se involucran es aumentar la independencia de los Consejos (Gillan y Starks, 2000). Los activistas, en ocasiones, utilizan su poder en las empresas para nombrar consejeros externos, reduciendo así los costes de agencia entre los propietarios y la dirección a fin de aumentar el valor de la compañía.

Asimismo, varios estudios sobre el activismo de los *hedge funds* apuntan al papel activo que desempeñan estos fondos promoviendo cambios en los Consejos de Administración de sus empresas objetivo, llegando, incluso, a conseguir representación en éstos. Por ejemplo, Klein y Zur (2009) demuestran que los *hedge funds* obtienen bastante éxito a la hora de obtener representación en los Consejos, y Becht et al. (2009) señalan que uno de los principales objetivos del fondo HUKFF es la consecución de cambios en la composición de los Consejos de sus empresas objetivo. También en esta línea, Bessiere et al. (2010) cuentan cómo los *hedge funds* activistas Centaurus y Pardus consiguieron hacerse con sendos asientos en el Consejo de Supervisión de la compañía francesa Atos Origin, y Kruse y Suzuki (2009) proporcionan evidencia similar para el caso del *hedge fund* Steel Partners en dos de las tres campañas activistas de este *hedge fund* analizadas. Como consecuencia, cabe esperar que los *hedge funds* activistas inviertan en empresas europeas con Consejos dominados por consejeros ejecutivos y traten de modificar la composición de estos Consejos, incrementando la presencia de consejeros externos para dotarles de una mayor independencia e imparcialidad. Todo ello lleva a la formulación de las siguientes hipótesis:

H2.1. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas cuyos Consejos de Administración tienen una elevada proporción de consejeros ejecutivos.

H2.2. Los Consejos de Administración de las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan un aumento en el número de consejeros externos tras la inversión del hegde fund.

Para contrastar estas hipótesis se revisan los informes anuales[58] de cada una de las empresas que integran la muestra objetivo y se recopila la información relativa al número de consejeros ejecutivos y no ejecutivos que integran sus Consejos durante el año previo a la inversión del *hedge fund* activista, durante el año en el que ésta tiene lugar, y durante el año posterior[59]. Asimismo, se comprueba en qué empresas los propios *hedge funds* han conseguido representación en los Consejos. Toda esta información también se recopila para el caso de las empresas de control.

5.2.2.1.2. Estructura de liderazgo del Consejo

La segunda característica que se analiza relativa al Consejo es su estructura de liderazgo. Todas las empresas cotizadas deben tomar una decisión a este respecto: unitaria o dual. Una estructura unitaria de liderazgo se define como aquella en la que una misma persona desempeña los cargos de presidente y primer ejecutivo de la empresa, mientras que, en una estructura de liderazgo dual, estos dos cargos son desempeñados por dos individuos distintos[60].

En general, la evidencia aportada a este respecto demuestra que la separación de ambos cargos tiene implicaciones positivas para la rentabilidad y el gobierno de las compañías, si bien existe también evidencia, aunque más bien limitada, que sugiere que no existe relación

---

[58] Algunas empresas no proporcionan esta información en sus informes anuales, sino en informes específicos de gobierno corporativo también publicados anualmente.

[59] En aquellos países con una estructura dual del Consejo (*two tier system*), únicamente se han considerado como consejeros no ejecutivos a aquellos miembros del Consejo de Supervisión que representan a los accionistas de la empresa, excluyendo, por tanto, a aquellos consejeros que representan a los empleados de la compañía y en cuyos nombramientos no pueden influir los *hedge funds*.

[60] Debe tenerse en cuenta que algunos autores utilizan la expresión "dualidad del primer ejecutivo" para referirse a la circunstancia en la que éste desempeña también el cargo de presidente.

alguna entre la estructura de liderazgo y la rentabilidad de las empresas (Vafeas y Theodorou, 1998) o que establece que la estructura de liderazgo que separa los cargos de primer ejecutivo-presidente únicamente es eficiente para los accionistas si la reducción en los costes de agencia que resulta de un mayor control sobre el comportamiento del consejero delegado de la empresa, no se compensa con otros costes de agencia, información, etc. que resultan del cambio de estructura (Brickley et al., 1997).

Fama y Jensen (1983) argumentan que los costes de agencia en las grandes corporaciones se reducen al separar la gestión de la decisión (derechos a iniciar e implementar recomendaciones para la distribución de recursos) del control de la decisión (derechos a ratificar y controlar la implementación de las asignaciones de recursos). Por tanto, la concentración de la gestión y del control de la decisión en un mismo individuo reduce la efectividad del Consejo a la hora de llevar a cabo sus funciones de supervisión y gobierno de la empresa.

Igualmente, Jensen (1993), en su *Presidential Address to the American Finance Association* defiende que la falta de independencia en el liderazgo en aquellas empresas en las que el primer ejecutivo desempeña también el cargo de presidente da lugar a un menor control sobre la alta dirección de las compañías y, por tanto, al agravamiento de los problemas de agencia, ya que el Consejo no puede llevar a cabo sus funciones de forma efectiva, especialmente las funciones relacionadas con la evaluación y el reeemplazo del consejero delegado.

Rechner y Dalton (1991) también obtienen resultados que apoyan la separación de ambos cargos al examinar la estructura de liderazgo de 141 empresas del *Fortune 500* durante un periodo de seis años. Muestran como las empresas que optan por una estructura de liderazgo independiente incurren en menores costes y obtienen rentabilidades más elevadas que aquellas compañías que no separan los cargos de consejero delegado y presidente. Pi y Timme (1993) confirman estos resultados para el sector bancario, demostrando que las estructuras de liderazgo que combinan ambos puestos son potencialmente subóptimas pues los bancos que separan estos cargos experimentan menores costes y una mayor rentabilidad económica.

Más recientemente, Goyal y Park (2002) señalan que la sensibilidad de la rotación del consejero delegado a la rentabilidad de la empresa es menor cuando los cargos de consejero delegado y presidente se confieren a

la misma persona, lo que pone de manifiesto que la falta de independencia en las empresas que combinan ambos cargos reduce la capacidad de supervisión y dificulta el reemplazo de los consejeros delegados en caso de bajos rendimientos.

Basándose en muchos de los argumentos planteados en esta literatura, los reguladores también se han posicionado claramente a favor de la separación de los cargos de presidente y consejero delegado en aquellos países con Consejos unitarios (*one tier-system*)[61]. Por ejemplo, uno de los principios incluidos en la *Recomendación sobre el papel de los consejeros no ejecutivos o supervisores de las empresas cotizadas en la Unión Europea* (Comisión Europea, 2005), es la separación de dichos cargos, ya que ésta se considera una condición fundamental para garantizar que la dirección de la empresa esté sujeta a una supervisión eficiente e independiente.

Además, algunos códigos de buenas prácticas también recomiendan específicamente que las funciones de primer ejecutivo y presidente deben asignarse a individuos distintos. Por ejemplo, el *Código Italiano de Gobierno Corporativo*, publicado en 2006, sugiere que "la separación de las funciones de presidente y consejero delegado podría reforzar las características de imparcialidad y equilibrio que se requieren por parte del presidente del Consejo". Por su parte, el *Código Belga de Gobierno Corporativo* de 2009 también recomienda una clara división de responsabilidades entre el presidente y el consejero delegado de las empresas. En cambio, otros códigos, como es el caso del *Código Francés de Gobierno Corporativo para las Empresas Cotizadas* publicado en 2008, no se posicionan a favor de ninguna de las dos fórmulas posibles, sino que permiten que los Consejos elijan entre la separación de las dos funciones o la combinación de ambas en una misma persona.

Los inversores activistas también han expresado una preocupación similar en relación a la atribución de los cargos de presidente y primer ejecutivo a un mismo individuo[62] (Vafeas y Theodorou, 1998; Goyal y Park, 2002). Además, Mak y Li (2001) obtienen evidencia de que la estructura de liderazgo dual se asocia generalmente con una estructura de propiedad

---

61 El sistema dual se basa, por naturaleza, en la separación de estas dos funciones.

62 Ejemplos de activistas demandando la separación de las dos funciones pueden observarse en Financial Times (2009), Financial Times (2008) o Bloomberg (2009).

mucho más concentrada, lo que sugiere que los grandes accionistas influyen positivamente en la capacidad de supervisión del Consejo al requerir a las empresas que separen los cargos de presidente y consejero delegado.

Teniendo en cuenta la evidencia proporcionada en el ámbito académico y la tendencia de los reguladores en lo que se refiere a la separación de las funciones de presidente del Consejo y consejero delegado de una empresa, cabe esperar que los *hedge funds* prefieran invertir en empresas donde el consejero delegado desempeñe también el cargo de presidente y una vez posicionados en la compañía demandarán la separación de estas funciones para mejorar la efectividad del gobierno de dicha empresa y conseguir así un aumento en el valor de ésta para sus accionistas. La formulación de dichas hipótesis es la siguiente:

H2.3. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas en las que una misma persona aglutina las funciones de primer ejecutivo y presidente.

H2.4. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas separan las funciones de primer ejecutivo y presidente del Consejo tras la inversión del hegde fund.

Para contrastar estas hipótesis, se revisan los informes anuales[63] de las empresas incluidas en la muestra objetivo y se comprueba si las funciones de consejero delegado y presidente estaban desempeñadas por un mismo individuo o no, tanto antes como después de la inversión del *hedge fund* activista. Esta información también ha sido recopilada para las empresas que forman parte de la muestra de control.

5.2.2.1.3. Rotación de los miembros del Consejo de Administración

Asimismo, como las hipótesis anteriores establecen que, una vez involucrados en las compañías, los *hedge funds* activistas tratarán de incrementar la presencia en el Consejo de consejeros externos, así como separar las funciones del presidente y consejero delegado, cabe esperar, por tanto, una elevada rotación de los miembros del Consejo de las empresas en las que invierten estos activistas.

[63] En algunas compañías, esta información no está disponible en sus informes anuales, sino en informes específicos de gobierno corporativo que se publican anualmente.

Además, dada la evidencia proporcionada sobre la relación existente entre la rotación de los miembros del Consejo y la rentabilidad de las compañías (Kaplan, 1995; Franks y Mayer, 2001; Huson et al., 2001) y sobre el grado de sensibilidad del cambio de consejero delegado con respecto al rendimiento de empresa dependiendo de la estructura de liderazgo (Goyal y Park, 2002), se espera que muchas de estas compañías cambien de consejeros delegados y presidentes como máximos responsables de la escasa rentabilidad de las empresas, lo cual es coherente con la literatura sobre el activismo de los *hedge funds* que señala que muchos de estos activistas solicitan la dimisión del primer ejecutivo de las empresas en las que invierten, por lo que los cambios en este puesto son frecuentes tras la inversión de los *hedge funds* (Brav et al., 2008a; Klein y Zur, 2009; Becht et al., 2009). Las hipótesis que se plantean en este sentido son las siguientes:

H2.5. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una mayor rotación de consejeros tras la inversión del hegde fund.

H2.6. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas reemplazan con mayor frecuencia a su consejero delegado y a su presidente del Consejo tras la inversión del hegde fund.

Para arrojar luz sobre estas últimas hipótesis, se procede a consultar los informes anuales de las empresas que conforman la muestra objetivo con el fin de recopilar la información necesaria para calcular la rotación de los miembros del Consejo: número de consejeros que dejan de formar parte del Consejo durante el año en el que el *hedge fund* invierte en la empresa (también se calcula la rotación teniendo en cuenta el año posterior a la inversión), dividido entre el número total de consejeros que integraban el Consejo durante el año anterior a la inversión del *hedge fund*. Además, revisando estos informes anuales se comprueba en qué empresas se produce un cambio de consejero delegado o de presidente del Consejo después de la inversión del *hedge fund* activista. Toda esta información también ha sido recopilada para las empresas de la muestra de control.

5.2.2.2. Estructura de Propiedad

Un gran número de estudios han aportado evidencia que confirma la importancia de una estructura de propiedad concentrada para un buen

gobierno de las empresas, ya que los grandes accionistas tienen los incentivos necesarios para informarse bien y supervisar al equipo directivo de las empresas (Por ejemplo, Shleifer y Vishny (1986), Franks y Mayer (2001) y Gorton y Schmid (1999), entre otros, aportan evidencia sobre la función de control desempeñada por los grandes accionistas de las compañías).

Como demuestran los trabajos que analizan las participaciones que los *hedge funds* activistas adquieren en sus empresas objetivo, estos fondos no suelen adquirir participaciones que les otorguen el control de las compañías, por lo que necesitan formar coaliciones con otros accionistas para que voten sus propuestas. Si la estructura de propiedad es muy dispersa, a los *hedge funds* les resultará muy difícil conseguir un apoyo significativo del resto de accionistas para sus iniciativas, por lo que cabe esperar que los *hedge funds* inviertan en empresas con una estructura de propiedad relativamente concentrada.

Además, otro argumento a favor de esta hipótesis es que, según Shivdasani (1993) y Shleifer y Vishny (1986), los grandes accionistas poseedores de bloques significativos de acciones facilitan las fusiones y adquisiciones, por lo que podrían ayudar a los *hedge funds* activistas a la hora de promover eventos de control corporativo que, como se demostrará en el siguiente Capítulo, es uno de los principales objetivos de los *hedge funds* activistas. No obstante, a pesar de que se espera que los *hedge funds* prefieran empresas con una estructura de propiedad relativamente concentrada, también se espera que éstos eviten invertir en compañías con un accionista mayoritario que controle la empresa (con más del 50% de los derechos de voto), ya que, en estos casos, los *hedge funds* podrían carecer del poder o de los incentivos necesarios para realizar propuestas que fuesen contrarias a las decisiones del accionista que tienen el control. De acuerdo con lo anterior, se plantea la siguiente hipótesis:

H2.7. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas que presentan una estructura de propiedad relativamente concentrada.

Para contrastar esta hipótesis, se calcula para cada una de las empresas de la muestra objetivo (y para sus empresas de control correspondientes) la fracción del capital social que poseen sus tres accionistas principales. Esta información ha sido recopilada a partir de los informes anuales de las compañías (o informes de gobierno corporativo en

determinados casos) correspondientes a tres periodos: el año previo a la inversión del hedge fun activista, el año en el que se produce la inversión y el año siguiente.

5.2.2.3. Otros Eventos Corporativos

Como se ha sugerido previamente, aquellas empresas cuyo sistema de gobierno corporativo es muy débil tienen una mayor probabilidad de ser elegidas por los *hedge funds* activistas, ya que estos inversores pueden restaurar el valor de estas compañías introduciendo mejoras en su sistema de gobierno. Hasta el momento, dos mecanismos internos de gobierno, el Consejo de Administración y el nivel de concentración de la estructura de propiedad, han sido los que han acaparado nuestra atención. Sin embargo, los *hedge funds* pueden desempeñar un papel activo en otros ámbitos del gobierno de las empresas, de forma que, como medida alternativa del impacto de los *hedge funds* en las empresas en las que invierten, podría analizarse también si los *hedge funds* consiguen movilizar apoyo a fusiones, adquisiciones, *buyouts*, etc. en los que las compañías objetivo son parte implicada, o si estas empresas llevan a cabo cambios significativos en las políticas corporativas después de la entrada del *hedge fund*.

Del Guercio y Hawkins (1999) valoran la efectividad de los fondos de pensiones activistas en cuanto a la generación de eventos relacionados con el gobierno de las empresas en las que invierten o de cambios en las políticas de estas compañías que suponen respuestas por parte de la dirección a la inversión de los fondos, observando que, las empresas que reciben propuestas por parte de fondos de pensiones públicos, experimentan un elevado número de eventos corporativos, así como un número significativo de cambios en sus políticas de empresa relacionados con la venta de activos, procesos de reestructuración y despidos. Además, estas empresas tienen una elevada probabilidad de recibir una oferta de adquisición hostil.

En línea con esta evidencia, otros estudios sugieren que los activistas no sólo son precursores de eventos de control, sino que, además, también influyen en el proceso de negociación y en el resultado de estos eventos. Gaspar et al. (2005) muestran que los inversores institucionales con importantes incentivos para invertir recursos en la supervisión de las empresas, pueden permanecer invertidos en las empresas hasta que todos los beneficios que esperan obtener de la transacción se materializan en la

prima ofrecida. Por tanto, en aquellos casos en que la empresa en la que están invertidos recibe una oferta de adquisición o fusión, estos accionistas tienen una fuerte posición negociadora en la transacción, y reducen las posibilidades de que la dirección de la compañía negocie no sólo el precio que se va a pagar, sino también su posición futura en la compañía resultante.

Al mismo tiempo, dado que los directivos de las empresas que realizan la oferta tienen incentivos para llevar a cabo adquisiciones que les proporcionen beneficios privados (Jensen, 1986), Qiu (2006) obtiene evidencia de que los principales fondos de pensiones públicos que han invertido en empresas que lanzan la oferta reducen la probabilidad de que estas compañías lleven a cabo fusiones o adquisiciones que reduzcan su valor y que estén impulsadas únicamente por los incentivos de sus directivos.

Más concretamente, para el caso de los *hedge funds* activistas, Greenwood y Schor (2009) documentan que las empresas en las que invierten estos fondos tienen una elevada probabilidad de ser adquiridas y que, precisamente, el activismo que se lleva a cabo es más exitoso en aquellas compañías que finalmente dejan de cotizar en Bolsa después de la inversión del activista. Además, tanto Boyson y Mooradian (2008) como Stokman (2007) señalan que uno los objetivos que con mayor frecuencia persiguen los *hedge funds* activistas en sus empresas objetivo es facilitar fusiones y adquisiciones. También en esta línea, Bratton (2007) apunta que éstos activistas desempeñan un papel relevante en las transacciones en las que están implicas las empresas en las que han invertido, alterando significativamente los términos de éstas. Por todo ello, cabe esperar que los *hedge funds* activistas promuevan eventos de control corporativo en las empresas europeas en las que invierten, desempeñando un papel clave en la fijación de los términos de éstos, lo que lleva a la formulación de la siguiente hipótesis:

H2.8. En las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas se produce un número significativo de eventos de control corporativo tras la inversión del hegde fund.

Además, Tonello (2008) argumenta que estos activistas han comenzado a centrarse también en ajustes organizativos, operacionales y estratégicos, ya que pueden obtener una recompensa por parte del mercado a través del aumento del valor de las empresas. De acuerdo con esta visión,

Becht et al. (2009) proporcionan evidencia de que, en casi el 90% de las inversiones activistas del HUKFF, el fondo tiene por objetivo la reestructuración de las operaciones de empresas diversificadas con el fin que éstas se centren en sus actividades más rentables (por ejemplo, vendiendo las divisiones y activos que no constituyen el núcleo del negocio y limitando las inversiones de diversificación y adquisiciones de la empresa). Por consiguiente, la reestructuración de las empresas y la escisión de unidades se incluyen generalmente entre los objetivos perseguidos por los *hedge funds*, tal y como se recoge en muchos de los trabajos e informes sobre el activismo de los *hedge funds* (Tonello, 2008; Brav et al., 2008a).

Asimismo, otros autores, como Bellini (2009) o Hamao et al. (2010) indican que las recompras de acciones también constituyen una de las demandas que con frecuencia los *hedge funds* exponen a la dirección de sus compañías objetivo. De acuerdo con lo anterior, se espera que las empresas europeas en las que invierten los *hedge funds* activistas lleven a cabo procesos de reestructuración, inicien programas de recompras de acciones, o incluso pongan en marcha procesos de expansión de la compañía llevando a cabo numerosas adquisiciones de empresas durante la inversión del *hedge fund* activista. La última hipótesis, por tanto, establece lo siguiente:

H2.9. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan cambios significativos en su estrategia y en su política corporativa (reestructuraciones, recompra de acciones, procesos de expansión, etc.) tras la inversión del hegde fund.

Para contrastar estas dos hipótesis (H2.8. y H.2.9.) y examinar el impacto de los activistas en las empresas, se ha procedido a analizar los eventos significativos y los cambios en las políticas de gestión que tienen lugar mientras los *hedge funds* activistas permanecen invertidos en las compañías. Para cada empresa de la muestra, se han realizado búsquedas en la base de datos de noticias *Nexis* para recopilar eventos significativos de control corporativo (adquisiciones, fusiones, *buyouts*, salidas de Bolsa) y eventos que indican una respuesta por parte de la dirección de la empresa y que normalmente conllevan cambios corporativos (procesos de

reestructuración[64], cambios en el Consejo, programas de recompra de acciones, procesos de expansión) durante el periodo de inversión de los *hedge funds* activistas. Asimismo, este procedimiento de recopilación de información también ha permitido comprobar si las demandas que realizan los *hedge funds* a las empresas son conocidas públicamente, examinando si existen noticias que relacionan directamente al *hedge fund* y a la empresa en cuanto a la campaña de activismo se refiere.

Por último, indicar que la recopilación de noticias se ha llevado a cabo desde la fecha en que el *hedge fund* adquiere el 1% del capital de la empresa hasta la salida del mismo de la compañía. En aquellas empresas que reciben la inversión de varios activistas, el periodo considerado es aquel comprendido entre la inversión del primer *hedge fund* hasta la salida del último.

5.2.3. MARCO LEGAL E INSTITUCIONAL

Aunque las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas pueden estar influidas por las características de las empresas, aquellos factores institucionales que facilitan o impiden un control efectivo por parte de los *hedge funds* también pueden afectar la decisión de éstos de convertirse en activistas en las empresas europeas. En otras palabras, la disposición de los *hedge funds* a desempeñar un papel activo en las compañías puede variar dependiendo de las condiciones externas que afectan a los potenciales costes y beneficios de dicho activismo. Por tanto, la propensión al activismo de los *hedge funds* será mayor en aquellos países que tengan un marco legal e institucional más robusto que refuerce la capacidad de intervención de los *hedge funds* en las empresas y que reduzca los costes de supervisión, mientras que esta propensión será menor en aquellos países con un entorno legal e institucional más débil que hace que el control ejercido por los *hedge funds* activistas sea más difícil y costoso.

En este sentido, Li et al. (2006) sugieren que un entorno fuerte de gobierno corporativo a nivel macro desempeña un papel importante al

[64] Se considera que una compañía está inmersa en un proceso de reestructuración cuando lleva a cabo importantes desinversiones de activos, planes de reducción de costes o despidos de empleados significativos.

proporcionar la infraestructura necesaria para incrementar la eficacia y eficiencia de la supervisión, por lo que este contexto puede animar a inversores institucionales, incluidos los *hedge funds*, a adquirir y mantener posiciones más concentradas en la empresas , lo que a su vez induce a estos inversores a ejercer un mayor control sobre estas compañías (Shleifer y Vishny, 1986). Esta evidencia lleva a plantear la siguiente hipótesis:

H3. El entorno legal e institucional influye de forma significativa en las decisiones de inversión de los hedge funds activistas en Europa.

Siguiendo a Hillier et al. (2010) y Aledo et at. (2011) se han considerado tres factores del gobierno corporativo a nivel macro a la hora de analizar su impacto en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa: la protección del inversor, el desarrollo de los mercados financieros y los mecanismos de control corporativo.

5.2.3.1. Protección al inversor

Cuando los inversores adquieren acciones de una empresa, generalmente obtienen ciertos derechos y poderes entre los que se incluyen el derecho a recibir dividendos en proporción a la participación que se tenga en la propiedad de la empresa, el derecho a suscribir nuevas acciones con los mismos términos que los *insiders,* el derecho a participar en las votaciones para elegir consejeros, el derecho a participar en las juntas de accionistas, el derecho a presentar demandas contra los consejeros, así como el derecho a recibir la información necesaria para ejercer sus derechos (La Porta et al., 2000b). Al adquirir las acciones y, de esta forma, financiar a las empresas, los accionistas minoritarios corren el riesgo de que la rentabilidad de sus inversiones no llegue a materializarse porque los directivos de la empresa o los accionistas dominantes de la misma les expropien. Por tanto, la forma en que el sistema legal protege a los inversores minoritarios de esta expropiación y garantiza sus derechos se convierte en un aspecto fundamental para éstos.

Además, aunque los derechos de los accionistas son importantes, esta importancia se debilita si no se vela por su cumplimiento de forma efectiva, por lo que la aplicación de las leyes es tan crucial como su contenido. En la mayoría de los países, los reguladores del mercado, los tribunales y los propios participantes del mercado se encargan de hacer cumplir las leyes y regulaciones. Sin embargo, el modo en que las leyes

protegen a los inversores y la forma en que se vela por el cumplimiento de estas leyes varía de forma sistemática entre países, en parte debido a las diferencias en cuanto su tradición legal (La Porta et al., 1998). Históricamente las tradiciones legales más importantes en el mundo han sido la tradición legal de derecho común (en inglés, *common law*) –adoptada por países de influencia anglosajona tales como Reino Unido, EE.UU., Australia o Canadá, entre otros– y la tradición legal civil (en inglés, *civil law*) – adoptada por la mayor parte de los países de Europa Continental y de los países de América del Sur. Ésta última se subdivide, además, en tres ramas (francesa, alemana y escandinava).

Desde el trabajo seminal de La Porta et al. (1997,1998), el origen del sistema legal se ha convertido en un elemento esencial a contemplar en todas las explicaciones que se proporcionan desde un punto de vista institucional sobre las diferencias existentes entre países. Estos autores documentan empíricamente que el nivel de protección y defensa que las leyes confieren a los accionistas varía sistemáticamente en función de la tradición legal del país, estando más protegidos los derechos de los inversores en los países de tradición legal común como consecuencia de su propia evolución histórica y, especialmente, de su sistema judicial (véase, por ejemplo, La Porta et al., 1997, 1998; Levine, 1999, 2005). En este sentido, Ergungor (2004) señala que el derecho común basado en tribunales y jueces con amplios poderes para interpretar, moldear y crear leyes a través de la jurisprudencia es mucho más efectivo tanto en la resolución de conflictos como en la salvaguardia de los derechos de propiedad.

También en esta línea, Djankov et al. (2003) construyen un índice sobre el nivel de formalismo de los procedimientos judiciales y señalan que este formalismo es mayor en países de tradición legal civil, asociándose con una mayor duración de los trámites, una menor imparcialidad en las decisiones judiciales y un mayor nivel de corrupción. Por el contrario, en los países de tradición legal común se observa una mayor independencia del sistema judicial (La Porta et al., 2004), así como un mayor control a la dirección de las empresas al disminuir la carga probatoria en los juicios y aumentar el ámbito de decisión de la dirección que está sujeto a revisión judicial (Johnson et al., 2000).

Los accionistas activistas necesitan poder ejercer influencia y hacer uso de sus derechos con el fin de supervisar a la dirección de las empresas de forma eficiente y desempeñar un papel activo en las mismas. Si bien

estas habilidades dependen en parte de las características de las compañías en las que invierten, lo cierto es que éstas son fundamentalmente el resultado de las leyes y regulaciones. Por tanto, cabe esperar que los *hedge funds* activistas prefieran invertir en empresas situadas en países que confieren importantes derechos a los accionistas y que velan por el cumplimiento de éstos. En estos países, la capacidad de supervisión de los activistas se verá reforzada y, por consiguiente, les resultará más rentable invertir recursos para mejorar el gobierno de las empresas. Por el contrario, en aquellos países caracterizados por una debilidad regulatoria, los *hedge funds* podrían carecer de la flexibilidad necesaria para mejorar las prácticas de gobierno de las empresas o del poder necesario para disciplinar la labor de los directivos.

Confirmando esta hipótesis, la literatura relacionada con el activismo revela que, en determinados casos, el marco regulatorio ha impuesto importantes costes y elementos procedimentales disuasorios a todos aquellos inversores que tratan de supervisar la actuación de la dirección de la empresa y promover un cambio corporativo, lo que ha desencadenado la pasividad de éstos. Por ejemplo, Black (1990) argumenta que la pasividad de los accionistas se debe en parte a una combinación de obstáculos legales que dificultan las actuaciones individuales y colectivas de los accionistas. Pound (1991) analiza las regulaciones de la SEC relativas a la delegación de poderes y sus efectos en el gobierno corporativo, y también señala que las normas han contribuido al aislamiento de los accionistas reduciendo su incentivo para comunicarse y emprender acciones coordinadas. En esta misma línea, Black y Coffee (1994) y Black (1998) también apuntan a las barreras legales a la hora de proporcionar una explicación en relación a la falta de actividad por parte de los inversores activistas.

De acuerdo con lo anterior, se considera que el activismo de los *hedge funds* y la protección del inversor actúan como mecanismos de gobierno complementarios, lo que concuerda con la creciente literatura que documenta la complementariedad entre los mecanismos de gobierno corporativo a nivel micro y macro (véase, por ejemplo, Klapper y Love, 2004; Li et al., 2006; Doidge et al., 2007; y Kim et al., 2007). Por tanto, se plantea la siguiente hipótesis en relación al nivel de protección del accionista:

H3.1a. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por una fuerte protección del inversor.

Sin embargo, otros argumentos señalan en la dirección opuesta a lo comentado en los párrafos anteriores. Por ejemplo, Shleifer y Vishny (1997), La Porta et al. (1998) y Denis y McConnell (2003) defienden que la presencia de un accionista significativo en la propiedad de las empresas tiene un efecto positivo mayor en aquellas compañías localizadas en países con una protección de los accionistas más deficiente, precisamente porque, en estos países, se necesita más la presencia de un accionista con incentivos suficientes para intentar solventar los problemas de agencia.

Considerando esta literatura, cabría esperar que los *hedge funds* prefieran invertir en empresas ubicadas en países con sistemas regulatorios más débiles, ya que, en estos países, las empresas tienen una mayor necesidad de mecanismos eficientes de gobierno corporativo para compensar la ausencia de leyes sólidas y de sistemas que garanticen el cumplimiento de las mismas, por los que los inversores recompensarían cualquier mejora en el gobierno de las empresas en comparación con el resto de las empresas del país (Klapper y Love, 2004).

Además, Doidge et al. (2004) aportan otro argumento basado en la expropiación llevada a cabo por los accionistas mayoritarios. Dado que estos accionistas tienen más incentivos para expropiar a los accionistas minoritarios en aquellos países con una menor protección al inversor (La Porta el al., 1999, 2000; Dyck y Zingales, 2004), los *hedge funds* podrían contribuir a limitar el consumo de beneficios privados por parte de los accionistas dominantes al llevar a cabo una mayor supervisión y control, lo que se traduciría en una mejor rentabilidad de la empresa y en un mayor valor de mercado de la misma.

En este caso, el activismo de los *hedge funds* y la protección a los accionistas se consideran sustitutivos, por lo que se espera una relación negativa entre ellos (La Porta et al. (1998), Durnev y Kim (2005) y Kim et al. (2007) proporcionan más evidencia sobre la relación sustitutiva entre el sistema legal y los mecanismos de gobierno corporativo internos en las empresas, entre los que cabría incluir al activismo). Esta evidencia lleva inevitablemente a plantear la siguiente hipótesis alternativa en relación al nivel de protección del accionista:

H3.1b. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por una fuerte protección al inversor.

Para contrastar estas hipótesis, se han tomado como referencia los trabajos de Hillier et al. (2010) y Aledo et al. (2011) y se han utilizado varias medidas del nivel de protección de los inversores en los distintos países incluidas en La Porta et al. (1997,1998) para crear una variable *proxy* que fusiona los tres aspectos relativos a la protección del inversor a los que hemos hecho referencia en los párrafos anteriores.

En primer lugar se ha creado una variable *dummy, DCL_i,* que toma el valor de 1 si la empresa pertenece a un país de tradición legal común, y 0 si pertenece a un país de tradición legal civil. En segundo lugar, se ha construído un índice sobre el nivel de cumplimiento de las leyes en los diferentes países sumando dos índices que se presentan La Porta et al. (1998) en relación al mismo: "*Efficiency of the Judicial System*" y "*Law and Order*". A partir de este índice, se ha construído una variable *dummy, DEF_i,* que toma el valor de 1 para aquellas empresas localizadas en un país con un índice de cumplimiento por encima o igual a la mediana, y 0 en caso contrario. En tercer lugar, se ha utilizado el índice "Antidirector Rights" replanteado por Spamann (2010)[65], el cual refleja el modo en que el sistema legal protege a los accionistas minoritarios en el proceso de toma de decisiones que se produce en el seno de las empresas, para definir una variable *dummy, DAR_i,* que toma el valor de 1 si las compañías pertenecen a un país con un valor del índice superior o igual a su mediana, y 0 en caso contrario.

Por último, se han sumado las tres variables *dummy* anteriores, DCL_i, DEF_i y DAR_i, para crear una nueva variable *dummy, DEP_i,* que es igual a 1 para aquellas empresas que pertenecen a países con un nivel de protección del inversor superior o igual a la mediana, y 0 en caso contrario.

---

65 El denominado "*Antidirector Rights Index*" (de aquí en adelante, ADRI), introducido por La Porta et al. (1998), ha sido una medida de la protección del inversor de uso extendido en la literatura. Sin embargo, algunos académicos han puesto en duda la fiabilidad y precisión del ADRI original (Braendle, 2006; Berndt, 2002; Cools, 2005; Spamann, 2005). En respuesta a estas críticas, Djankov et al. (2008) publicaron el ADRI "revisado", el cual clarifica y modifica sustancialmente algunos de los componentes del índice original, presentando los valores referidos a las regulaciones en vigor en mayo de 2003. A efectos de los análisis del presente trabajo, se ha utilizado el ADRI "corregido" que presenta Spamann (2010), el cual reconsidera nuevamente este índice ofreciendo la medida relativa al nivel de protección del inversor minorista más consistente y fácilmente reproducible hasta la fecha.

5.2.3.2. Desarrollo del sistema financiero

Las empresas con un gobierno corporativo más sólido se enfrentan a menores costes de financiación, ya que los inversores y deudores confían en que la empresa esté bien dirigida. Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2002) obtienen evidencia de que el uso de financiación externa por parte de las empresas se relaciona de forma positiva con el nivel de desarrollo tanto del mercado de valores como del sistema bancario de un país.

Consecuentemente, en aquellos países con un escaso desarrollo financiero, las empresas se benefician menos de un gobierno corporativo de mayor calidad, ya que estas empresas obtienen menos financiación externa y, por tanto, obtienen menos ventajas derivadas de la reducción de costes de financiación asociada a cualquier mejora en el gobierno de las compañías. Por ello, en aquellos países caracterizados por un menor nivel de desarrollo financiero, los *hedge funds* podrían considerar que el beneficio que obtienen de sus esfuerzos por mejorar el gobierno de las empresas es demasiado pequeño para compensar los costes derivados de la supervisión y control que tienen que efectuar. Además, los mecanismos para llevar a cabo dichas mejoras podrían no estar disponibles o ser prohibitivamente costosos en estos países (Doidge et al., 2007).

Como resultado de lo anterior, cabe esperar que los *hedge funds* que deseen desempeñar un papel activo inviertan en empresas que pertenezcan a países con un elevado desarrollo financiero pues, en estas empresas, los *hedge funds* van a obtener mayores beneficios derivados de las mejoras que lleven a cabo en el gobierno de éstas y, además, van a tener a su alcance los instrumentos apropiados para poder implementar estas mejoras. Sobre la base de estos argumentos se plantea la siguiente hipótesis:

H3.2. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por un elevado nivel de desarrollo financiero.

Para proporcionar evidencia sobre esta hipótesis, se ha creado una variable *dummy*, $DFSD_{it}$, que toma el valor de 1 para aquellas empresas que se localizan en un país con un índice del nivel de desarrollo del sistema financiero elevado (igual o por encima de la mediana de la muestra) y 0 en caso contrario (Demirgüç-Kunt y Levine, 2001). Este índice es el resultado de sumar dos subíndices: el índice del nivel de desarrollo del mercado de valores y el índice del nivel de desarrollo del sistema bancario.

El índice del nivel de desarrollo del mercado de valores se define como la media de dos ratios que miden el tamaño del mercado y su actividad, respectivamente. Por otro lado, el índice de desarrollo del sistema bancario se calcula como la media de tres ratios. El primero de ellos es un indicador del tamaño de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios en relación al tamaño total de la economía, el segundo es una medida del tamaño del sector bancario y el último es un indicador de la actividad bancaria en el sector privado[66].

5.2.3.3. Mecanismos de control

Berle y Means (1932) y Jensen y Meckling (1976) sugieren que la estructura de propiedad es uno de los principales determiantes de los problemas de agencia existentes entre la "propiedad" y el "control" de las empresas. Shleifer y Vishny (1997) defienden que, cuando los derechos de control están en manos de un número reducido de inversores que de forma colectiva poseen también una participación significativa en la propiedad económica, la acción coordinada de los inversores es mucho más probable y factible que en aquellos casos en los que los derechos de control están dispersos entre muchos inversores, puesto que los grandes accionistas tienen incentivos para reunir información en cantidad y calidad suficientes y controlar a la dirección de la empresa sin que les afecte el problema del *free rider*. Además, otros trabajos como el realizado por Bennedsen y Wolfenzon (2000) señalan que las estructuras de control con múltiples accionistas significativos pueden ser eficientes a la hora de reducir la expropiación a los accionistas minoritarios.

En este sentido, los *hedge funds* activistas adquieren participaciones considerables en las empresas en las que invierten, lo que les confiere un claro interés en la maximización del beneficio. No obstante, a pesar de esas participaciones significativas, los *hedge funds* activistas rara vez se convierten en accionistas mayoritarios (de control) en dichas compañías, de forma que, con frecuencia, solicitan el apoyo de otros accionistas, especialmente inversores institucionales, a fin de aunar esfuerzos para

[66] La definición de estos cinco ratios puede encontrarse en Demirgüç-Kunt y Levine (2001: 84-92). Además, debe tenerse en cuenta que los índices y variables relativos al nivel de desarrollo del sistema financiero se calculan para cada uno de los años incluidos en el periodo muestral.

llevar a cabo sus campañas activistas y ganar en efectividad a la hora de controlar a la dirección de la empresa. Como resultado, los activistas podrían preferir invertir en empresas pertenecientes a países caracterizados por estructuras de propiedad más concentradas, ya que, en éstas, les resultará más fácil aglutinar apoyos significativos para conseguir sus demandas.

Otro mecanismo de control importante es el Consejo de Administración, cuyo principal objetivo debe ser la maximización del valor para los accionistas. La evidencia previa identifica varias características del Consejo que afectan a su efectividad a la hora de alcanzar dicho objetivo: su composición, su estructura de liderazgo o su estructura. Si bien antes se han abordado las dos primeras, ahora nos centraremos en la última característica, la estructura del Consejo de Administración, la cual varía en función del país. En Europa, los Consejos de Administración suelen tener una estructura unitaria (*one-tier system*), tal y como sucede en el Reino Unido, Irlanda, España, Portugal, Bélgica, Grecia, Suiza, Suecia y Luxemburgo. Sin embargo, algunos países han impuesto (Alemania, Austria, Holanda y Polonia), o han aceptado como alternativa[67] (Francia, Italia), la opción de establecer un sistema dual (*two-tier system*) compuesto por un Consejo de Supervisión o Vigilancia (*Supervisory Board*) y un Consejo de Gestión o Junta Directiva (*Management Board*).

En los sistemas unitarios, tanto los consejeros ejecutivos (aquellos que desempeñan una función de dirección en la empresa a parte de su cargo como consejeros) como los no ejecutivos (aquellos que no están involucrados en la dirección de la compañía) forman parte del mismo Consejo, el cual se encarga de la gestión y el control de la empresa. Por el contrario, en los sistemas duales es posible observar, por un lado, un Consejo de Gestión formado íntegramente por consejeros ejecutivos y encargado de la implementación de la estrategia de la empresa, así como de la dirección de la misma y, por otro, un Consejo de Supervisión conformado únicamente por consejeros no ejecutivos y encargado de proporcionar

[67] Existe una clara tendencia hacia una mayor flexibilidad en relación a la estructura del Consejo, como pone de manifiesto la introducción de la posibilidad de elegir entre tres tipos de estructuras en Francia a través de las *Loi Nouvelle Régulations Economique* de 2001 y, en Italia, a través de la *Reforma Vietti* en vigor desde enero de 2004 (Hopt y Leyens, 2004). No obstante, en Italia, el uso del sistema dual es realmente muy limitado.

consejo, de supervisar y de controlar al Consejo de Gestión (Hopt y Leyens, 2004).

Si bien el Consejo de Supervisión controla que el Consejo de Gestión cumpla con la ley y con la estrategia marcada, alcanzando los objetivos corporativos a largo plazo, éste no puede tomar parte en las decisiones relacionadas con la gestión de la empresa, como sí pueden hacer los consejeros no ejecutivos en los Consejos unificados. Esta separación estricta de la gestión y supervisión convierte al Consejo de Supervisión en un mecanismo potente de control, por lo que cabría esperar que los *hedge funds* activistas prefieran invertir en empresas localizadas en países donde los sistemas duales son obligatorios, o al menos frecuentes, puesto que esta estructura dual facilitaría a los *hedge funds* el control a la dirección de las empresas y el reemplazo de los miembros del Consejo de Gestión de aquellas empresas con una rentabilidad pobre o con comportamientos oportunistas.

Finalmente, el mercado de control de las empresas es otro mecanismo externo que desempeña un papel importante a la hora de disciplinar a los directivos de las compañías cuando la brecha entre el valor actual de éstas y su valor potencial es demasiado grande. Jensen y Ruback (1983) definen este mercado de control de las empresas, como el mercado en el que equipos directivos alternativos compiten por el derecho a gestionar los recursos de una compañía. Desde esta perspectiva, la competencia entre equipos directivos reduce la divergencia que pueda existir con respecto a la maximización del valor de la empresa, por lo que es un buen mecanismo que ayuda a controlar la discrecionalidad de los directivos (Jensen, 1986, 1988; Scharfstein, 1988; Kini et al., 2004). Incluso, la simple amenaza de un cambio en el control de la empresa anima a la dirección de la compañía a tratar de mantener el valor de la compañía en niveles altos, de forma que la distancia entre este valor y su valor potencial no sea lo suficientemente grande como para atraer a posibles compradores de la empresa.

Este instrumento de gobierno corporativo es utilizado con frecuencia por los *hedge funds* activistas, especialmente en campañas hostiles, cuando sus requerimientos no son satisfechos o cuando tratan de cambiar al equipo directivo de aquellas empresas que presentan una rentabilidad muy pobre (véase, por ejemplo, Greenwood y Schor, 2009; Brav et al., 2008a). Además, también en esta línea, Cremers y Nair (2005) analizan la

interacción entre el activismo de los accionistas y el mercado de control de las empresas y observan que los accionistas activistas únicamente son relevantes en presencia de un mercado de control activo, lo que revela la relación complementaria entre ambos mecanismos de gobierno corporativo. Como consecuencia, se espera que los *hedge funds* prefieran invertir en empresas pertenecientes a países con un mercado de control activo.

Todos estos factores (el nivel de concentración de la propiedad, la efectividad del Consejo de Administración y el nivel de desarrollo del merado de control de las empresas) son mecanismos tanto internos como externos que controlan el proceso de toma de decisiones llevado a cabo en la empresa. Estos mecanismos de control hacen más fácil la tarea de los *hedge funds* de reducir el comportamiento discrecional de los directivos y de presionarles para que traten de incrementar el valor de la empresa y actúen en interés de los accionistas. Por ello, cabe esperar que los *hedge funds* activistas prefieran invertir en empresas ubicadas en países con unos mecanismos de control corporativo robustos, lo que conduce a plantear la siguiente hipótesis:

H3.3. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por unos fuertes mecanismos de control corporativo.

Para contrastar estas hipótesis, se ha tomado como referencia un índice que mide el nivel de concentración de la propiedad de las empresas[68], disponible en el trabajo de Djankov et al. (2008) y, a partir de este índice, se crea una variable *dummy*, DOC_i, que toma el valor de 1 para aquellas empresas ubicadas en países que tienen un nivel de concentración igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario. Además, se crea una variable *dummy*, DEB_i, que toma el valor de 1 cuando la empresa pertenece a un país con una estructura del Consejo dual o en el que la mayoría de los miembros del Consejo son consejeros no ejecutivos, y 0 en caso contrario. De forma similar, se define otra variable *dummy*, $DMCC_i$, que toma el valor de 1 para aquellas empresas pertenecientes a países con un mercado de control activo, y 0 en caso contrario (Hillier et al., 2010).

[68] Este índice se define como el porcentaje medio de acciones ordinarias que poseen los tres principales accionistas de las diez empresas más grandes cotizadas no financieras en un determinado país.

Por último, se combina el efecto de la estructura de propiedad, la estructura del Consejo y el nivel de desarrollo del mercado de control corporativo en un único índice que resulta de la suma de las tres variables *dummy* definidas previamente, DOC_i, DEB_i y $DMCC_i$, y, partiendo de este nuevo índice, se crea una variable *dummy*, DCM_i, que toma el valor de 1 para aquellas empresas que pertenecen a países que presentan un valor de este índice igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario.

5.2.4. INFORMACIÓN DE MERCADO

Los gestores de *hedge funds* tienen una gran flexibilidad con respecto a las estrategias que ponen en marcha, ya que estos vehículos de inversión están escasamente regulados y se dirigen básicamente a inversores sofisticados (Ackermann et al., 1999). Esta característica de los *hedge funds* tiene dos implicaciones principales. La primera de ellas, es que debido a dicha flexibilidad, cada fondo sigue una estrategia particular, convirtiendo a la industria de los *hedge funds* en un grupo realmente heterogéneo, como ya se ha visto. Y la segunda, se refiere a que esta flexibilidad permite la puesta en marcha de estrategias con una naturaleza altamente oportunista (Fung y Hsieh, 1999).

Por ello, en lugar de seleccionar valores de forma consistente en el tiempo de acuerdo con una misma estrategia, algunos *hedge funds* cambian su procedimiento de inversión con frecuencia a fin de adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado, aprovechando las nuevas oportunidades de inversión que van surgiendo. Asimismo, en ocasiones, los gestores de *hedge funds* pueden emplear múltiples estrategias de inversión durante un mismo periodo de tiempo.

Como resultado de lo comentado anteriormente, los *hedge funds* que han llevado a cabo alguna campaña de activismo, no necesariamente tienen que desempeñar un papel activo en todas las empresas en las que invierten. Por el contrario, en ocasiones pueden hacer uso de análisis técnicos a la hora de elegir las empresas que van a incluir en sus carteras de inversión, aprovechando oportunidades de inversión caracterizadas por una elevada rentabilidad. En estos casos, los *hedge funds* prestarán más atención a la información del mercado en lugar de llevar a cabo rigurosos análisis fundamentales, razón por la cual se plantean las siguientes hipótesis:

H4. La información de mercado de las empresas influye de forma significativa en las decisiones de inversión de los hedge funds activistas en Europa.

H4.1. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas caracterizadas por una elevada rentabilidad bursátil.

Además, cuando utilizan estas técnicas de *trading* haciendo uso fundamentalmente de información del mercado para tomar sus decisiones de inversión, es lógico que los *hedge funds* no intenten implementar ningún cambio en las empresas ni intervengan en la gestión y supervisión de las mismas, por lo que cabe esperar que los *hedge funds* no generen ningún efecto positivo en las compañías como consecuencia de su inversión. Simplemente son participantes del mercado. Esto conduce a la siguiente hipótesis:

H4.2. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas no experimentan ningún cambio significativo como resultado de la inversión del hegde fund.

Para arrojar luz sobre estas hipótesis se analiza la rentabilidad anual de mercado de las empresas, tomando como referencia el año natural (variable MRET), así como el año calculado considerando el trimestre en el que se produce la inversión del *hedge fund* (variable MREM).

Tabla IV. Resumen de las Hipótesis de Trabajo

Esta tabla presenta un resumen de las hipótesis y subhipótesis que se han formulado en esta Sección y que se pretenden contrastar en el siguiente Capítulo

H1. La información contable relativa a las empresas influye de forma significativa en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa.
H1.1. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas de pequeño tamaño
H1.2. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas infravaloradas por el mercado.

H1.3. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una mejora en su valoración de mercado tras la inversión del hegde fund.

H1.4. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas con una rentabilidad operativa pobre.

H1.5. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una mejora en su rentabilidad operativa tras la inversión del hegde fund.

H1.6. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas con elevados niveles de efectivo disponible en sus balances.

H1.7. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una reducción en los niveles de efectivo disponible tras la inversión del hegde fund.

H1.8. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan un aumento del pago de dividendos tras la inversión del hegde fund.

H1.9. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan un aumento de su nivel de endeudamiento tras la inversión del hegde fund.

H1.10. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas caracterizadas por unos elevados costes de capital.

H1.11. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan una reducción de los costes de capital tras la inversión del hegde fund.

H2. Los mecanismos de gobierno corporativo internos de las propias empresas influyen de forma significativa en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa.

H2.1. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas cuyos Consejos de Administración tienen una elevada proporción de consejeros ejecutivos.

H2.2. Los Consejos de Administración de las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan un aumento en el número de consejeros externos tras la inversión del hegde fund.

H2.3. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas en las que una misma persona aglutina las funciones de primer ejecutivo y presidente.

H2.4. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas separan las funciones de primer ejecutivo y presidente del Consejo tras la inversión del hegde fund.

H2.5. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experim entan una mayor rotación de consejeros tras la inversión del hegde fund.

H2.6. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas, especialmente aquellas con una rentabilidad pobre, reemplazan con mayor frecuencia a su consejero delegado y a su presidente del Consejo tras la inversión del hegde fund.

H2.7. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas que presentan una estructura de propiedad relativamente concentrada, con varios accionistas significativos, pero sin ningún accionista llegue a tener el control de las mismas.

H2.8. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas se convierten en objetivo de un número significativo de eventos de control corporativo tras la inversión del hegde fund.

H2.9. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas experimentan cambios significativos en su estrategia y política corporativa (restructuraciones, recompra de acciones, procesos de expansión, etc.) tras la inversión del hegde fund.

H3. Los factores de gobierno corporativo a nivel de país (nivel macro) influyen de forma significativa en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa.

H3.1a. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por una fuerte protección al inversor.

H3.1b. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por una protección al inversor más débil.

H3.2. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por un elevado nivel de desarrollo financiero.

H3.3. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas localizadas en países caracterizados por unos mecanismos de control corporativo más fuertes.

H4. La información de mercado relativa a las empresas influye de forma significativa en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa.

H4.1. Los hedge funds activistas prefieren invertir en empresas europeas caracterizadas por una elevada rentabilidad bursátil.

H4.2. Las empresas europeas en las que invierten los hedge funds activistas no experimentan ningún cambio significativo como resultado de la inversión del hegde fund.

5.3. PROCESO DE CREACIÓN DE LA MUESTRA

Uno de los primeros obstáculos que encuentra un investigador que pretende estudiar el activismo de los *hedge funds* es la ausencia de una base de datos que reúna todos los eventos de activismo en los que han participado estos fondos. Las bases de datos disponibles sobre *hedge funds* (tales como TASS, *Hedge Fund* Research Inc., CISDM…) no son útiles para estos propósitos, ya que no incluyen a un gran número de *hedge funds* que desarrollan estas estrategias y, además, son objeto de numerosas críticas dado que están elaboradas a partir de datos proporcionados por los propios *hedge funds*, por lo que contienen sesgos significativos69. Estas son las principales razones por las que los investigadores del activismo de los *hedge funds* tienen que elaborar sus propias bases de datos la mayoría de las veces.

Si bien, en EE.UU., los datos para estudiar este nuevo activismo de los *hedge funds* pueden obtenerse de la base de datos EDGAR[70] de la SEC, los datos sobre el activismo de los *hedge funds* en otros países son más difíciles de obtener. En concreto, en Europa, las inversiones activistas de los *hedge funds* son menos transparentes (Tse, 2007), lo que dificulta la obtención de datos al respecto y, por tanto, los análisis empíricos.

69 Malkiel y Saha (2005) dan excelente cuenta de estos sesgos.

70 A través de la base de datos denominada EDGAR ("Electronic Data Gathering Analysis, and Retrieval") se puede acceder a los informes anuales de las empresas estadounidenses y a otros muchos documentos relacionados con éstas entre los que figuran los formularios 13D que contienen información sobre la identidad, la participación en el capital y los propósitos de los activistas en las compañías cuando éstos adquieren más del 5% del capital de éstas. Acceso a la base de datos: http://www.sec.gov/edgar.shtml

Asimismo, las diferencias en el ámbito regulatorio en lo que se refiere a la revelación de información[71] complican la realización de estudios que incluyan varios países europeos. Por ello, nuestra base de datos particular ha sido construida utilizando principalmente dos fuentes de información. El proceso que se ha seguido para obtener la muestra definitiva se describe a continuación en los siguientes párrafos (véase Tabla V).

En primer lugar, se ha utilizado el Módulo de Propiedad de la base de datos *Thomson One Banker*, que proporciona información trimestral sobre las empresas europeas que forman parte de las carteras de inversión de 709 *hedge funds* y gestoras de *hedge funds* desde 2003 hasta el primer semestre de 2008. La base de datos obtiene esta información de publicaciones periódicas, formularios e informes que los inversores están obligados por ley a presentar, *feedback* de clientes, sistemas de gestión de relaciones con clientes e investigaciones llevadas a cabo a través de e-mails y llamadas telefónicas.

En segundo lugar, se ha elaborado una base de datos particular especializada integrada por *hedge funds* que han participado en algún evento de activismo. Para ello se han llevado a cabo búsquedas en la base de datos de noticias Nexis® utilizando los términos "*hedge fund*" y "activism". Además, se ha completado la búsqueda consultando otras fuentes, como es el caso de artículos académicos y publicaciones relacionados con el activismo de los *hedge funds*[72], informes de la industria y búsquedas generales en Internet. La muestra final incluye 225 *hedge funds* que al menos han participado en un evento de activismo. Es necesario tener en cuenta que puede que esta lista no esté completa, sin embargo, se confía en que la mayoría de los *hedge funds* más representativos de esta estrategia están incluidos en ella.

El siguiente paso es unir ambas bases de datos. De esta forma, se obtiene que 69 *hedge funds* de la lista de *hedge funds* activistas están incluidos en la base de datos inicial extraída del Módulo de Propiedad de la base de datos *Thomson One Banker*, lo que permite conocer las empresas

---

[71] La Directiva 2004/109/CE y la posterior Directiva 2007/14/CE de desarrollo de la anterior tratan de armonizar los requisitos de transparencia en los distintos Estados Miembros de la Unión Europea.

[72] Tanto Briggs (2007) como Bratton (2007) incluyen un apéndice con una lista de *hedge funds* activistas.

Tabla V. Proceso de Construcción de la Muestra

Esta tabla describe los diferentes pasos que se han seguido para crear la muestra definitiva así como la evolución de la misma a lo largo del proceso.

1er Paso: Dos Fuentes de Información Iniciales	
Módulo de Propiedad de la base de datos *Thomson One Banker*	Esta base de datos proporciona información sobre las empresas europeas que forman parte de las carteras de inversión de **709 *hedge funds* y gestoras de *hedge funds*** desde **2003 hasta el primer semestre de 2008**.
Base de datos particular especializada de *hedge funds* activistas	Se construye llevando a cabo búsquedas en la base de datos de noticias Nexis® con los términos "*hedge fund*" y "activismo", y consultando artículos académicos, informes de la industria, etc. La base de datos final incluye **225 *hedge funds*** que al menos han participado en un evento de activismo.
2º Paso: Fusión de las bases de datos – Inversiones ≥ 1% del capital social	
Fusión de las bases de datos	Al fusionar ambas bases de datos obtenemos las empresas europeas incluidas en las carteras de inversión de **69 *hedge funds* activistas.**
Inversiones de los *hedge funds* ≥ 1% del capital social de las empresas	Aplicando el límite del 1% llegamos a una muestra de **602 inversiones** llevadas a cabo por **59 hegde funds activistas**.
3er Paso: Muestra final después de aplicar varias restricciones	
Restricciones: ▪ Se excluyen las empresas que son instituciones de inversión colectiva, gestoras o similares. ▪ Se excluyen las compañías con *American Depositary Receips* (ADR). ▪ Se excluyen aquellas empresas para las que no hay información disponible para los análisis posteriores.	
Muestra definitiva	**332 inveriones** llevadas a cabo por **45 *hedge funds*** activistas en **265 empresas cotizadas** localizadas en **15 países europeos**.
Periodo muestral	**2003** - primer semestre **2008**

europeas que forman parte de las carteras de inversión de estos 69 *hedge funds* activistas. Para cada compañía, se dispone de información relacionada con la fecha en la que el *hedge fund* invierte por primera vez en la empresa, la participación que éste tiene en la compañía y la fecha en la que finalmente deshace su posición (todo ello de forma trimestral).

Después, se han seleccionado aquellas empresas en las que el *hedge fund* ha adquirido una participación igual o mayor al 1% del capital de la compañía durante el tiempo que ha permanecido invertido. Estableciendo este límite del 1% nos aseguramos que los *hedge funds* tienen incentivos suficientes para implicarse en las empresas en las que invierten.

Estudios previos sobre el activismo de los *hedge funds* en los EE.UU. (véase, por ejemplo, Brav et al., 2008a; Klein y Zur, 2009; Clifford, 2008) analizan aquellos eventos en los que el *hedge fund* adquiere al menos el 5% de las empresas. La razón por la que utilizan este límite es que obtienen sus datos a partir de la información que los *hedge funds* están obligados a hacer pública cuando alcanzan dicho límite de propiedad en las empresas, sin embargo, este criterio puede sesgar la muestra hacia empresas más pequeñas[73] debido al mayor esfuerzo financiero que los *hedge funds* tienen que realizar para adquirir un participación igual o superior al 5% en una empresa con una capitalización bursátil mayor. Además, al considerar una muestra más amplia que comienza con el 1% en lugar del 5%, podemos examinar distintos comportamientos como es el caso de las actuaciones conjuntas de varios *hedge funds* en las que ninguno de ellos llega a superar de forma individual el 5%.

Aplicando el límite del 1% se llega a una muestra de 602 inversiones llevadas a cabo por 59 hegde funds activistas. A continuación, se excluyen aquellas compañías que no cotizan en Bolsa; que son instituciones de inversión colectiva, gestoras o similares; que tienen *American Depositary Receips* (ADR); o aquellas para las que no hay información disponible para los análisis posteriores. Después de aplicar dichas restricciones, la muestra definitiva está formada por 332 inversiones llevadas a cabo por 45 *hedge*

[73] Para solventar este posible sesgo, Brav et al. (2008a) llevan a cabo nuevas búsquedas de eventos que no están recogidos en los formularios 13D, lo cual les permite completar su base de datos al considerar también aquellos eventos en los que el *hedge fund* ha adquirido una posición inferior al 5% del capital social en empresas de gran tamaño.

funds activistas en 265 empresas cotizadas localizadas en 15 países europeos[74], desde principios de 2003 hasta el primer semestre de 2008.

Esta muestra puede considerarse suficientemente representativa del activismo de los *hedge funds* en Europa, ya que incluye las inversiones en empresas europeas llevadas a cabo por 45 de los 225 *hedge funds* activistas que están incluidos en la base de datos especializada de *hedge funds* que han estado involucrados en alguna campaña de activismo en todo el mundo. Además, teniendo en cuenta que la construcción de la muestra no se ha realizado a partir de la información incluida en los informes que están obligados a presentar los *hedge funds* cuando superan determinados límites de propiedad de las empresas, como es el caso de la mayoría de estudios que se centran en el análisis del activismo de los *hedge funds* en EE.UU., esta muestra no sólo incluye intervenciones públicas de los *hedge funds* activistas (véase, por ejemplo, Brav et al., 2008a; Clifford, 2008; Klein y Zur, 2009), sino también inversiones en las que la intervención del *hedge fund* en la empresa ha tenido lugar de forma privada.

Éste es un punto importante, ya que, en las intervenciones públicas, los *hedge funds* suelen adquirir una participación en las empresas superior al límite que hace obligatoria la revelación de información, el cuál puede variar para los distintos países y, además, en este tipo de intervenciones, los *hedge funds* suelen ser mucho más agresivos y hostiles. Sin embargo, como se ha indicado previamente, en numerosas ocasiones, los *hedge funds* activistas actúan conjuntamente con otros *hedge funds* con los que mantienen acuerdos informales con el fin de evitar superar de forma individual los límites que obligan a hacer pública su participación en la compañía, y así mantener conjuntamente una posición significativa sin que ésta llegue a ser pública.

Asimismo, si la empresa es receptiva a las propuestas del *hedge fund* y procede a implementar las recomendaciones de éste en un tiempo adecuado, la intervención puede permanecer en el ámbito de lo privado siempre y cuando el *hedge fund* no supere el límite de participación en el capital social de la empresa que le obligue a revelar su posición en ésta. Como consecuencia, estas intervenciones privadas no son consideradas en

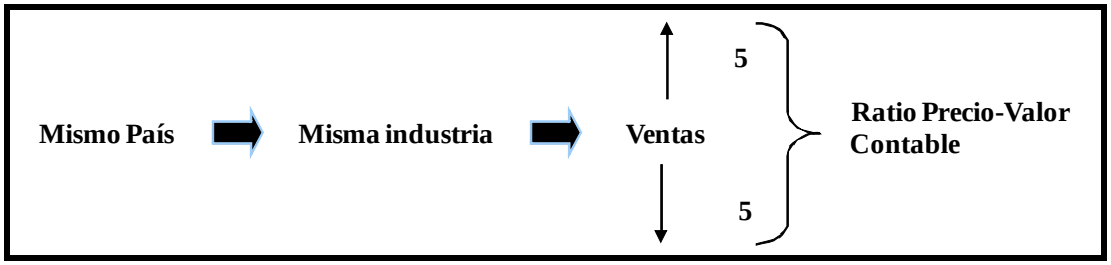
[74] Austria, Bélgica, Suiza, Alemania, España, Francia, Reino Unido, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Polonia, Portugal y Suecia.

la mayoría de los trabajos previos que construyen su muestra basándose en información pública. Tan sólo Becht et al. (2010) incluyen también 97 intervenciones privadas que realizan 3 *hedge funds* activistas en empresas europeas. En su caso, han sido los propios *hedge funds* los que han facilitado la información a los autores.

Finalmente, se construye una muestra de control integrada igualmente por empresas cotizadas europeas, donde cada una de las empresas que es objetivo de la inversión de un *hedge fund* activista (empresas objetivo) se asocia con una empresa de control, controlando por país, industria, tamaño y ratio precio-valor de mercado. Utilizando la base de datos Thomson One Banker se ha llevado a cabo el siguiente procedimiento para obtener la empresa de control correspondiente a cada empresa objetivo (ver Figura 10).

Para cada empresa objetivo, se ha seleccionado, en primer lugar, las empresas domiciliadas en el mismo país y, a continuación, se ha refinado la búsqueda considerando únicamente aquellas pertenecientes a la misma industria teniendo en cuenta los dos primeros dígitos del *primary SIC code*. Después, considerando las ventas de la empresa objetivo durante el año anterior a la inversión del *hedge fund* activista[75] se han elegido las 10 compañías con un volumen de ventas más próximo para ese mismo año. Finalmente, de esas 10 empresas se ha seleccionado aquella con un ratio precio-valor de mercado más cercano al que presenta la empresa objetivo el año previo a la inversión del *hedge fund*.

Figura 10. Construcción de la Muestra de Control



[75] Para aquellas empresas que reciben la inversión de varios *hedge funds* activistas, consideramos el año previo a la primera de ellas.

Este procedimiento ha permitido obtener una muestra de control formada por 265 empresas domiciliadas en el mismo país, pertenecientes a la misma industria y con un volumen de ventas y un ratio precio-valor contable igual (o muy similar) que el de las empresas objetivo. En aquellos casos en los que o bien la cifra de ventas o el ratio precio- valor o ambas contable o ambas variables no estaban disponible para las empresas objetivo, se ha empleado el método de muestreo aleatorio para obtener la compañía de control correspondiente entre aquellas pertenecientes al mismo país y a la misma industria que la empresa objetivo.

5.4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA: *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS

Con el fin de conocer un poco más sobre los 45 *hedge funds* activistas que integran la muestra objetivo, la Tabla VI muestra algunas de las características que éstos presentan en junio de 2010. Para cada *hedge fund* se muestra el nombre, el país en el que está domiciliado, la fecha de creación, el nombre del fundador/es, la rotación de su cartera de inversión así como la distribución de ésta en cuanto a la preferencia del fondo por empresas de pequeña, mediana o elevada capitalización, los activos de renta variable gestionados por el fondo y el total de activos bajo gestión. La Tabla VII presenta un resumen de dichas características.

Como puede apreciarse en ambas tablas (Tabla VI, Columna 2 y Tabla VII, Panel A), la mayoría de los *hedge funds* activistas de la muestra (más del 82%) tienen su domicilio en los EE.UU., lo que es consistente con el liderazgo de este país en la industria de los *hedge funds*[76]. A EE.UU. le sigue el Reino Unido, con el 15,56% de *hedge funds* domiciliados en este país. Tan sólo un *hedge fund* tiene domicilio fuera de estos dos países, en Suiza. En relación a la fecha de creación (Tabla VI, Columna 3 y Tabla VII, Panel B), 36 *hedge funds* (el 81,82% de la muestra) se crearon con posterioridad a 1990, coincidiendo con los años en los que se produce la gran expansión de la industria. Tan sólo 3 hegde funds se establecieron con anterioridad a dicha fecha.

[76] Es interesante el hecho de que los 37 *hedge funds* con domicilio en los EE.UU., 11 de ellos tienen también oficinas en Londres.

La siguiente característica analizada es la rotación de la cartera de inversión de los *hedge funds*. Ésta podría definirse como la frecuencia con la que los gestores compran y venden los activos que forman parte de la cartera de inversión del fondo. Thomson Financial calcula la rotación (% rotación) teniendo en cuenta la composición de la cartera durante los 12 trimestres (36 meses) anteriores. Además, Thomson considera que la rotación es baja cuando la tasa de rotación anual es inferior o igual al 50% (el periodo medio de mantenimiento de la inversión excede los 2 años y es un claro indicativo de la preferencia del fondo por inversiones a largo plazo), moderada cuando la tasa de rotación anual es superior al 50% e inferior o igual al 100% (el periodo medio de mantenimiento de la inversión se sitúa entre 1 y 2 años, lo que refleja un horizonte de inversión del *hedge fund* a medio plazo) y alta cuando la tasa de rotación anual es superior al 100% (el periodo medio de mantenimiento de la inversión es inferior a un año y es indicativo de un horizonte de inversión cortoplacista).

Como puede observarse (Tabla VI, Columna 5 y Tabla VII, Panel C), 23 *hedge funds*, más de la mitad de los incluidos en la muestra, presentan una elevada rotación y por tanto un horizonte de inversión a corto plazo. El resto de fondos se distribuyen de manera equitativa entre las otras dos categorías, rotaciones medias y bajas.

Junto con la rotación de la cartera, también se presenta la distribución de ésta atendiendo a la capitalización bursátil de las empresas que la integran (Tabla VI, Columnas 6, 7 y 8; y Tabla VII, Panel C). En este sentido, Large Caps se definen como aquellas empresas cotizadas con una capitalización bursátil superior a 5 billones de dólares, Mid Caps son aquellas empresas cotizadas con una capitalización bursátil entre 1 y 5 billones de dólares, y por último, Small Caps son aquellas empresas cotizadas con una capitalización bursátil inferior a 1 billón de dólares. Como puede observarse, el 50% de la muestra de *hedge funds* activistas tienen menos del 25% de sus carteras invertidas Small Caps. Por el contrario, las Mid Caps y Large Caps parecen dominar las carteras de los *hedge funds*, representando entre el 25% y el 75% de sus carteras en el 52,4% y 50% de los casos, respectivamente.

Por último, la Tabla VI, Columnas 9 y 10 y la Tabla VII, Panel E muestran los activos de renta variable gestionados por los *hedge funds* (en inglés *Equity under* Management, de aquí en adelante EuM), así como el total de activos bajo gestión (en inglés *Total Assets under* Management, de

Tabla VI. Características de los *Hedge funds* Incluidos en la Muestra

Esta tabla presenta las características de los *hedge funds* activistas incluidos en nuestra muestra a junio de 2010. Las columnas 1, 2, 3 y 4 muestran el nombre del *hedge fund*, el país en el que está domiciliado, la fecha de creación y el nombre de su/s fundador/es, respectivamente. La columna 5 presenta la rotación de la cartera de inversión del *hedge fund*, que es clasificada como elevada, moderaba o baja. Las columnas 6, 7 y 8 hacen referencia a la distribución de la cartera de inversión de los *hedge funds* en función de la capitalización bursátil de las empresas que la integran: *small cap*, *mid cap* y *large cap*, respectivamente. Las dos últimas columnas presentan el total de activos de renta variable que gestionan los *hedge funds*, así como el total de activos bajo gestión. ND = No Disponible, SC =Small Cap, MC= Mid Cap, LC=Large Cap. Información disponible en el "Módulo de Propiedad" de la base de datos *Thomson Financial*.

Nombre del *Hedge Fund*	**País (Domicilio)**	**Fecha de Creación**	**Nombre del Fundador /es**	**Cartera**				**Tamaño**	
				Rotación	**Distribución**			**Activos RV ($MM)**	**Activos Totales**
					SC	**MC**	**LC**		
Absolute Capital Management Holdings Ltd.	Suiza	2002	Florian Homm y Sean Ewing	Baja ND	ND	ND	ND	ND	ND
Amber Capital Investment Management	Estados Unidos	2005	Joseph M. Oughourlian y Michel M. Brogard	Moderada (60,43%)	17,55	53,22	29,23	21,62	$1,0-2,4B
Atticus Capital, L.P.	Estados Unidos	1995	Timothy R. Barakett	Elevada (206,73%)	9,32	19,55	71,13	918,18	$25-199M
BlueBay Asset Management plc	Reino Unido	2001	Hugh J.R. Willis y Mark N.J. Poole	Elevada (136,84%)	5,40	0,65	93,95	635,27	$20-49,9B
Brencourt Advisors LLC	Estados Unidos	2001	William L. Collins	Elevada (217,44%)	52,03	26,9	21,07	44,92	$200-499M
Cannell Capital Management, L.L.C.	Estados Unidos	1992	James C. Cannell	Elevada (123,30%)	88,53	7,72	3,75	160,96	ND
Caxton Associates, L.L.C.	Estados Unidos	1983	Bruce S. Kovner	Elevada (203,48%)	5,42	25,83	68,75	2745,19	$5,0-9,9B
Cerberus Capital Management, L.P.	Estados Unidos	1992	Stephen Feinberg y William Richter	Baja (27,69%)	4,70	95,30	0	2,893,90	$20-49,9B
Children's Investment Fund Management LLP	Reino Unido	2003	Christopher A. Hohn	Moderada (87,47%)	2,02	2,34	95,64	5470,26	ND

Tabla VI. Características de los *Hedge Funds* Incluidos en la Muestra

Nombre del *Hedge Fund*	País (Domicilio)	Fecha de Creación	Nombre del Fundador /es	Cartera				Tamaño	
				Rotación	Distribución			Activos RV ($MM)	Activos Totales
					SC	MC	LC		
Citadel Investment Group, L.L.C.	Estados Unidos	1990	Kenneth Griffin	Elevada (168,54%)	6,56	37,49	55,95	16015,27	ND
Clinton Group, Inc.	Estados Unidos	1991	George E. Hall.	Elevada (233,41%)	14,34	33,43	52,23	256,10	$2,5-4,9B
Contrarian Capital Management, LLC	Estados Unidos	1995	Jon R. Bauer, Janice M. Stanton y Gil A. Tenzer.	Elevada (106,47%)	36,27	12,89	50,83	181,53	$2,5-4,9B
Cycladic Capital, L.L.P.	Reino Unido	ND	ND	Baja (26,85%)	100	0	0	41,60	ND
D. E. Shaw & Co., L.P.	Estados Unidos	1988	David E. Shaw	Elevada (110,93%)	6,4	25,28	68,32	27620,70	$20-49,9B
Deephaven Capital Management, L.L.C.	Estados Unidos	1994	Irvin R. Kessler	Elevada ND	ND	ND	ND	ND	ND
Elliott International Capital Advisors, Inc.	Estados Unidos	1977	Paul E. Singer	Moderada (59,73%)	14,98	29,57	55,45	2302,43	ND
Eminence Capital, L.L.C.	Estados Unidos	1998	Richard C. Sandler	Moderada (90,11%)	0,92	10,41	88,67	7331,61	ND
Farallon Capital Management, L.L.C.	Estados Unidos	1986	Thomas F. Steyer	Elevada (124,78%)	22,06	18,91	59,03	2681,02	$20-49,9B
Fursa Alternative Strategies	Estados Unidos	1999	William F. Harley	Baja (12,88%)	46,38	53,62	0	48,06	ND
Greenlight Capital, Inc.	Estados Unidos	1996	David Einhorn	Moderada (79,00%)	10,66	35,98	53,36	3445,31	ND
JAND Partners, LLC	Estados Unidos	2001	Barry S. Rosenstein	Elevada (161,21%)	7,18	49,81	43,01	1747,05	$1,0-2,4B

Tabla VI. Características de los *Hedge Funds* Incluidos en la Muestra

Nombre del *Hedge Fund*	País (Domicilio)	Fecha de Creación	Nombre del Fundador /es	Cartera				Tamaño	
				Rotación	Distribución			Activos RV ($MM)	Activos Totales
					SC	MC	LC		
K Capital Partners, L.L.C.	Estados Unidos	1999	Daniel Stern and Abner Kurtin	Elevada ND	ND	ND	ND	ND	ND
Loeb Partners Corp.	Estados Unidos	1932	ND	Elevada (192,94%)	55,29	29,47	15,24	198,19	ND
Mercury Real Estate Advisors, L.L.C.	Estados Unidos	2003	Malcolm F. Maclean and David R. Jarvis	Moderada (76,16%)	80,76	19,24	0	12,38	Under $25M
MHR Fund Management, L.L.C.	Estados Unidos	1996	Mark H. Rachesky	Baja (3,41%)	37,09	62,91	0	1718,21	ND
Och-Ziff Capital Management, L.P.	Estados Unidos	1994	Daniel S. Och.	Elevada (161,56%)	15,1	25,11	59,79	4352,34	$20-49,9B
Pardus Capital Management, L.P	Estados Unidos	2005	Karim Samii y Joseph R. Thornton	Baja (14,28%)	0	100	0	585,35	$500-999M
Paulson & Co. Inc.	Estados Unidos	1994	John A. Paulson	Moderada (84,05%)	1,48	12,41	86,11	26875,41	ND
Perry Capital, LLC	Estados Unidos	1988	Richard C. Perry and Paul A. Leff	Elevada (127,01%)	19,69	31,54	48,77	1682,32	$5,0-9,9B
Polygon Investment Partners	Reino Unido	2003	Reade E. Griffith and Patrick Giles G	Moderada (60,91%)	52,27	45,05	2,68	69,46	ND
Principle Capital Advisors Limited	Reino Unido	2004	Brian Myerson	Baja (41,91%)	100	0	0	52,64	ND
QVT Financial LP	Estados Unidos	1992	Daniel Gold	Moderada (92,42%)	45,88	9,73	44,39	1741,24	ND
Sandell Asset Management	Estados Unidos	1998	Thomas E. Sandell	Elevada (195,69%)	53,44	23,21	23,35	179,88	ND

Tabla VI. Características de los *Hedge Funds* Incluidos en la Muestra

Nombre del *Hedge Fund*	País (Domicilio)	Fecha de Creación	Nombre del Fundador /es	Cartera				Tamaño	
				Rotación	Distribución			Activos RV ($MM)	Activos Totales
					SC	MC	LC		
K Capital Partners, L.L.C.	Estados Unidos	1999	Daniel Stern and Abner Kurtin	Elevada ND	ND	ND	ND	ND	ND
Loeb Partners Corp.	Estados Unidos	1932	ND	Elevada (192,94%)	55,29	29,47	15,24	198,19	ND
Mercury Real Estate Advisors, L.L.C.	Estados Unidos	2003	Malcolm F. Maclean and David R. Jarvis	Moderada (76,16%)	80,76	19,24	0	12,38	Under $25M
MHR Fund Management, L.L.C.	Estados Unidos	1996	Mark H. Rachesky	Baja (3,41%)	37,09	62,91	0	1718,21	ND
Och-Ziff Capital Management, L.P.	Estados Unidos	1994	Daniel S. Och.	Elevada (161,56%)	15,1	25,11	59,79	4352,34	$20-49,9B
Pardus Capital Management, L.P	Estados Unidos	2005	Karim Samii y Joseph R. Thornton	Baja (14,28%)	0	100	0	585,35	$500-999M
Paulson & Co. Inc.	Estados Unidos	1994	John A. Paulson	Moderada (84,05%)	1,48	12,41	86,11	26875,41	ND
Perry Capital, LLC	Estados Unidos	1988	Richard C. Perry and Paul A. Leff	Elevada (127,01%)	19,69	31,54	48,77	1682,32	$5,0-9,9B
Polygon Investment Partners	Reino Unido	2003	Reade E. Griffith and Patrick Giles G	Moderada (60,91%)	52,27	45,05	2,68	69,46	ND
Principle Capital Advisors Limited	Reino Unido	2004	Brian Myerson	Baja (41,91%)	100	0	0	52,64	ND
QVT Financial LP	Estados Unidos	1992	Daniel Gold	Moderada (92,42%)	45,88	9,73	44,39	1741,24	ND
Sandell Asset Management	Estados Unidos	1998	Thomas E. Sandell	Elevada (195,69%)	53,44	23,21	23,35	179,88	ND

Tabla VII. Resumen de las Características de los *Hedge Funds* Incluidos en la Muestra

Esta tabla muestra un resumen de las características de los *hedge funds* presentadas con mayor nivel de detalle en la Tabla VI. Los *hedge funds* se agrupan en función del país en el que están domiciliados (Panel A), su fecha de creación (Panel B), la rotación y distribución de su cartera de inversión (Panel C) y los activos bajo gestión del fondo: total de activos gestionados (TAuM) y activos de renta variable (EuM) (Panel D). Para cada una de las características se presenta el número (porcentaje) de *hedge funds* incluidos en cada una de las categorías, excepto para el caso de los activos de renta variable gestionados, en el que se indican los percentiles 25, 50 y 75 de la muestra. La última columna de cada panel indica el número de *hedge funds* para los que se dispone de información con respecto a la correspondiente característica.

Panel A	EE.UU	R.U.	Suiza	Nº HFs
País (Domicilio)	37 (82,22%)	7 (15,56%)	1 (2,22%)	45

Panel B	Antes de 1980	1980-1989	1990-1999	2000-2008	Nº HFs
Fecha de Creación	2 (4,54%)	6 (13,64%)	22 (50%)	14 (31,82%)	44

Panel C	Baja	Moderada	Elevada	Small Cap			Mid Cap			Large Cap			Nº HFs
				<25%	25%-75%	>75%	<25%	25%-75%	>75%	<25%	25%-75%	>75%	
Rotación de la Cartera	11 (24,44%)	11 (24,44%)	23 (51,12%)										45
Distribución de la Cartera				21 (50%)	12 (28,6%)	9 (21,4%)	15 (35,7%)	22 (52,4%)	5 (11,9%)	13 (30,9%)	21 (50%)	8 (19,1%)	42

Panel D	25%	50% (Media)	75%	Por debajo de 1B$	1,0-9,9B$	20,0-49,9B$	Nº HFs
EuM	179,88	849,48 (3054,69)	2745,19				42
TAuM				7 (33,33%)	9 (42,86%)	5 (23,81%)	21

aquí en adelante TAuM), que incluyen el efectivo, la renta variable, la renta fija y otros activos gestionados por estos fondos. La mediana (media) de activos de renta variable gestionados por los *hedge funds* incluidos en la muestra se sitúa en 849,48 (3054,69) millones de dólares, situándose los valores de los percentiles 25 y 75 en 179,88 y 2745,19 millones de dólares respectivamente. Finalmente, en relación al total de activos gestionados, 7 *hedge funds* presentan un volumen de TAuM por debajo de 1 billón de dólares, 9 *hedge funds* gestionan entre 1 y 9,9 billones de dólares, y tan sólo 5 *hedge funds* presentan una cifra de TAuM entre los 20 y 49,9 billones de dólares. Es importante tener en cuenta que la información relativa a esta última característica tan sólo está disponible para 21 *hedge funds* de los 45 incluidos en la muestra.

5.5. DOS EJEMPLOS DE EVENTOS DE ACTIVISMO PROTAGONIZADOS POR *HEDGE FUNDS* EN EUROPA

Con el fin de proporcionar al lector una primera aproximación sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa, a continuación se describen dos de los eventos de activismo que forman parte de la muestra objetivo descrita anteriormente. El primer evento ilustra como el *hedge fund* activista Elliot International se opone a la oferta lanzada por Adecco para adquirir la empresa alemana Dis Deutscher Industrie Service AG. El segundo de ellos se centra en la larga disputa entre Kuka AG (antiguamente conocida como IWKA AG) y el *hedge fund* activista Wyser-Pratte Management en relación a la estrategia de la compañía.

5.5.1. DIS DEUTSCHER INDUSTRIE SERVICE AG (DIS)

DIS Deutscher Industrie Service AG (de aquí en adelante DIS) es una empresa con sede central en Dusseldorf (Alemania) que ofrece servicios de gestión de personal. En enero de 2006, la empresa Adecco Germany Holding (de aquí en adelante Adecco) llegó a un acuerdo con los miembros de la familia Paulmann sobre la compra de sus acciones en DIS a un precio de 54,50 euros por acción, y al mismo tiempo, anunció una oferta pública de adquisición por el resto de acciones de la compañía al mismo precio.

Asimismo, Adecco también ofreció al gerente de DIS, Dieter Scheiff, y a su director financiero, Dominik de Daniel, unirse al equipo directivo de

Adecco S.A, además de mantener los cargos que venían ocupando en DIS. Después de tales ofertas, no es de extrañar que la dirección de DIS interpretase que Adecco había realizado una valoración justa y recomendara la oferta, al considerar que el precio ofrecido por acción era suficientemente atractivo.

Al final de la oferta, en abril de 2006, Adecco tenía en su propiedad más del 82% de las acciones de DIS, haciendo una nueva oferta por la que llegaba a ofrecer 55,8 euros por cada una de las acciones restantes en un intento de que la empresa dejase de cotizar en Bolsa. No obstante, los accionistas minoritarios, liderados por el *hedge fund* activista estadounidense Elliot International, que había adquirido ese mismo año una participación en la empresa de en torno al 10% y que era, por tanto, el accionista minoritario más importante, trataron de bloquear la salida de la compañía de la Bolsa de Frankfurt.

Elliot argumentaba que el plan de sacar a la empresa de Bolsa carecía de base legal dado que Adecco aún no había alcanzado el porcentaje del 95% de la acciones necesario para obligar a los accionistas minoritarios a vender sus acciones en la empresa (en inglés *squeeze-out*). Según Elliot, la salida de Bolsa y la disminución de dividendos que también había sido anunciada por Adecco a pesar del aumento en el beneficio neto, eran parte de una estrategia para forzar la venta de las acciones en manos de los accionistas minoritarios, dado que el Consejo de Accionistas y la junta directiva de DIS tomaron la decisión de adoptar dichas medidas justo un día después de que finalizara el plazo de aceptación de la oferta de adquisición de Adecco. "No hay base legal para la salida de Bolsa de DIS ateniéndonos a la ley del mercado de valores", declaró el gestor de Elliott, Franck Tuil (AFX, 2006).

Además, Elliot también era crítico con el hecho de que dos de los directivos de DIS, Dominik de Daniel y Dieter Scheiff, pasaran a formar parte de la alta dirección de Adecco, al considerar que este nombramiento no beneficiaba en absoluto a DIS. En este contexto, Elliott anunció que había solicitado a la Bolsa de Frankfurt ser incluido como una de las partes en el proceso para retirar a DIS de la Bolsa, a fin de que, en el "improbable caso" de que el Mercado de Valores accediese a que DIS dejara de cotizar en Bolsa, el *hedge fund* pudiese emprender acciones legales (German Business Digest, 2006a).

En junio de 2006, la Junta General de accionistas de DIS votó a favor de la salida de Bolsa de la compañía, sin embargo, la justicia alemana invalidó dicha decisión y suspendió la salida de Bolsa de DIS como resultado de las acciones legales emprendidas por Elliot, que contaba con el apoyo del resto de accionistas minoritarios, puesto que el precio de las acciones de la empresa estaba en 75 euros por aquel entonces (German Business Digest, 2006b).

No obstante, Elliot no había ganado definitivamente la batalla, y es que, en junio de 2007, la Junta General de accionistas aprobó por segunda vez la salida de Bolsa de DIS, ya que se suponía que dicha salida permitiría un ahorro de 650.000 euros de costes anuales (Handelsblatt, 2007b). Finalmente, en septiembre de 2007, Adecco, Elliot y otro accionista minoritario, Gruss Asset Management LLP, alcanzaron un acuerdo por el que estos últimos se comprometían a vender a Adecco 1.934.852 acciones de DIS, aproximadamente el 15,7% del capital social de la compañía, por un precio de 113 euros por acción, lo que representaba una prima significativa sobre el precio ofrecido en la oferta inicial. Después de dicho acuerdo, Adecco pasó a controlar el 98,4% del capital social de la compañía. Además, también como parte del acuerdo, Elliot dio por concluidas todas las disputas judiciales abiertas contra DIS (AFX, 2007).

5.5.2. KUKA AG (CONOCIDA ANTIGUAMENTE COMO IWKA AG)

En Octubre de 2003, el *hedge fund* activista estadounidense Wyser-Pratte Management compró una participación ligeramente por encima del 5% en IWKA AG (que pasó a denominarse Kuka AG en 2007), una empresa alemana dedicada a la fabricación de maquinaria industrial. Un año después, en abril de 2004, la dirección de IWKA propuso un plan de restructuración para la compañía que incluía la desinversión de aquellas actividades que no eran esenciales para la empresa y la concentración en aquellos mercados en los que IWKA tenía una posición dominante con el fin de que la empresa se centrase en sus competencias centrales.

Sin embargo, este plan de restructuración no era suficiente para el activista Wyser-Pratte, que quería que IWKA vendiese sus divisiones de procesamiento así como la maquinaria de embalaje para concentrarse exclusivamente en la unidad de robots industriales, la única que generaba beneficios. “Esta empresa tiene un valor increíble en su unidad de robots industriales, pero lo está echando todo por la borda con el resto de

unidades" explicaba Guy Wyser-Pratte, fundador de Wyser-Pratte Management (Orol, 2004). Además, Wyser-Pratte contrató los servicios de un banco de inversión de Frankfurt, Freitag, para buscar potenciales compradores de los activos de IWKA, y presentó al regulador una serie de documentos con ideas estratégicas en relación a la compañía.

Dado que IWKA hizo caso omiso a las sugerencias del *hedge fund*, defendiendo que la empresa no tenía planes de vender ninguna de sus divisiones, Wyser-Pratte junto con el fondo Threadneedle y el fondo británico Hermes, quienes conjuntamente tenían el 18,5% en IWKA, iniciaron una lucha por la delegación de los votos (en inglés *proxy contest*) con el fin de destituir a algunos de los consejeros en la Junta General de accionistas que se celebró en el mes de julio de ese año.

A pesar de que estos accionistas fracasan por un 5% de los votos a la hora de destituir a la dirección de la empresa, Wyser-Pratte continuó su campaña activista en la empresa y, en mayo de 2005, presentó varias propuestas para solicitar la delegación de votos para la Junta de accionistas de IWKA (Business Wire, 2005). En esas mociones, Wyser-Pratte proponía retirar la confianza a los miembros del equipo directivo, puesto que habían fallado a la hora de obtener los resultados prometidos y, por ello, habían perdido el apoyo y la confianza de los accionistas. El *hedge fund* activista, además, solicitaba la revocación de Reinhard Engel y deJurgen Hubbert como miembros del Consejo de Supervisión por motivos de conflictos de intereses, y proponía la elección de dos nuevos miembros. En ese momento, Wyser-Pratte tenía el 6,5% del capital de IWKA.

Como resultado de dichas peticiones, el Consejo de Supervisión de IWKA aceptó en junio la dimisión del gerente de la compañía, Hans Fahr, y, además, Reinhard Engel y Juergen Hubbert presentaron también la renuncia a sus puestos, aunque su renuncia fue finalmente rechazada (AFX, 2005). Después de este cambio, Wyser-Pratte aumentó su participación en el capital de la empresa por encima del 7%, convirtiéndose en el mayor accionista de la compañía, y comenzó a brindar su apoyo a los nuevos planes de restructuración y reducción de costes planteados por el nuevo gerente, ya que consideraba que éstos conducirían a una mejora de la rentabilidad de la empresa.

Finalmente, en marzo de 2007, como consecuencia de la enorme presión ejercida por los accionistas más significativos, especialmente por Wyser-Pratte con un 9% del capital social, la dirección de la empresa

decidió vender la unidad de maquinaria de embalaje al inversor financiero Odewald & Compagnie por 255.000.000 euros, después de que esta unidad no llegase a alcanzar sus objetivos de rentabilidad (German Business Digest, 2007). Esta venta permitió a IKWA centrarse únicamente en los negocios de robots y de ingeniería automotriz, tal y como demandaba Wyser-Pratte. Ese mismo año, IWKA pasó a denominarse Kuka, el nombre de su división tecnológica de robots.

CAPÍTULO 6

UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS FACTORES QUE DETERMINAN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS EN EUROPA Y DEL IMPACTO DE ÉSTOS EN LAS EMPRESAS EN LAS QUE INVIERTEN: METODOLOGÍA Y RESULTADOS

6.1. Introducción

6.2. Herramientas Metodológicas Empleadas

6.3. Resultados

6.4. Breve Resumen y Discusión de los Principles Resulados

6.1. INTRODUCCIÓN

En este Capítulo se pretende arrojar luz sobre las hipótesis que se han expuesto y argumentado en el Capítulo anterior utilizando la muestra de inversiones de *hedge funds* activistas que tienen lugar en Europa, ya descrita igualmente en el Capítulo previo, y las herramientas metodológicas que se presentan en primer lugar en el presente Capítulo. De este modo, se intentará proporcionar evidencia empírica sobre los factores que influyen de forma significativa en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en las empresas europeas, así como sobre los cambios que experimentan las compañías tras la inversión de dichos activistas, a fin de comprobar si estos fondos realmente llevan a cabo un papel activo en las empresas, contribuyendo a través de una mayor supervisión, a mitigar las asimetrías informativas existentes entre los accionistas y los directivos y a alinear los intereses de estos dos grupos de partícipes en las compañías.

Además, antes de dichos análisis, se proporcionarán una serie de estadísticas descriptivas sobre los países europeos en los que tienen lugar las inversiones de los *hedge funds* activistas, las industrias en las que prefieren invertir dichos fondos, la evolución del activismo en Europa durante el periodo considerado, así como el nivel de compromiso de los *hedge funds* activistas con las empresas.

El resto del Capítulo se estructura como sigue: en la Sección 2 se explican las herramientas metodológicas que se utilizan para el contraste empírico de las hipótesis. En la Sección 3 se presenta el análisis empírico realizado y los principales resultados obtenidos y, finalmente, en la Sección 4 se ofrece un breve resumen de los mismos, comparándolos y relacionándolos con la literatura existente sobre el activismo accionarial.

6.2. HERRAMIENTAS METODOLÓGICAS EMPLEADAS

Antes de analizar los resultados obtenidos en el contraste de las hipótesis planteadas en el Capítulo anterior, se considera necesario presentar las herramientas metodológicas empleadas, por lo que, a continuación, se realiza un breve comentario de cada una de ellas.

6.2.1. ESTADÍSTICAS DESCRIPTIVAS

Se han calculado las medias aritméticas, medianas y distintos percentiles[77] de diferentes variables, tanto para la muestra objetivo como para la muestra de control.

6.2.2. *TESTS* DE CONTRASTE DE DIFERENCIAS (*TEST*-t Y *TEST* DE WILCOXON)

Estos tests permiten determinar si una variable toma valores significativamente distintos en dos muestras pareadas (M1 y M2). Se parte, pues, de una situación en la que hay n parejas de valores (X_i, Y_i) dónde X_i son los valores que toma la variable que estamos analizando para la muestra M1 (muestra de empresas objetivo) e Y_i son los valores que toma dicha variable para la muestra M2 (muestra de control). En este contexto, el *test-t* nos permite realizar un contraste de igualdad de medias de dicha variable para las empresas de la muestra objetivo y las empresas de la muestra de control. Este *test* paramétrico parte de la premisa de que la distribución de las variables es normal y con él se pretende refutar la hipótesis nula de que las medias de las dos muestras son iguales o, lo que es lo mismo, que la diferencia entre ambas es igual o próxima a cero. La fórmula del estadístico *t* es la siguiente:

$$t = \frac{\overline{X}_1 - \overline{X}_2}{\sqrt{\frac{VAR_1}{n_1} + \frac{VAR_2}{n_2}}}$$

donde

X_1= media de la variable en la muestra M1
X_2= media de la variable en la muestra M2
VAR_1= varianza de la muestra M1
VAR_2= varianza de la muestra M2
n_1= número de observaciones de la muestra M1
n_2= número de observaciones de la muestra M2

Por su parte, el *test* de Wilcoxon *(Wilcoxon Signed Rank Test,* Wilcoxon, 1945) es una prueba no paramétrica que permite comparar las medianas de la variable en las dos muestras pareadas, M1 y M2, y determinar si existen diferencias estadísticamente significativas entre ellas. Como en el caso anterior, se parte de una situación en la que hay n parejas de valores (X_i,Y_i), que denotarían el valor que toma la variable analizada

[77] Para mayor información sobre el cálculo de estos estadísticos, véase, por ejemplo, Webster (1996) o Lind et al. (2008).

para cada una de las empresas objetivo y sus correspondientes empresas de control, respectivamente, y se pretende rechazar la hipótesis nula de igualdad de medianas para las dos muestras. Este *test* se utiliza como alternativa al *test-t* cuando no se puede mantener la asunción de normalidad.

El procedimiento para su cálculo es el siguiente (Departamento de Sociología UCM, 2010):

1) Calcular las diferencias di= Xi-Yi. (i=1, 2,…, m).

2) Desechar las diferencias nulas y mantener únicamente las diferencias no nulas ($n \leq m$). Asignar rangos (R_i) desde 1 hasta n a las n$|d_i|$no nulas (valor absoluto), de forma que el rango 1 se asigna a la d_i más pequeña y el rango n se asigna a la d_i más grande (en caso de empates, éstos se resuelven asignando el promedio de los rangos).

3) Calcular W^+ sumando los R_i +, es decir, los rangos correspondientes a las d_i con $X_i > Y_i$. Del mismo modo, calcular W^- sumando los R_i -, es decir, los rangos correspondientes a las d_i con $X_i < Y_i$.

4) Si se supone que los valores X_i e Y_i proceden de poblaciones con la misma mediana ($Mdn_x = Mdn_y$), entonces cabe esperar que $P(X_i<Y_i) = P(X_i>Y_i)$, por lo que si la hipótesis H_0: $Mdn_x = Mdn_y$ es verdadera, en una muestra aleatoria de n observaciones se deben encontrar aproximadamente tantos valores $X_i>Y_i$ como valores $X_i<Y_i$. Pero, además, si la distribución de las diferencias es simétrica, las d_i positivas se alejarán de cero en igual medida que las d_i negativas, de donde se deduce que $W_+=\sum R_i^+ \approx W_-=\sum R_i^-$.

   Es decir, si $Mdn_x = Mdn_y$ y la distribución de diferencias d_i es simétrica, W^+ y W^- tomarán valores parecidos. Por tanto, una fuerte discrepancia entre W^+ y W^- arrojará dudas sobre la veracidad de H_0. Con tamaños muestrales pequeños no resulta complicado obtener la distribución exacta del estadístico W^+ o W^-, aunque resulta más rápido obtener una tipificación de W (min entre W^+ y W^-) cuya distribución se aproxima, conforme el tamaño muestral va aumentando, al modelo de probabilidad normal N(0,1):

$$Z = \frac{W - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}} \approx N(0,1)$$

6.2.3. MODELOS DE REGRESIÓN *LOGIT* (SECCIÓN CRUZADA)

Los modelos *logit* se enmarcan dentro de los modelos de elección discreta. Una de las principales características de estos modelos es que la variable dependiente es dicotómica. De acuerdo con Madala (1996), los modelos de elección binaria asumen que los individuos se enfrentan con una elección entre dos alternativas, siendo esta elección dependiente de características identificables. Para cada individuo i, la variable dependiente sólo puede tomar dos valores: Yi = {0, 1}, según que el individuo escoja la primera o la segunda de las alternativas. En este sentido, se pretende explicar la probabilidad de que un agente tome una determinada elección discreta en función de ciertas variables explicativas que denotamos por X'_i, añadiendo un término de error que explique las diferencias entre los valores observados de Y_i (cero o uno) y sus valores previstos.

El modelo *logit* se define a partir de la siguiente función de distribución acumulativa:

$$P\left(Y_i = 1 / X_i\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

donde

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + ... + \beta_n X_{ni} + u_i$$

Estos modelos se interpretan en términos probabilísticos, siendo de gran utilidad para medir la probabilidad de que ocurra el acontecimiento objeto de estudio (Y_i=1). De acuerdo con la especificación arriba indicada, la probabilidad de que suceda un evento (Y_i=1) no sigue una función lineal, sino una especificación exponencial. Por ello, en la interpretación de los parámetros estimados en un modelo *logit*, el signo de los mismos indica la dirección en que se mueve la probabilidad cuando aumenta la variable explicativa correspondiente, sin embargo, la cuantía del parámetro no coincide con la magnitud de la variación en la probabilidad. Al suponerse

una relación no lineal entre las variables explicativas y la probabilidad de ocurrencia del acontecimiento, cuando aumenta en una unidad la variable explicativa, los incrementos en la probabilidad no son siempre iguales ya que dependen del nivel original de la misma.

En cuanto a la técnica utilizada en la estimación de modelos *logit* con secciones cruzadas, la derivación de estimadores muestrales de estos modelos se realiza a través del método de máxima verosimilitud (MV). Asimismo, la distribución de los errores de los modelos *logit* exige la utilización del estadístico Z para el análisis de la significatividad individual de los parámetros. Para el análisis de la significatividad global del modelo se utiliza el estadístico X_q^2, con q número de restricciones (Rosales Álvarez et al., 2010).

6.2.4. MODELOS DE REGRESIÓN *LOGIT* (DATOS DE PANEL)

Frente a las secciones cruzadas, la metodología de datos de panel permite controlar por la heterogeneidad inobservable (η_i), es decir, las características específicas que generalmente no varían durante el periodo muestral y que son difíciles de observar, medir y, por tanto, de introducir en los modelos. Si estos efectos o características no se recogen explícitamente en los modelos, se puede llegar a producir un problema de variables omitidas y los coeficientes estimados de las variables explicativas incluidas estarán sesgados al recoger parcialmente los efectos individuales no observables. Además, a diferencia de la sección cruzada, la metodología de datos de panel ofrece la posibilidad de capturar la dinámica a lo largo del tiempo.

Existen dos alternativas a la hora de estimar regresiones *logit* con datos de panel: modelos *logit* de efectos fijos y modelos *logit* de efectos aleatorios. La principal diferencia reside en el tratamiento de la heterogeneidad inobservable, es decir, en los modelos de efectos fijos, la heterogeneidad inobservable (η_i) se estima con el resto de parámetros, mientras que, en efectos aleatorios, se asume que la heterogeneidad inobservable (η_i) no está correlacionada con el resto de variables explicativas (X_{it}) y, por tanto, se estima con el error.

Si la heterogeneidad inobservable (η_i) y el resto de variables explicativas (X_{it}) no están correlacionadas, tanto el estimador de efectos fijos como el estimador de efectos aleatorios son consistentes, aunque el

estimador de efectos aleatorios es más eficiente, por lo que éste será preferible. En este caso, las estimaciones por efectos fijos o por efectos aleatorios son aproximadamente iguales. Por el contrario, si la heterogeneidad inobservable (η_i) y el resto de variables explicativas (X_{it}) están correlacionadas entre sí, el estimador de efectos fijos es consistente, sin embargo, el estimador de efectos aleatorios no lo es, así que el primero será preferible (véase Chamberlain, 1980, 1984; Pindado y De la Torre, 2007)[78]. Dada la dificultad que existe a la hora de determinar si la heterogeneidad inobservable está correlacionada o no con las variables explicativas, Arellano y Honoré (2001) sugieren la estimación de ambos modelos.

6.3. RESULTADOS OBTENIDOS EN EL CONTRASTE DE LAS HIPÓTESIS PLANTEADAS

En esta Sección se proporcionan, en primer lugar, una serie de estadísticas descriptivas que permiten al lector formarse una idea de las principales características de las inversiones de los *hedge funds* activistas en las empresas europeas (países e industrias en las que tienen lugar, evolución temporal, nivel de compromiso de los *hedge funds*, etc.) y, a continuación, se presenta la evidencia obtenida en relación a las hipótesis planteadas en el Capítulo anterior.

6.3.1. UN ANÁLISIS POR PAÍSES

La Tabla VIII describe los países en los que las inversiones de los *hedge funds* activistas incluidas en la muestra han tenido lugar, mostrando el número (y porcentaje) de inversiones que acontecen en cada uno de los 15 países europeos, las cuales se organizan, a su vez, dependiendo del origen de los *hedge funds* activistas (EE.UU. o Europa).

[78] La descripción de los estimadores de efectos fijos y efectos aleatorios excede el objetivo del presente trabajo de investigación, no obstante, pueden consultarse en Pindado y De la Torre (2007).

Tabla VIII. Distribución de las Inversiones de los *Hedge Funds* por País

Esta tabla muestra la distribución de las inversiones de los *hedge funds* activistas por país. La primera columna muestra los 15 países europeos en los que han tenido lugar las 332 inversiones incluidas en la muestra. Las columnas (2) y (3) muestran información relativa al número (porcentaje) de inversiones que se han producido en cada uno de estos 15 países, distinguiendo según el origen del *hedge fund* que las haya llevado a cabo (*hedge funds* estadounidenses vs. *hedge funds* europeos). La última columna presenta el número (porcentaje) total de inversiones acontecidos en cada país.

	País del Hedge Fund		
País de la Compañía	**EE.UU. (%)**	**Europa (%)**	**Total (%)**
Alemania	19 (5,00%)	41 (11,67%)	60 (16,67%)
Austria	1 (0,28%)	0 (0,00%)	1 (0,28%)
Bélgica	2 (0,56%)	0 (0,00%)	2 (0,56%)
España	7 (1,94%)	3 (0,83%)	10 (2,78%)
Francia	27 (8,33%)	6 (1,67%)	33 (10,00%)
Grecia	4 (1,11%)	1 (0,28%)	5 (1,39%)
Holanda	10 (4,44%)	3 (0,83%)	13 (5,28%)
Irlanda	4 (1,11%)	1 (0,28%)	5 (1,39%)
Italia	28 (8,33%)	9 (2,50%)	37 (10,83%)
Luxemburgo	6 (1,94%)	1 (0,28%)	7 (2,22%)
Polonia	0 (0,00%)	2 (0,56%)	2 (0,56%)
Portugal	1 (0,28%)	1 (0,28%)	2 (0,56%)
Reino Unido	84 (26,39%)	60 (17,22%)	144 (43,61%)
Suecia	2 (0,83%)	0 (0,00%)	2 (0,83%)
Suiza	5 (1,39%)	4 (1,11%)	9 (2,50%)
Total	200 (62,5%)	132 (37,5%)	332 (100%)

De acuerdo con estos datos, el Reino Unido es el país que muestra un mayor número de inversiones. De hecho, 144 (43,61%) inversiones de la muestra se producen en este país, lo que pone de manifiesto la clara preferencia de los *hedge funds* por empresas ubicadas en el Reino Unido. Al Reino Unido le siguen en importancia Alemania, Italia y Francia, con 60 (16,67%), 37 (10,83%) y 33 (10,00%) inversiones, respectivamente. Estos cuatro países registran conjuntamente el 81,11% de las inversiones delos *hedge funds* activistas, mientras que el otro 18,74% corresponde a los 11 países restantes de la muestra. Austria es el país que registra menos inversiones, con tan sólo 1 (0,28%) inversión acontecida allí. En esta misma línea, Bélgica, Polonia, Portugal y Suiza registran sólo 2 (0,56%) inversiones cada uno.

En relación al origen de los *hedge funds* activistas, 200 (62,5%) inversiones han sido protagonizadas por *hedge funds* con domicilio en los EE.UU. y 136 (37,47%) inversiones por *hedge funds* europeos, resultados que son coherentes con la mayor presencia de *hedge funds* estadounidenses en la muestra de *hedge funds* (véase Tablas VI y VII del Capítulo 5), con el mayor desarrollo de la industria de los *hedge funds* en EE.UU., como ya se ha hecho referencia también en dicho Capítulo, y con la emergencia del la estrategia del activismo en Europa.

6.3.2. INDUSTRIAS PREFERIDAS POR LOS *HEDGE FUNDS* Y EVOLUCIÓN DEL ACTIVISMO A LO LARGO DEL TIEMPO

La Tabla IX presenta el número (porcentaje) de las inversiones de los *hedge funds* activistas distribuidas en función del año en el que tienen lugar (desde 2003 hasta el primer semestre de 2008) y de la industria a la que pertenecen las empresas de acuerdo a los dos primeros dígitos del *Primary SIC Code*. En esta tabla puede verse como, en general, las industrias de manufactura y servicios son las más atractivas para los activistas, ya que registran 94 y 93 inversiones respectivamente, conjuntamente un 56,32% del total de las mismas. Las industrias de transportes y servicios públicos son las siguientes en recibir un mayor número de inversiones, 48 (14.46%), mientras que tan solo 1 (0,30%) inversión ha tenido lugar en una empresa perteneciente al grupo de industrias de agricultura, silvicultura y pesca.

Tabla IX. Distribución de las Inversiones de los Hedge Funds Activistas por Año y por Industria de la Empresa Objetivo

Esta tabla presenta la distribución de las 332 inversiones de *hedge funds* activistas en función de la industria a la que pertenece la empresa en la que tienen lugar, definida de acuerdo con los dos primeros dígitos del *Primary SIC Code* y del año en que dichas inversiones se producen, desde 2003 hasta el primer semestre de 2008. Para cada una de las categorías se muestra el número de inversiones y el porcentaje que éstas representan sobre el total de la muestra.

	Dos Primeros Dígitos del *Primary SIC Code* de las Empresas							
Año	Agricultura, silvicultura y pesca (01-09)	Minería y construcción (10-17)	Manufacturas (20-39)	Transporte y servicios públicos (40-49)	Comercio minorista y mayorista (50-59)	Finanzas (60-69)	Servicios (70-89)	Total
2003	0 (0,00%)	3 (0,90%)	5 (1,51%)	3 (0,90%)	3 (0,90%)	1 (0,30%)	2 (0,60%)	17 (5,12%)
2004	0 (0,00%)	3 (0,90%)	16 (4,81%)	5 (1,51%)	0 (0,00%)	3 (0,90%)	13 (3,92%)	40 (12,05%)
2005	1 (0,30%)	4 (1,21%)	26 (7,83%)	9 (2,71%)	9 (2,71%)	10 (3,01%)	18 (5,42%)	77 (23,19%)
2006	0 (0,00%)	8 (2,41%)	17 (5,12%)	14 (4,22%)	6 (1,81%)	14 (4,22%)	36 (10,84%)	95 (28,62%)
2007	0 (0,00%)	4 (1,21%)	26 (7,83%)	13 (3,91%)	9 (2,71%)	13 (3,92%)	21 (6,33%)	86 (25,90%)
2008	0 (0,00%)	3 (0,90%)	4 (1,21%)	4 (1,21%)	2 (0,60%)	1 (0,30%)	3 (0,90%)	17 (5,12%)
Total	1 (0,30%)	25 (7,53%)	94 (28,31%)	48 (14,46%)	29 (8,74%)	42 (12,65%)	93 (28,01%)	332 (100%)

En relación al periodo muestral, 2006 y 2007 son los años en los que tiene lugar el mayor número de inversiones de hegde funds activistas de la muestra, con 95 (28.62%) y 86 (25.90%) inversiones, respectivamente. Además, en la última columna de la tabla puede observarse la evolución creciente del número de inversiones desde 2003, año en el que tan sólo se registraron 17, hasta 2006 y 2007. En 2008, el número de inversiones se reduce significativamente, no obstante, debe tenerse presente que estos datos únicamente hacen referencia al primer semestre de este año, por lo que no son comparables con el resto.

Asimismo, esta tabla también permite arrojar luz sobre la evolución de las preferencias de los activistas en cuanto a industrias a lo largo del tiempo, al poder analizar la distribución de las inversiones año a año. En este sentido, la importancia de las industrias minera y de construcción ha experimentado un descenso notable, pues el porcentaje que este grupo de industrias representaba sobre el total de las inversiones acontecidos en 2003, 17,6%, cayó hasta el 4,6% en 2007. Por el contrario, tanto la industria financiera como la de servicios han conseguido llamar la atención de los *hedge funds* activistas durante los últimos años, ya que, si bien en 2003 estas industrias tan sólo representaban el 5,88 % y 11,76 %, respectivamente, en 2007 estos porcentajes se habían incrementado hasta alcanzar el 15,11% y 24,41%, respectivamente.

6.3.3. COMPROMISO DE LOS *HEDGE FUNDS* CON LAS EMPRESAS

La Tabla X revela el nivel de compromiso de los *hedge funds* con las empresas en las que invierten, mostrando el tamaño de sus inversiones, así como el periodo de tiempo que mantienen sus posiciones en las compañías. El Panel A refleja el porcentaje de capital adquirido por los *hedge funds* mientras que el Panel B muestra el valor de la posición expresado en dólares (el coste). Ambos paneles muestran los percentiles 5, 25, 50 (mediana) y 75 de la muestra. La columna (2) hace referencia a la posición inicial adquirida por el *hedge fund*, la (3) muestra la máxima posición acumulada[79] en la empresa durante todo el periodo que permanece invertido y, por último, la columna (4) indica la última posición del *hedge fund* en la empresa antes de deshacer la inversión.

[79] Se calcula como la mayor posición teniendo en cuenta que, en la base de datos, las posiciones tan sólo están disponibles en base trimestral.

Tabla X. Compromiso de los *Hedge Funds* Activistas con las Empresas

Esta tabla presenta estadísticas descriptivas que permiten conocer el nivel de compromiso y control adquirido por los *hedge funds* activistas en las empresas. El Panel A proporciona el porcentaje que sobre el total del capital de la empresa representan la participación inicial (columna 2), máxima (columna 3) y última (columna 4) de los *hedge funds* en las empresas. El Panel B muestra el valor de la participación inicial (columna 2), máxima (columna 3) y última (columna 4) de los *hedge funds* en las empresas, expresado en dólares (MM). El Panel C presenta el número (porcentaje) de empresas en las que invierten uno, dos, tres, cuatro y hasta cinco *hedge funds* activistas. El Panel D muestra el horizonte de inversión de los *hedge funds* activistas, expresado en número de trimestres. El Panel E presenta el número de desinversiones que llevan a cabo cada año los *hedge funds* activistas en sus empresas (columna 2), así como las medias y las medianas del periodo de inversión de los *hedge funds* en aquellas empresas en las que deshacen su posición cada uno de los años (columnas 3 y 4). Para los Paneles A, B y D se presentan los percentiles 5, 25, 50 (mediana), 75 y 95 de la muestra.

Panel A: Porcentaje del Capital Social

Percentil	% Inicial	% Máximo	% Final
5%	1,16	1,2	1,18
25%	2,12	2,24	2,05
50%	3,33	4,36	2,89
75%	6,01	8,2	5,58
95%	14,38	20,34	13,68

Panel B: Valor de la Participación

Percentil	Valor Inicial (MM$)	Valor Máx. (MM$)	Valor Final (MM$)
5%	0,86	0,86	0,56
25%	6,08	7,74	5,01
50%	15,49	22,26	14,66
75%	41,79	54,34	38,19
95%	252,55	304,11	226,76

Panel C: Inversiones Colectivas de los *Hedge Funds*

	Nº de empresas (%)
Empresas en las que invierte 1 *hedge fund*	217 (81,89%)
Empresas en las que invierten 2 *hedge funds*	34 (12,83%)
Empresas en las que invierten 3 *hedge funds*	10 (3,77%)
Empresas en las que invierten 4 *hedge funds*	3 (1,13%)
Empresas en las que invierten 5 *hedge funds*	1 (0,38%)
	265

Panel C: Horizonte de Inversión de los *Hedge Funds*

Percentil	Periodo de Inversión (trimestres)
5%	1,00
25%	2,00
50%	6,00
75%	10,00
95%	18,00

Panel E: Desinversiones de los *Hedge Funds* Activistas

Año	Nº de Desinversiones[80]	Media del Periodo de Inversión (Trimestres)	Mediana del Periodo de Inversión (Trimestres)
2003	3	1,33	1
2004	10	1,19	1,5
2005	19	4	4
2006	55	2,6	2
2007	63	5,28	5
2008	64	7,40	8
2009	57	10,23	9
2010	29	15,48	15
2011 (aún invertidos)	16	-	-

Como puede observarse en esta tabla (Panel A), la mediana del porcentaje inicial (máximo) de acciones que adquiere un *hedge fund* activista en una empresa se situa en el 3,33% (4,36%), lo que demuestra que estos activistas no adquieren grandes participaciones en las compañías europeas con la intención de tomar el control de ellas. Estos resultados se confirman si se analiza la mediana del valor inicial (máximo) de la participación de los *hedge funds* en sus empresas objetivo (Panel B), que asciende a 15,49 (22,26) millones de dólares. Incluso en el percentil 95, la participación inicial (máxima) es de un 14,38% (20,34%) del capital,

[80] Para este análisis no se han incluido 16 inversiones de *hedge funds* activistas para las que no se ha podido confirmar la fecha de desinversión del *hedge fund*, o para las que existe información contradictoria relativa al respecto.

porcentaje que aún es inferior a la mayoría de los umbrales de propiedad establecidos por los Estados miembros de la Unión Europea que obligan a lanzar una OPA una vez superados[81].

Por tanto, los *hedge funds* frecuentemente adquieren participaciones que, aunque son significativas, no llegan a otorgarles el control de las empresas, lo que conlleva que frecuentemente estos *hedge funds* no actúan solos a la hora de llevar a cabo sus campañas activistas, sino que reciben el apoyo de otros *hedge funds* o inversores institucionales. Según los datos que figuran en el Panel C, 48 compañías de la muestra fueron objetivo de más de un *hedge fund* activista, incluso, en algunas de ellas, 4 o más *hedge funds* activistas adquirieron participaciones significativas. Precisamente, si se analizan aquellos casos en los que más de un *hedge fund* activista invierte en la misma empresa en el mismo año, se obtiene que la mediana de la participación total inicial en el capital social adquirida conjuntamente por todos los *hedge funds* se situa en el 7,88%, significativamente más elevada que la participación adquirida cuando estos activistas actúan solos. En el percentil 95 este porcentaje alcanza el 31,7% (estos resultados se presentan en el Anexo 4).

Finalmente, en relación al periodo de tiempo que los *hedge funds* activistas permanecen invertidos en las empresas, el Panel D presenta los percentiles 5, 25, 50 (mediana), 75 y 95 referidos al horizonte de inversión de estos fondos (expresado en número de trimestres)[82]. Los resultados muestran que la mediana del periodo de tiempo que los *hedge funds* activistas suelen mantener sus inversiones en las empresas es de 6 trimestres, es decir, un año y medio, lo que revela que su compromiso con las compañías no persiste en el largo plazo, pero tampoco refleja un excesivo cortoplacismo del que, en numerosas ocasiones, se les acusa a estos fondos.

---

[81] La Directiva de OPAs intenta armonizar la regulación sobre OPAs en los 27 Estados miembros. Una de sus principales innovaciones es la "OPA obligatoria" (en inglés *the mandatory bid rule)* que requiere que la parte adquiriente de las acciones de una empresa lance una oferta a un precio equitativo por el resto de acciones de la empresa una vez haya sobrepasado un determinado límite. Cada uno de los Estados miembros definen este límite en la transposición de la Directiva a sus regulaciones nacionales. Por ejemplo, el Reino Unido y Alemania establecen que el límite es el 30% de los derechos de voto de la empresa, y Francia lo define como el 33,3% del capital con derecho a voto.

[82] Para este análisis, hemos excluido aquellos eventos en los que el *hedge fund* aún mantenía su inversión en la empresa a diciembre de 2010, aquellos para los que nos ha resultado imposible comprobar la fecha de salida del *hedge fund* y aquellos para los que disponíamos de información contradictoria relacionada con la fecha de salida.

Además, el Panel E presenta información relativa al número de desinversiones de las empresas objetivo llevadas a cabo por los *hedge funds* activistas cada año. Esta información es interesante a la hora de examinar el impacto de la crisis financiera en las inversiones de estos activistas, comprobando si éstos llevaron a cabo desinversiones masivas en 2008 y 2009 a causa de los problemas de liquidez y financiación a los que la industria de los *hedge funds* se vio sometida durante ese periodo.

Como puede observarse en el Panel E, durante estos años el número de desinversiones (64 desinversiones en 2008 y 57 en 2009) no aumenta significativamente en comparación con las salidas que se producen durante los años previos (55 desinversiones en 2006 y 63 en 2007). Asimismo, también resulta interesante el hecho de que, por término medio, el horizonte temporal de las inversiones que se deshacen en 2008, 2009 y 2010 es mayor que el de las inversiones que se deshacen en años anteriores, lo que también demuestra que estos *hedge funds* activistas no se vieron obligados a deshacer repentinamente sus posiciones en las empresas europeas a causa de problemas e liquidez.

Por último, es posible observar cómo, tanto la media como la mediana del periodo de inversión van aumentando a lo largo del tiempo, siendo llamativo el escaso tiempo que los *hedge funds* permanecían invertidos en las empresas hasta 2007 y, especialmente en 2006, año que estuvo marcado por unas cifras récord en el ámbito de las fusiones y adquisiciones a nivel mundial, y en el que un número importante de desinversiones de los *hedge funds* (casi un 85% de las salidas que se producen durante este año) se produjeron a casusa de una fusión o adquisición de la empresa objetivo en la que estaban invertidos.

6.3.4. FACTORES DETERMINANTES DE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS Y CAMBIOS QUE SE PRODUCEN EN LAS EMPRESAS OBJETIVO TRAS LA INVERSIÓN DE LOS ACTIVISTAS

Una vez presentada la información descriptiva que permite la configuración de una primera imagen sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa, a continuación se pasa a analizar la motivación y el impacto de estos *hedge funds* activistas, proporcionando evidencia acerca de las hipótesis formuladas en el Capítulo anterior.

6.3.4.1. Información Financiera y Contable

En primer lugar, se presentan las Tablas XI, XII y XIII, que muestran las características de tipo financiero-contable de las empresas un año antes de la inversión del *hedge fund* activista (Tabla XI), así como los cambios que se producen en estas características durante el primer y segundo año después de dicha inversión (Tablas XII y XIII) . Estas tablas resultan de gran interés, ya que proporcionan evidencia sobre las preferencias de los *hedge funds* activistas a la hora de elegir las empresas europeas en las que invierten, y lo que también es importante, el impacto que la inversión de los *hedge funds* tiene en las compañías, lo que nos permite contrastar las hipótesis formuladas al respecto.

Como se ha explicado con detalle en el Capítulo 5, para cada empresa de la muestra objetivo se ha buscado otra controlando por país, industria, tamaño y ratio precio-valor contable, formando así la muestra de control. De este modo, se puede comparar cada empresa de la muestra objetivo con una empresa muy similar del mismo país y la misma industria que no ha recibido la inversión de un *hedge fund* activista. A efectos de este análisis, cuando varios *hedge funds* han adquirido una participación significativa en una misma empresa en diferentes años, únicamente se ha considerado la primera inversión, ya que, cuando invierten el resto de *hedge funds* activistas, la empresa ya está bajo la influencia de las actuaciones del primero de ellos.

En este sentido, la Tabla XI presenta algunas estadísticas relacionadas con las características financiero-contables de las empresas objetivo durante al año previo a la inversión del *hedge fund* activista. Los paneles A, B, C, D y E muestran grupos de variables relacionadas con el tamaño de la empresa, el valor de mercado de ésta, los posibles problemas de agencia derivados del *free cash flow*, y los costes de capital de la misma, respectivamente. La columna (1) presenta el número de observaciones para las que la información está disponible. La media y la mediana de estas variables se presentan en las columnas (2) y (3) para la muestra de empresas objetivo, y en las columnas (4) y (5) para la muestra de empresas de control. La columna (6) recoge la diferencia media entre las dos muestras para cada una de las variables analizadas, la cual se calcula de la siguiente forma:

$$Diferencia\ Media = \frac{1}{n}\sum_{\substack{i=1\\j=1}}^{n} X_i - X_j$$

donde X es la variable, las empresas i=1…n pertenecen a la muestra objetivo, y las compañías j= 1…n corresponden a la muestra de control. Finalmente, las dos últimas columnas proporcionan el estadístico-*t* del *test* de diferencias de medias para muestras independientes y el estadístico-Z obtenido a través del *test* de Wilcoxon (*Wilcoxon Signed Rank Test*) que permite valorar la significatividad de las diferencias entre las medianas de la muestra objetivo y de la muestra de control.

Si se establece que las diferencias entre las empresas objetivo y las empresas de control son significativas cuando ambos contrastes (el*test-t* y el *test* de Wilcoxon) revelan un nivel de significatividad de al menos el 10% (Brav et al., 2008a), entonces se obtiene que las empresas objetivo presentan una mayor Q de Tobin que las empresas de control (Panel B), lo que implica una valoración más positiva de estas empresas por parte del mercado. Sin embargo, también se observa que las empresas objetivo obtienen una rentabilidad financiera (ROE) y una rentabilidad económica (ROA) inferiores a las obtenidas por las empresas de control (Panel C). Además, las empresas objetivo presentan un mayor nivel de endeudamiento tanto a largo como a corto plazo, así como una política de dividendos más restrictiva en comparación con las empresas de control (Panel D). En cuanto al resto de características, los contrastes utilizados no permiten rechazar las hipótesis nulas de igualdad de medias y/o de medianas, por lo que se considera que las diferencias entre las dos muestras no son significativas.

Estos resultados confirman la hipótesis de que los *hedge funds* activistas prefieren invertir en empresas con una escasa rentabilidad operativa, sin embrago, no sustentan la hipótesis de que los hedeg funds activistas invierten en compañías infravaloradas por el mercado, sino más bien todo lo contrario. El hecho de que, como indican los resultados, las empresas objetivo presenten una escasa rentabilidad operativa y un elevado endeudamiento, pero aún así estén mejor valoradas por el mercado que las empresas de control, quizás se deba a que el mercado ya incorpora en sus valoraciones ciertas expectativas de que estas empresas se conviertan en objetivo de fusiones y adquisiciones. Este punto se desarrollará con mayor detalle en las siguientes Secciones. Tampoco se obtiene evidencia de que las empresas objetivo tengan un tamaño reducido, ni de que presenten

problemas asociados a un exceso de liquidez. En este sentido, únicamente se confirma que las empresas objetivo pagan menores dividendos a sus accionistas, sin embargo, no tienen en sus balances mucho más efectivo que sus empresas de control correspondientes, como cabría esperar. Por último, tampoco se confirma la hipótesis de que las empresas objetivo sufren un exceso de costes de capital.

Asimismo, también se ha examinado si las inversiones de los *hedge funds* activistas van acompañadas de cambios significativos en las empresas objetivo. La Tabla XII (Tabla XIII)[83] muestra los cambios en las características contables de las empresas que se producen entre el año previo a la inversión del *hedge fund* y el año (los 2 años) siguiente(s) a ésta. La estructura de estas tablas es similar a la de la Tabla XI. Para este análisis únicamente se han considerado aquellas inversiones en las que los *hedge funds* permanecen invertidos en las compañías durante el periodo considerado. Además, como los datos referentes a las variables contables únicamente están disponibles hasta diciembre de 2008, no ha sido posible considerar aquellas inversiones que se producen en 2008 a efectos de los análisis recogidos en la Tabla XII, ni tampoco las inversiones que tienen lugar en 2007 a efectos de los análisis presentados en la Tabla XIII.

Si se adopta el mismo criterio en relación a la significatividad de las diferencias entre ambas muestras, en la Tabla XII se observa que, durante el año siguiente a la inversión del *hedge fund*, las empresas objetivo experimentan un aumento significativo en su capitalización bursátil, así como una reducción significativa de su rentabilidad económica, justo lo contrario a lo que cabría esperar de acuerdo a la hipótesis relacionada con la rentabilidad operativa de las empresas objetivo. Además, estas compañías también reducen significativamente su endeudamiento a corto plazo, pero esta reducción se compensa con un aumento significativo de la deuda a largo plazo, por lo que el endeudamiento total de estas empresas no cambia de forma significativa. Por último, la rentabilidad por dividendo de las compañías objetivo también experimenta un aumento significativo.

Asimismo, si se analizan los cambios que se producen dos años después de la inversión del *hedge fund* activista, la Tabla XIII revela que las empresas objetivo tan sólo experimentan una disminución significativa de sus activos y un aumento significativo de su rentabilidad por dividendo.

---

[83] En los Anexos 6, 7 y 8 se presentan las Tablas XI, XII y XIII sin tratamiento de los *outliers*.

Tabla XI. Características que Presentan las Empresas 1 Año Antes de la Inversión del *Hedge Fund* Activista (T-1)

Esta tabla presenta las características de las empresas un año antes de que el *hedge fund* activista adquiera una participación igual o superior al 1% de su capital social. El Panel A muestra las variables relacionadas con el tamaño de la empresa: capitalización bursátil; activos totales y ventas netas (todas ellas expresadas en miles de dólares). El Panel B muestra las variables relacionadas con el valor de mercado de la compañía: ratio precio-valor contable y Q de Tobin, que se define como (valor en libro de los activos- valor en libro del patrimonio neto + valor de mercado del patrimonio neto)/valor en libro de los activos. El Panel C muestra las variables relacionadas con la rentabilidad operativa de la empresa: rentabilidad económica, rentabilidad financiera y flujos de caja operativos divididos entre los activos totales (AT). El Panel D muestra las variables relacionadas con los costes de agencia derivados del *free cash flow*: efectivo, efectivo y equivalentes, deuda total, deuda a corto plazo, deuda a largo plazo (todas ellas divididas entre el total de activos), deuda total dividida por el capital ordinario, deuda total dividida por el capital total, ratio *payout* y rentabilidad por dividendo. El Panel E muestra la variable relacionada con la estructura de costes: costes de capital divididos entre el total de activos. La columna (1) muestra el número de observaciones para las que la información relativa a las variables está disponible. Las cuatro columnas siguientes presentan la media y la mediana de las variables diferenciando entre empresas objetivo (columnas (2) y (3)) y empresas de control (columnas (4) y (5)). La columna (6) muestra la diferencia media entre las dos muestras para cada variable, y las columnas (7) y (8) presentan el estadístico-t y el estadístico-Z (*Wilcoxon Signed Rank Test*), respectivamente. $^{+}$, $^{++}$ y $^{+++}$ indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente. Para evitar problemas con los *outliers*, se procedió a "winsorizar" todas las variables a los niveles del 1% y 99%.

	Nº Observ. (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		Diferencia Media (6)	*Tests* de Diferencias	
Panel A: Tamaño de la Empresa		**Media (2)**	**Mediana (3)**	**Media (4)**	**Mediana (5)**		**Test-*t* (7)**	**Test de Wilcoxon (8)**
Capitalización Bursátil	220	1158138	247084,5	1156442	233085,5	1695,652	0,0101	1,276 (0,2020)
Activos Totales	245	3481923	372445	3883017	337186	-401094,2	-0,7047	0,286 (0,7749)
Ventas	246	1209123	298444,5	1142726	243320,5	52893,88	0,4829	0,130 (0,8967)
Panel B: Valor de la Compañía								
Ratio Precio-Valor de Mercado	219	2,3397	1,8047	2,0985	1,6599	0,2411	1,4437	1,295 (0,1952)
Q de Tobin	221	2,6025	1,2910	1,8655	1,1946	0,7370	1,9961^{++}	**2,259 (0,0239)**
Panel C: Rentabilidad Operativa								
ROA	226	-0,5876	3,1950	1,9041	3,8050	-2,4917	-1,9227^{+}	**-1,900 (0,0574)**
ROE	216	-9,6790	7,8070	5,6636	8,6346	-15,3426	-3,0550^{+++}	**-2,110 (0,0349)**
Flujos de Caja /AT	224	0,0655	0,0508	0,0347	0,0429	0,0308	1,4456	0,185 (0,8529)
Panel D: Costes de Agencia								
Efectivo/ AT	189	0,1796	0,0664	0,1282	0,0535	0,0983	1,4788	0,246 (0,8054)
Efectivo y Equivalentes/ AT	223	0,1948	0,0964	0,1624	0,0883	0,0323	1,5043	0,614 (0,5394)
Deuda Total/ AT	237	0,5171	0,2113	0,2283	0,1929	0,2888	3,4411^{+++}	**1,826 (0,0678)**
Deuda a C.P./ AT	225	0,1783	0,0455	0,0818	0,0454	0,0965	2,6913^{+++}	0,251 (0,8021)
Deuda a L.P./ AT	234	0,3547	0,1151	0,1447	0,089	0,21	3,1852^{+++}	**2,040 (0,0414)**
Deuda Total/ Capital Ordinario(%)	237	82,2580	41,32	97,8108	50,24	-15,5528	-0,7500	-0,270 (0,7870)
Deuda Total/Capital Total(%)	235	40,4123	33,51	34,6860	33,62	5,7263	2,1362^{++}	**1,731 (0,0834)**
Ratio *Payout*	176	19,6540	0	23,5691	14,635	-3,9151	-1,6973^{+}	**-1,655 (0,0978)**
Rentabilidad por Dividendo	205	1,5414	1,21	1,829	1,6	-0,2876	-1,7065^{+}	**-1,782 (0,0747)**
Panel E: Estructura de Costes								
Costes de Capital/AT	224	0,0883	0,0276	0,0551	0,0322	0,08	1,9563^{+}	0,170 (0,8647)

Tabla XII. Cambios en las Características de las Empresas 1 Año Después de la Inversión de los *Hedge Funds* Activistas (T+1)

Esta tabla presenta los cambios que se producen en las características de las empresas entre el año antes y el año después de que el *hedge fund* activista adquiera una participación igual o superior al 1% de su capital social. El Panel A muestra las variables relacionadas con el tamaño de la empresa, el Panel B muestra las variables relacionadas con el valor de mercado de la compañía, el Panel C muestra las variables relacionadas con la rentabilidad operativa de la empresa, el Panel D muestra las variables relacionadas con los costes de agencia derivados del *free cash flow* y el Panel E muestra la variable relacionada con la estructura de costes (véase la Tabla XI para una mayor descripción de las variables incluidas en cada panel). La columna (1) muestra el número de observaciones para las que la información relativa a las variables está disponible. Las cuatro columnas siguientes presentan la media y la mediana de los cambios en las variables, diferenciando entre empresas objetivo (columnas (2) y (3)) y empresas de control (columnas (4) y (5)). La columna (6) muestra la diferencia media entre las dos muestras para cada variable, y las columnas (7) y (8) presentan el estadístico-t y el estadístico-Z (*Wilcoxon Signed Rank Test*), respectivamente. *, ** y *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente. Únicamente se han considerado aquellas empresas en las que el *hedge fund* mantiene su inversión en la empresa un año después de su entrada. Para evitar problemas con los *outliers*, se procedió a "winsorizar" todas las variables a los niveles del 1% y 99%.

	Nº Observ. (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		Diferencia Media (6)	*Tests* de diferencias	
Panel A: Tamaño de la Empresa		**Media (2)**	**Mediana (3)**	**Media (4)**	**Mediana (5)**		***Test- t*(7)**	***Test* de Wilcoxon (8)**
Capitalización Bursátil	102	0,9148	0,585	0,5643	0,4631	0,3505	2,1225**	**1,674 (0,0941)**
Activos Totales	152	1,1661	0,2799	0,7663	0,2449	0,3998	0,7447	-0,189 (0,8497)
Ventas	151	0,7273	0,2751	0,3912	0,2253	0,3361	1,9523*	1,031 (0,3025)
Panel B: Valor de la Compañía								
Ratio Precio-Valor de Mercado	121	-0,1064	-0,0349	0,0274	0,0499	-0,1338	-0,7451	-0,521 (0,6022)
Q de Tobin	99	0,0963	0,0544	0,1249	0,0741	-0,0286	-0,4926	-0,688 (0,4917)
Panel C: Rentabilidad Operativa								
ROA	103	-2,9171	-0,2808	-0,4025	0,0448	-2,5145	-2,0321**	**-1,737 (0,0824)**
ROE	96	-1,3983	-0,1257	0,0269	-0,0328	-1,4251	-1,0177	-0,022 (0,9825)
Flujos de Caja /AT	96	0,0745	-0,3059	-0,2152	-0,2857	0,2898	0,4344	0,289 (0,7728)
Panel D: Costes de Agencia								
Efectivo/ AT	91	1,2451	0,0589	5,3472	0	-4,1021	-1,5095	0,420 (0,6748)
Efectivo y Equivalentes/ AT	103	0,665	0,0408	2,1670	0	-1,5021	-2,3157**	-1,026 (0,3047)
Deuda Total/ AT	103	0,1724	-0,0348	0,2274	-0,0951	-0,0551	-0,2964	-0,327 (0,7434)
Deuda a C.P./ AT	94	0,4527	-0,1690	1,5472	0	-1,0945	-1,7732*	**-2,087(0,0369)**
Deuda a L.P./ AT	96	0,6439	-0,0602	0,0281	-0,1282	0,6158	2,5116**	**1,787 (0,0739)**
Deuda Total/ Capital Ordinario (%)	103	0,3978	-0,243	0,3321	-0,1322	0,0657	0,1960	-1,504 (0,1327)
Deuda Total/Capital Total (%)	102	0,209	-0,0790	0,0657	-0,0728	0,1432	0,8820	-0,387 (0,6986)
Ratio *Payout*	56	0,0085	0	-0,0535	0	0,0620	0,6822	0,125 (0,9009)
Rentabilidad por Dividendo	131	0,1437	0	-0,0863	0	0,2300	2,5555**	**2,569 (0,0102)**
Panel E: Estructura de Costes								
Costes de Capital/AT	101	0,9372	0,0792	0,4031	-0,0609	0,5341	1,8186*	1,614 (0,1065)

Tabla XIII. Cambios en las Características de las Empresas 2 Años Después de la Inversión de los *Hedge Funds* Activistas (T+2)

Esta tabla presenta los cambios que se producen en las características de las empresas entre el año antes y dos años después de que el *hedge fund* activista adquiera una participación igual o superior al 1% de su capital social. El Panel A muestra las variables relacionadas con el tamaño de la empresa, el Panel B muestra las variables relacionadas con el valor de mercado de la compañía, el Panel C muestra las variables relacionadas con la rentabilidad operativa de la empresa, el Panel D muestra las variables relacionadas con los costes de agencia derivados del *free cash flow* y el Panel E muestra la variable relacionada con la estructura de costes (véase la Tabla XI para una mayor descripción de las variables incluidas en cada panel). La columna (1) muestra el número de observaciones para las que la información relativa a las variables está disponible. Las cuatro columnas siguientes presentan la media y la mediana de los cambios en las variables, diferenciando entre empresas objetivo (columnas (2) y (3)) y empresas de control (columnas (4) y (5)). La columna (6) muestra la diferencia media entre las dos muestras para cada variable, y las columnas (7) y (8) presentan el estadístico-t y el estadístico-Z (*Wilcoxon Signed Rank Test*), respectivamente. *, ** y *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente. Únicamente se han considerado aquellas empresas en las que el *hedge fund* mantiene su inversión en la empresa un año después de su entrada. Para evitar problemas con los *outliers*, se procedió a "winsorizar" todas las variables a los niveles del 1% y 99%.

	Nº Observ. (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		Diferencia Media (6)	*Tests* de Diferencias	
Panel A: Company Size		**Media (2)**	**Mediana (3)**	**Media (4)**	**Mediana (5)**		***Test-t* (7)**	***Test* de Wilcoxon (8)**
Capitalización Bursátil	51	1,4710	0,8279	1,3557	0,7046	0,1153	0,2175	0,609 (0,5423)
Activos Totales	76	0,5826	0,3268	1,5028	0,4638	-0,9202	**-2,6116****	**-2,097 (0,0360)**
Ventas	72	0,7943	0,39	0,8098	0,4247	-0,0154	-0,0681	-0,825 (0,4094)
Panel B: Valor de la Compañía								
Ratio Precio-Valor de Mercado	63	0,8125	-0,1399	0,2028	0,11	0,6096	1,5906	-0,014 (0,9891)
Q de Tobin	44	0,4613	0,1957	0,1953	0,0867	0,2659	1,4433	1,482 (0,1383)
Panel C: Rentabilidad Operativa								
ROA	47	-0,0594	-0,68	0,5438	-0,0581	-0,6032	-0,8107	-1,418 (0,1562)
ROE	36	-3,4776	-0,6509	-0,4809	-0,2118	-2,9966	-1,5546	-0,550 (0,5824)
Flujos de Caja /AT	40	1,7591	-0,0703	-0,9355	-0,2683	2,6946	2,0262**	1,331 (0,1833)
Panel D: Costes de Agencia								
Efectivo/ AT	40	0,8129	0,0397	0,3654	0,0206	0,4475	1,1830	0,524 (0,6001)
Efectivo y Equivalentes/ AT	44	1,1575	0,0575	1,5341	-0,1052	-0,3766	-0,4925	0,198 (0,8427)
Deuda Total/ AT	44	0,3441	-0,0118	0,1832	-0,1398	0,1609	0,5436	1,097 (0,2726)
Deuda a C.P./ AT	39	0,192	-0,2037	0,3482	-0,1105	-0,1562	-0,4864	-0,461(0,6451)
Deuda a L.P./ AT	39	1,7382	-0,0163	0,018	0	1,7202	2,1865**	1,354 (0,1759)
Deuda Total/ Capital Ordinario(%)	49	1,0559	-0,0456	0,092	-0,2499	0,9639	1,7071*	1,109 (0,2674)
Deuda Total/Capital Total (%)	48	0,2454	-0,0296	0,1004	-0,0824	0,1450	0,6543	1,108 (0,2680)
Ratio Payout	18	-0,0925	0	0,0788	0	-0,1714	-1,5469	-0,801 (0,4229)
Rentabilidad por Dividendo	63	0,2980	0	-0,2099	-0,123	0,5079	3,1831***	**2,583 (0,0098)**
Panel E: Estructura de Costes								
Costes de Capital/AT	45	2,1641	0,0861	0,9121	0,0393	1,2521	1,2788	1,089 (0,2760)

Como consecuencia, los resultados que se presentan en las Tablas XII y XIII no proporcionan evidencia a favor de las hipótesis de que las empresas objetivo mejoran su rentabilidad operativa tras la inversión del *hedge fund*, reducen sus costes o disminuyen los niveles de efectivo en balances. No obstante, el aumento significativo que se produce en la rentabilidad por dividendo durante los dos periodos analizados apunta a que los *hedge funds* activistas podrían influir en la política de dividendos de las empresas objetivo.

Para dar mayor robustez al contraste de las primeras hipótesis relacionadas con las características de tipo financiero-contable que podrían llevar a los *hedge funds* activistas a elegir las empresas europeas en las que invierten, en la Tabla XIV se presentan modelos *logit* que identifican los efectos parciales de las variable explicativas. Esta tabla recoge los resultados de las regresiones *logit* que pronostican la probabilidad de que una empresa sea objetivo de un *hedge fund* activista. La especificación básica del modelo de regresión *logit* es la siguiente (1):

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

donde

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 \text{PTBR}_i + \beta_2 \text{ROA}_i + \beta_3 \left(\frac{\text{CASH}}{\text{TA}}\right)_i + \beta_4 \left(\frac{\text{TD}}{\text{TA}}\right)_i + \beta_5 \text{PAYOUT}_i + \beta_6 \left(\frac{\text{CE}}{\text{TA}}\right)_i + \varepsilon_{i,} \quad (1)$$

y donde Y_i es la variable dependiente que toma el valor de 1 si un *hedge fund* activista adquiere al menos el 1% del capital de esa empresa durante el año siguiente, y 0 en caso contrario. PTBR, ROA, CASH, TD, PAYOUT, CE, y TA denotan/se refieren al el ratio precio-valor contable, la rentabilidad económica, el ratio *payout*, los costes de capital y los activos totales, respectivamente. Las variables CASH, TD y CE se dividen por el total de activos.

Los datos que se utilizan para este modelo corresponden a 530 empresas (265 empresas objetivo y 265 empresas de control)[84]. Para cada empresa, se ha considerado el valor de las variables correspondiente al año antes de que se produzca la inversión del *hedge fund* activista, por ello, en aquellos casos en los que los *hedge funds* invierten en las empresas en 2003, s ne han necesitado los datos correspondientes al año 2002. Dado que algunas empresas son objetivo de varios *hedge funds* activistas[85], para el caso de este análisis únicamente se ha considerado la primera vez que estas compañías reciben la inversión de un *hedge fund* activista, ya que puede darse el caso de que, en las siguientes inversiones llevadas a cabo por el resto de *hedge funds*, la empresa ya haya recibido la influencia del primer *hedge fund* activista y/o la inversión de los otros *hedge funds* sea el resultado de un "efecto llamada" con el fin de proporcionar apoyo al primer *hedge fund* y aumentar la presión ejercida sobre las empresas.

Por ejemplo, Photo-Me International Plc ha sido objetivo de 4 *hedge funds*, Cycladic Capital L.L.P, Steel Partners L.L.C., Principle Capital Advisors Limited y QVT Financial LP. Como lo que se pretende analizar son las características de esta empresa antes de que reciba la inversión de los *hedge funds*, ésta se considera tan sólo una vez a efectos de este estudio, pese a que se ha visto involucrada en 4 inversiones por parte de *hedge funds* activistas.

Antes de proceder a comentar los resultados de la estimación de los modelos *logit* con datos de sección cruzada, es preciso indicar que también se han realizado las estimaciones de los modelos *logit* utilizando la metodología de datos de panel comentada en la Sección metodológica. No obstante, los resultados obtenidos con esta metodología no son concluyentes y no guardan una coherencia con el resto de resultados del presente trabajo de investigación, por lo que se ha optado por la estimación de los modelos *logit* con datos de sección cruzada tomando como referencia el año previo a la inversión del *hedge fund* activista. Los resultados obtenidos con la metodología de datos de panel junto con los correspondientes comentarios pueden consultarse en el Anexo 8.

---

[84] Es necesario indicar que este número varía para cada regresión *logit* en función de la disponibilidad de datos referidos a las variables que se incluyen en cada regresión.

[85] Ver Tabla X, Panel C y sus comentarios correspondientes.

Tabla XIV. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo (Información Financiero-Contable)

Esta tabla muestra los resultados de las estimaciones de los modelos logit. La variable dependiente es una variable *dummy* que toma el valor de 1 si un *hedge fund* activista adquiere más del 1% del capital de esa empresa durante el año siguiente, y 0 en caso contrario. Las variables explicativas son: TOBINQ: Q de Tobin; PTBR: ratio precio-valor contable; ROA: rentabilidad económica; ROE: rentabilidad financiera; CASH: efectivo; CASHE: efectivo y equivalentes; TD: deuda total; STD: deuda total a corto plazo; LTD: deuda total a largo plazo; DYIELD: rentabilidad por dividendo; PAYOUT: ratio *payout*; y CE: costes de capital. Las variables CASH, CASHE, TD, STD, LTD y CE se dividen por el total de activos (TA). Para cada una de las variables, se presentan los coeficientes *logit* estimados y los P-valor. Además, para cada modelo se especifica el número de empresas, el P-valor que determina la significación conjunta del modelo (prob>chi2) y el logaritmo de la verosimilitud. *, ** y *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
CONST	-0,314 (0,016) **	-0,301 (0,031) **	-0,344 (0,023) **	-0,353 (0,028) **	-0,400 (0,007) ***	-0,402 (0,010) ***	-0,293 (0,012) **	-0,255 (0,026) **	-0,532 (0,000) ***	-0,500 (0,002) ***
TOBINQ							0,065 (0,076) *	0,060 (0,078) *		
PTBR	0,067 (0,109)	0,050 (0,268)	0,068 (0,125)	0,049 (0,311)	0,054 (0,206)	0,033 (0,473)			0,077 (0,071) *	0,056 (0,224)
ROA	-0,002 (0,057) *		-0,013 (0,069) *		-0,010 (0,096) *			-0,012 (0,054) *	-0,011 (0,079) *	
ROE		-0,004 (0,034) **		-0,005 (0,023) **		-0,004 (0,053) *	-0,004 (0,021) **			-0,004 (0,038) **
CASH/TA			-0,344 (0,613)	0,376 (0,476)						
CASHE/TA					0,527 (0,221)	0,623 (0,149)				
TD/TA									0,630 (0,018) **	0,585 (0,023) **
STD/TA										
LTD/TA										
DYIELD										
PAYOUT										
CE/TA										
Nº Empresas	459	449	398	386	432	421	452	464	452	441
LR chi2(n) Prob>chi2	5,83 (0,054)	5,99 (0,050)	6,67 (0,155)	6,24 (0,101)	6,47 (0,091)	7,09 (0,069)	10,29 (0,006)	8,22 (0,016)	17,08 (0,001)	16,12 (0,001)
Log verosimilitud	-313,4	-306,3	-603,8	-271,1	-294,0	-285,9	-306,7	-316,3	-302,6	-295,3

Tabla XIV. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo (Información Financiero-Contable) Cont.

	Modelo 11	Modelo 12	Modelo 13	Modelo 14	Modelo 15	Modelo 16	Modelo 17	Modelo 18	Modelo 19	Modelo 20
CONST	-0,372 (0,014) **	-0,415 (0,004) ***	-0,556 (0,000) ***	-0,551 (0,001) ***	-0,124 (0,374)	-0,165 (0,238)	-0,176 (0,241)	-0,176 (0,226)	-0,383 (0,009) ***	-0,378 (0,015) **
TOBINQ					0,069 (0,043) **		0,066 (0,070) *			
PTBR	0,049 (0,287)	0,071 (0,095) *	0,081 (0,063) *	0,060 (0,197)					0,0677 (0,111)	0,0489 (0,286)
ROA		-0,008 (0,221)	-0,014 (0,024) **						-0,013 (0,042) **	
ROE	-0,003 (0,097) *			-0,005 (0,018) **						-0,004 (0,026) **
CASH/TA										
CASHE/TA										
TD/TA						0,671 (0,011) **		0,750 (0,010) ***		
STD/TA	0,667 (0,199)	0,796 (0,102)								
LTD/TA			1,129 (0,008) ***	1,178 (0,008) ***						
DYIELD					-0,066 (0,132)	-0,079 (0,075) *				
PAYOUT							-0,007 (0,068) *	-0,009 (0,028) **		
CE/TA									1,088 (0,297)	1,126 (0,281)
Nº Empresas	432	444	449	438	439	436	416	431	446	435
LR chi2(x) Prob>chi2	6,37 (0,095)	7,27 (0,064)	18,84 (0,000)	19,57 (0,000)	7,57 (0,023)	17,37 (0,003)	7,65 (0,022)	18,96 (0,001)	6,88 (0,076)	7,16 (0,067)
Log verosimilitud	-294,2	-302,1	-299,7	-291,6	-299,9	-293	-282,4	-288,1	-303,7	-295,8

Esta tabla muestra los resultados de las estimaciones de los modelos *logit*. En ella se presentan 20 modelos que recogen diferentes especificaciones del modelo básico (I) [86] teniendo en cuenta las correlaciones

[86] Además de las variables contempladas en la especificación básica del modelo, también se han realizado pruebas con otras variables, por ejemplo, se han sustituido el ratio precio-

existentes entre las variables (véase la matriz de correlación disponible en el Anexo 9), dado que se podría incurrir en problemas de multicolinearidad si se incluyeran en un mismo modelo variables explicativas altamente correlacionadas entre sí. Estos modelos tratan de mostrar cómo las diferentes características contables de las empresas influyen en la probabilidad de que estas compañías reciban la inversión de un *hedge fund* activista durante el siguiente año.

Como puede apreciarse en la Tabla XIV, confirmando los resultados del análisis univariable preliminar, los resultados de la estimación de los modelos *logit* demuestran que tanto la variable TOBINQ[87] (modelos 7, 8, 15 y 17) como las variables TD/TA (modelos 9, 10, 16 y 18) y LTD/TA (modelos 13 y 14) tienen un efecto positivo estadísticamente significativo en la probabilidad de que las compañías reciban una inversión de un *hedge fund* activista durante el año próximo.

Por el contrario, las variables ROA (modelos 1, 3, 5, 8, 9, 13 y 19), ROE (modelos 2, 4, 6, 7, 10, 11, 14 y 20) y PAYOUT[88] (modelos 17 y 18) influyen de forma negativa y estadísticamente significativa en dicha probabilidad. Todo ello sugiere que, efectivamente, tal y como apuntaban los resultados preliminares presentados en la Tabla XI, los *hedge funds* invierten en empresas europeas con un elevado valor de mercado, pero con serias dificultades operativas y elevados niveles de endeudamiento, especialmente a largo plazo. Además, dichas compañías presentan una política de dividendos más restrictiva, distribuyendo menos efectivo entre sus accionistas.

A diferencia de las variables anteriores, ni el nivel de liquidez de las empresas (modelos 3, 4, 5 y 6), ni sus costes de capital (modelos 19 y 20)

valor contable (PTBR) por la Q deTobin (TOBINQ); la rentabilidad económica (ROA) por la rentabilidad financiera (ROE) y los flujos de caja operativos (CF); el efectivo (CASH) por el efectivo y equivalentes (CASHE); la deuda total (TD) por la deuda total a largo plazo (LTD), deuda total a corto plazo (STD), deuda total/capital ordinario (TD/CE), deuda total/capital total (TD/TC); y el ratio *payout* (PAYOUT) por la rentabilidad por dividendo (DYIELD). Algunas de estas nuevas especificaciones del modelo aparecen recogidas en la Tabla XIV, otras se han omitido por cuestiones de espacio, pero los resultados obtenidos son cualitativamente similares.

87 Los modelos 9, 12 y 13 también muestran que la variable PTBR tiene un efecto positivo estadísticamente significativo en la probabilidad de que las compañías reciban una inversión de un *hedge fund* activista durante el año siguiente, sin embargo, la significatividad es muy baja y no se mantiene en todos los modelos en los que se incluye esta variable.

88 Véase también la variable DYIELD del modelo 16, aunque la significatividad de esta variable no se mantienen en otras especificaciones del modelo (véase modelo 15)

parecen influir de forma significativa en las decisiones de inversión de los *hedge funds*, de acuerdo con los resultados de los modelos estimados que se presentan en esta tabla.

6.3.4.2. Información Relativa a los Mecanismos Internos de Gobierno

De acuerdo con la segunda hipótesis, los mecanismos de gobierno de las empresas pueden desempeñar un papel relevante a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas y, a su vez, los *hedge funds* pueden tener efectos muy significativos sobre estos mecanismos como resultado de su inversión. Para proporcionar evidencia en relación a esta hipótesis, las Tablas XV, XVI y XVII resumen la información recogida en los informes anuales de las empresas en las que han invertido los *hedge funds* activistas (y de sus empresas de control correspondientes) sobre su estructura de propiedad y sobre las características de sus Consejo de Administración. En primer lugar, el análisis se centrará en la estructura de propiedad, y más concretamente en el nivel de concentración de ésta.

Los resultados que se presentan en la Tabla XV (Panel A) muestran que la estructura de propiedad de las empresas de control está mucho más concentrada que la de las empresas objetivo durante el año previo a la entrada del *hedge fund* (T-1). Durante ese año, el porcentaje medio del capital social en manos de los tres accionistas principales es siete puntos porcentuales menor en las empresas objetivo (37,18%) que en las empresas de control (44,59%). Lo mismo sucede si se considera el tamaño de las participaciones en el capital social del primer, segundo y tercer accionista de forma separada. Además, estos resultados se confirman si se examinan los percentiles 25, 50, 75 y 99 de la muestra de empresas objetivo y de la muestra de empresas de control, puesto que el porcentaje del capital que poseen los principales accionistas en las empresas objetivo es menor al capital en manos de los principales accionistas de las empresas de control en la mayoría de estos percentiles.

Esta tendencia también puede apreciarse si se analiza la concentración de la propiedad de las empresas después de la inversión del *hedge fund* activista. La Tabla XVI contiene información referida al año en el que se produce dicha inversión (T) y la Tabla XVII al año siguiente (T+1). Como puede observarse en estas tablas (Panel A), la estructura de propiedad de las empresas de control sigue mostrando un mayor nivel de

concentración durante los periodos posteriores a la entrada de los *hedge funds* activistas. Únicamente la participación media del segundo y tercer accionistas más importantes es superior en el caso de las empresas objetivo durante los periodos T y T+1.

No obstante, es importante tener en cuenta que la concentración de la estructura de propiedad de las empresas objetivo parece aumentar significativamente tras la inversión de los *hedge funds* activistas, mientras la estructura de propiedad de las empresas de control permanece mucho más constante. En este sentido, el porcentaje medio del capital que poseen los tres accionistas principales de las compañías objetivo aumenta desde el 37,18% en T-1 hasta el 41,97% en T y hasta el 43,89% en T+1 (más de siete puntos porcentuales). Además, estos aumentos se deben principalmente al aumento de la participación del principal accionista.

En el caso de las empresas de control, el porcentaje medio del capital que poseen los tres accionistas más significativos disminuye desde el 44,59% en T-1 hasta el 44,22% en T y aumenta hasta el 45,60% en T+1 (apenas un punto porcentual). Estos resultados, a diferencia de lo establecido en la hipótesis inicial, sugieren que los *hedge funds* prefieren empresas con un capital más disperso, quizás por la facilidad de adquirir una posición significativa en estas empresas y, una vez dentro, contribuyen a aumentar la concentración de la propiedad de éstas, lo que favorece una mayor supervisión y un control más exhaustivo de la dirección de las mismas.

En relación a las características del Consejo de Administración, los Paneles B de las Tablas XV (T-1), XVI (T) y XVII (T+1) muestran que el número de consejeros no ejecutivos es superior tanto en la muestra objetivo como en la muestra de control, antes y después de la inversión de los *hedge funds*. Sin embargo, la proporción media de consejeros no ejecutivos/ejecutivos es mayor para el caso de la muestra objetivo durante los tres periodos considerados. Por tanto, no se obtienen evidencia de que los *hedge funds* activistas prefieran compañías con una mayor presencia de consejeros ejecutivos en sus Consejos, como establecía la sub-hipótesis de partida.

En la Tabla XV (Panel C) también puede observarse cómo el número de empresas objetivo que separan los cargos de presidente y consejero delegado es superior al número que empresas que atribuyen ambos cargos a un mismo individuo con anterioridad a la inversión del *hedge fund* activista. Este resultado es el mismo si se analizan las empresas de control.

Asimismo, las Tablas XVI y XVII (Panel C) muestran cómo aquellas empresas que combinan ambos cargos son también una minoría en T y T+1, por lo que las empresas no experimentan ningún cambio a este respecto como consecuencia de la inversión del *hedge fund*.

Además, las Tablas XVI y XVII muestran la rotación de los miembros del Consejo que se produce con posterioridad a la entrada de los *hedge funds* en las compañías. Como puede observarse, la rotación de los consejeros es mayor en la muestra de empresas objetivo. Si se toma como referencia la composición del Consejo durante el año previo a la inversión del *hedge fund* (T-1), se obtiene que el porcentaje medio de consejeros que han abandonado el Consejo de las empresas objetivo (empresas de la muestra de control) al final del año en el que los *hedge funds* entran en la empresa se sitúa en el 20,7% (11,3%), alcanzando dicho porcentaje el 36,06% (23,52%) al final del año siguiente (T+1), cuando los *hedge funds* ya han tenido suficiente tiempo para conseguir una influencia significativa en los Consejos.

Asimismo, en relación a la rotación del primer ejecutivo y/o del presidente de las empresas, en las Tablas XVI y XVII (Panel D) puede apreciarse como la proporción de empresas objetivo que reemplazan a sus presidentes y/o primeros ejecutivos frente a aquellas que les mantienen en sus cargos en T y T+1, no es muy distinta a la proporción obtenida para las empresas de control. Únicamente la rotación del presidente de las empresas objetivo parece ser mayor a la de las empresas de control en T+1.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que la rotación de los miembros del Consejo, y en especial del presidente y del primer ejecutivo de las empresas objetivo, seguramente es mayor a lo reflejado en estas Tablas XVI y XVII, ya que estos resultados podrían estar afectados por un sesgo de supervivencia. Como puede observarse en estas tablas, los datos referidos a la rotación de miembros del Consejo están disponibles para un mayor número de empresas pertenecientes a la muestra de control. Esto se debe, principalmente, a que muchas de las compañías en las que invierten los *hedge funds* activistas son objeto de fusiones o adquisiciones después de la entrada del *hedge fund*, dejando finalmente de cotizar en Bolsa (este extremo se explicará con mayor detalle en los próximos párrafos), por lo que los informes anuales de estas compañías a partir de los que se obtiene la información relativa a las rotaciones dejan de estar disponibles y, por tanto, no es posible incluir estas empresas en este análisis.

Tabla XV. Estructura de Propiedad y Consejo de Administración de las Empresas Antes de la Inversión del Hedge Fund (T-1)

Esta tabla presenta estadísticas descriptivas sobre las características que presentan la estructura de propiedad y el Consejo de Administración de las empresas objetivo (y también de sus correspondientes empresas de control) el año previo a la inversión del hedge fund (T-1). En cuanto a la estructura de propiedad, las columnas 2 (muestra objetivo) y 9 (muestra de control) muestran el porcentaje medio de acciones que poseen los tres principales accionistas, tanto conjuntamente como cada uno de ellos por separado. Las columnas 3-6 (muestra objetivo) y 10-13 (muestra de control) presentan los percentiles 25, 50 (mediana), 75 y 99 de cada una de las muestras. En cuanto a las características del Consejo de Administración, se proporciona la media de consejeros ejecutivos y no ejecutivos presentes en el Consejo, así como la proporción media de consejeros no ejecutivos/consejeros ejecutivos (Panel B columnas 2 (muestra objetivo) y 9 (muestra de control)). Las columnas 3-6 (muestra objetivo) y 10-13 (muestra de control) presentan los percentiles 25, 50 (mediana), 75 y 99 de cada una de las muestras. Además, también se indica si existe una división de responsabilidades en la dirección de la empresa, presentando el número de empresas en las que las funciones de primer ejecutivo y presidente son desempeñadas por la misma persona (Panel C columnas 7 (muestra objetivo) y 13 (muestra de control)) y el número de empresas en las que existe una clara división de estas funciones (Panel C columnas 8 (muestra objetivo) y 14 (muestra de control)).

	Muestra Objetivo							Muestra de Control						
	Media (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Sí (7)	No (8)	Media (9)	25% (10)	50% (11)	75% (12)	99% (13)	Sí (14)	No (15)
Panel A: Estructura de Propiedad														
Participación (%) en el capital de los 3 mayores accionistas	37,18	24,21	35,6	49,0	82,8			44,59	26,51	42,6	60,74	89,0		
Participación (%) en el capital del mayor accionista	23,70	11,4	18,86	29,54	82,49			29,49	12,3	21,69	44,21	81,62		
Participación (%) en el capital del 2º mayor accionista	10,50	6,43	9,32	12,97	29,91			10,79	6,3	9,81	12,92	27,5		
Participación (%) en el capital del 3er mayor accionista	6,62	5	5,98	7,79	17,78			6,85	4,015	6,325	9,01	19,3		
Panel B: Consejeros Ejecutivos Vs. No Ejecutivos														
Consejeros no ejecutivos	5,24	3	4	6	21			5,04	3	4	6	19		
Consejeros ejecutivos	3,15	2	3	4	8			3,14	2	3	4	9		
Proporción no ejecutivos/ejecutivos	2,13	1	1,5	2,33	14			2,07	1	1,5	2,5	11		
Panel C: Estructura de Liderazgo														
¿Primer Ejecutivo = Presidente?						35	167						51	164

Tabla XVI. Estructura de Propiedad y Consejo de Administración de las Empresas el Año en el que Invierte el *Hedge Fund* (T)

Esta tabla presenta estadísticas descriptivas sobre las características que presentan la estructura de propiedad y el Consejo de Administración de las empresas objetivo (y de sus correspondientes empresas de control) al final del año en el que se produce la inversión del *hedge fund* (T). La estructura de esta tabla es similar a la de la Tabla XV, excepto por el hecho de que ésta también presenta los cambios que tienen lugar en el Consejo justo después de la entrada del *hedge fund* en el capital de la empresa. Las columnas 2 (muestra objetivo) y 9 (muestra de control) del Panel D proporcionan información relativa al porcentaje de consejeros que permanecen en el Consejo al final del año T, tomando como referencia la composición del Consejo en T-1. Las columnas 3-6 (muestra objetivo) y las columnas 10-13 (muestra de control) de este mismo panel proporcionan los percentiles 25, 50 (mediana), 75 y 99 de cada una de las muestras. Además, se indica si el primer ejecutivo y / o el presidente de las compañías continúan en sus puestos tras la inversión del *hedge fund* activista (Panel D columnas 7 y 8 (muestra objetivo); y 14 y 15 (muestra de control)).

	Muestra Objetvo							Muestra de Control						
	Media (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Sí (7)	No (8)	Media (9)	25% (10)	50% (11)	75% (12)	99% (13)	Sí (14)	No (15)
Panel A: Estructura de Propiedad														
Participación (%) en el capital de los 3 mayores accionistas	41,97	27,53	39,87	56	94,17			44,22	25,47	39,82	61,63	86,48		
Participación (%) en el capital del mayor accionista	26,54	12,03	20,86	32,9	91,11			29,94	12,08	21,65	49,9	81,65		
Participación (%) en el capital del 2º mayor accionista	10,65	5,87	9,74	13,4	27			10,53	5,96	9,47	12,4	27,82		
Participación (%) en el capital del 3er mayor accionista	7,61	5	6,615	9,08	24,3			6,62	4,28	6,06	8,7	15		
Panel B: Consejeros Ejecutivos Vs. No Ejecutivos														
Consejeros no ejecutivos	5,54	3	5	6	22			5,17	3	5	7	19		
Consejeros ejecutivos	2,95	2	3	4	12			3,14	2	3	4	10		
Proporción no ejecutivos/ejecutivos	2,34	1	1,67	3	11			2,20	1	1,5	2,5	11		
Panel C: Estructura de Liderazgo														
¿Primer Ejecutivo = Presidente?						32	159						45	167
Panel D: Cambios en el Consejo														
% de consejeros que continuan	79,3	66,67	80,0	100	100			88,67	80,0	91,67	100	100		
¿Mismo primer ejecutivo?						126	37						171	33
¿Mismo presidente?						133	38						181	56

Tabla XVII. Estructura de Propiedad y Consejo de Administración de las Empresas después de invertir el *Hedge fund* (T+1)

This table reports descriptive statistics about the ownership structure and the board characteristics of target firms one year after the *hedge fund* engagement in the company (T+1). The structure of this table is similar to Table XV, except that this table also presents the board changes that take place one year after the *hedge fund* investment. Panel D columns 2 (target sample) and 9 (control sample) provide information related to the mean percentage of directors who remain in the board at the end of the year T+1, taking as a reference the board composition in T-1. The 25th, 50th (median), 75th, and 99th percentiles of the samples are also reported in Panel D columns 3-6 (target sample) and columns 10-13 (control sample). Further, it is also shown whether the CEO and/or the chairman of the firm continue holding their positions in the firm that year (Panel D columns 7 and 8 (target sample) and 14 and 15 (control sample)).

	Muestra Objetivo							Muestra de Control						
	Media (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Sí (7)	No (8)	Media (9)	25% (10)	50% (11)	75% (12)	99% (13)	Sí (14)	No (15)
Panel A: Estructura de Propiedad														
Participación (%) en el capital de los 3 mayores accionistas	43,89	27,9	40,22	60,82	93,4			45,60	27,01	43,3	62,6	88,77		
Participación (%) en el capital del mayor accionista	28,25	12,91	22,1	36,29	90,42			30,86	11,94	23,60	50,03	82,1		
Participación (%) en el capital del 2º mayor accionista	12,76	6,3	10,0	14,6	37,1			10,78	6,29	9,44	13,70	27,55		
Participación (%) en el capital del 3er mayor accionista	7,4	4,98	6,48	9,14	20,51			6,821	4,39	6,06	9,07	16		
Panel B: Consejeros Ejecutivos Vs. No Ejecutivos														
Consejeros no ejecutivos	5,81	3	5	7	21			5,17	3	5	6	18		
Consejeros ejecutivos	2,77	2	3	4	7			3,08	2	3	4	11		
Proporción no ejecutivos/ejecutivos	2,45	1,29	1,71	3	10			2,25	1	1,5	2,5	12		
Panel C: Estructura de Liderazgo														
¿Primer Ejecutivo = Presidente?						30	144						48	159
Panel D: Cambios en el Consejo														
% de consejeros que continuan	63,94	50	66,67	83,33	100			76,48	62,5	80,0	100	100		
¿Mismo primer ejecutivo?						99	49						136	70
¿Mismo presidente?						96	59						150	63

Cuando una empresa recibe una oferta de adquisición, especialmente cuando ésta es hostil, y finaliza con éxito, el nuevo propietario de la empresa generalmente cambia a la mayoría de los consejeros, al presidente y al primer ejecutivo de esta compañía. A este respecto, Kini et al. (2004) obtienen evidencia de una elevada rotación del consejero delegado de las empresas después de que éstas hayan sido objeto de una adquisición, y Koke (2004) obtiene que la rotación de la dirección de las empresas aumenta después de un cambio en el control de éstas, con independencia de que las compañías se caracterizaran por una buena o mala rentabilidad con anterioridad a dicho cambio de control.

Al no considerar a estas empresas en el análisis realizado, dado que la información sobre éstas deja de estar disponible, es posible que los resultados estén sesgados a la baja, siendo la rotación de los consejeros, del primer ejecutivo y del presidente aún mayores para el caso de las empresas objetivo, teniendo en cuenta la elevada incidencia de fusiones y adquisiciones que se producen en las empresas objetivo, como indican los resultados que se presentarán a continuación.

En resumen, los resultados obtenidos hasta el momento aportan evidencia de que ni la composición del Consejo en relación a la proporción de consejeros no ejecutivos frente a los ejecutivos, ni la estructura de liderazgo del mismo, parecen ser factores tenidos en cuenta por los *hedge funds* activistas a la hora de invertir en las empresas europeas, ya que éstos no difieren significativamente de los presentados por las empresas que integran la muestra de control. Por el contrario, sí se obtiene evidencia de que los *hedge funds* prefieren invertir en empresas con una estructura de propiedad más dispersa, tal vez por la mayor facilidad a la hora de adquirir una posición significativa en ellas, y de que, una vez dentro de las compañías, estos fondos promueven un aumento de la concentración de la propiedad de las empresas, así como importantes cambios en la composición de sus Consejos.

Además, la segunda hipótesis también establece que los *hedge funds* podrían desempeñar un papel activo en otros aspectos relacionados con el gobierno de las empresas, a parte de la estructura de propiedad y el Consejo de Administración. Con el fin de arrojar luz sobre ello y analizar el papel de los *hedge funds* activistas en la generación de cambios en las

políticas corporativas y en el apoyo a eventos de control corporativo como es el caso de fusiones, adquisiciones, *buyouts* etc., se presenta la Tabla XVIII.

En ella puede observarse como, durante el periodo de inversión del *hedge fund*, 135 empresas (50,94%) experimentan cambios en la composición de sus Consejos de Administración (lo que corrobora los resultados arriba mencionados en relación a la rotación de los miembros de los Consejos), 88 empresas (33,21%) llevan a cabo procesos de reestructuración , 85 compañías (32,08%) adquieren otra empresa bien a través de una transacción privada o lanzando una OPA, 81 empresas (30,57%) reciben una OPA, 81 compañías (30,57%) dejan de cotizar en Bolsa, 50 empresas (18,87%) inician un programa de recompra de acciones, lo que generalmente suele utilizarse como un método de pago de efectivo a los accionistas, 24 empresas (9,06%) llevan a cabo un proceso de expansión, 22 compañías (8,30%) se fusionan con otra empresa y 6 empresas (2,26%) reciben un *management buyout.* También es interesante el hecho de que el activismo de los *hedge funds* es conocido públicamente en 57 empresas (21,51%), existiendo noticias que relacionan directamente al *hedge fund* y a la compañía.

Si se consideran todas las empresas que están involucradas en algún evento de control, se obtiene que 175 empresas (66,04%) reciben una OPA o un *management buyout*, adquieren otra empresa a través de transacciones privadas o lanzando una OPA, se fusionan con otras compañías, o dejan de cotizar en el mercado de valores[89]. Además, también es remarcable el hecho de que el 80,25% de las empresas que reciben una OPA finalmente dejan de cotizar en Bolsa, el 79,55% de las empresas que llevan a cabo un proceso de reestructuración también realizan cambios en la composición de sus Consejos, y que en el 71,93% de las compañías en las que el activismo de los *hedge funds* es público se producen también cambios en el Consejo de Administración.

[89] Como puede observarse, este número no se corresponde con la suma del número de empresas incluidas en cada una de estas categorías, ya que, en algunas empresas, se producen varios eventos de control corporativo.

Tabla XVIII. Eventos Corporativos que Tienen Lugar en las Empresas Durante el Periodo de Inversión de los *Hedge Funds*

Esta tabla presenta los eventos corporativos que tienen lugar en las empresas desde que el *hedge fund* activista adquiere el 1% del capital de dichas compañías hasta que deshace su posición en las mismas. La columna 1 ordena por categorías los eventos que experimentan las empresas: OPAs, fusiones, *buyouts*, salidas de Bolsa, reestructuraciones, cambios en el Consejo, procesos de expansión, recompras de acciones. Además, también se indica si el activismo del *hedge fund* en la empresa es público (aquellos casos en los que existen noticias que informan sobre de las demandas y actuaciones del *hedge fund* en la compañía). La columna 2 muestra el número (porcentaje) de empresas en las que se produce cada tipología de eventos. Las Columnas 3-12 muestran el número de empresas en las que tienen lugar dos tipos de eventos (los dos tipos indicados por su correspondiente fila y columna) durante el periodo de inversión del *hedge fund* activista, y el porcentaje que estas empresas representan sobre el número total de compañías en las que se produce el evento indicado en su fila correspondiente.

Categorías de Eventos	Nº empresas (%)	Reciben una OPA	Lanzan una OPA / Adquisición	Fusión	*Buyout*	Salida de Bolsa	Proceso de restruct.	Cambios en el Consejo	Proceso de expansión	Recompra de acciones	Activismo público
Reciben una OPA	81 (30,57%)		14 (17,28%)	3 (3,70%)	1 (1,23%)	65 (80,25%)	13 (16,05%)	23 (28,40%)	1 (1,23%)	9 (11,11%)	16 (19,75)%
Lanzan una OPA / Adquisición	85 (32,08%)	14 (16,47%)		9 (10,59%)	0 (0,00%)	10 (11,76%)	30 (35,29%)	55 (64,70%)	16 (18,82%)	21 (24,71%)	21 (24,71%)
Fusión	22 (8,30%)	3 (13,64%)	9 (40,91%)		0 (0,00%)	6 (27,27%)	7 (31,82%)	10 (45,45%)	3 (13,64%)	8 (36,36%)	8 (36,36%)
Buyout	6 (2,26%)	1 (16,67%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)		5 (83,3%)	0 (0,00%)	2 (33,33%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	2 (33,33%)
Salida de Bolsa	81 (30,57%)	65 (80,25%)	10 (12,35%)	6 (7,41%)	5 (6,17%)		16 (19,75%)	22 (27,16%)	1 (1,23%)	11 (13,58%)	16 (19,75%)
Proceso de restruct.	88 (33,21%)	13 (14,77%)	30 (34,09%)	7 (7,95%)	0 (0,00%)	16 (18,18%)		70 (79,55%)	7 (7,95%)	25 (28,40%)	28 (31,82%)
Cambios en el Consejo	135 (50,94%)	23 (17,04%)	55 (40,74%)	10 (7,41%)	2 (1,48%)	22 (16,30%)	70 (51,85%)		11 (12,94%)	28 (20,74%)	41 (30,37%)
Proceso de expansión	24 (9,06%)	1 (4,17%)	16 (66,67%)	3 (12,5%)	0 (0,00%)	1 (4,17%)	7 (29,17%)	11 (45,83%)		9 (37,5%)	3 (12,5%)
Recompra de acciones	50 (18,87%)	9 (18,0%)	21 (42,00%)	8 (16,0%)	0 (0,00%)	11 (22,00%)	25 (50,00%)	28 (56,00%)	9 (18,00%)		13 (26,00%)
Activismo público	57 (21,51%)	16 (28,07%)	21 (36,84%)	8 (14,0%)	2 (3,50%)	16 (28,07%)	28 (49,12%)	41 (71,93%)	3 (5,26%)	13 (22,81%)	

Tabla XIX. Matriz de Correlación: Eventos Corporativos

Esta tabla muestra la matriz de correlación entre las categorías de eventos corporativos (detallados en la tabla anterior) que tienen lugar en las empresas durante el periodo de inversión de los hedge funds.

	Reciben una OPA	Lanzan una OPA / Adquisición	Fusión	*Buyout*	Salida de Bolsa	Proceso de restruct.	Cambios en el Consejo	Proceso de expansión	Recompra de acciones	Activismo público
Reciben una OPA	1,0000									
Lanzan una OPA/Adquisición	-0,2103	1,0000								
Fusión	-0,1106	0,0569	1,0000							
Buyout	-0,0459	-0,1046	-0,0458	1,0000						
Salida de Bolsa	0,7155	-0,2805	-0,0215	0,1743	1,0000					
Proceso de restructuración	-0,2417	0,0304	-0,0089	-0,1073	-0,1895	1,0000				
Cambios en el Consejo	-0,2693	0,1854	0,0207	-0,0618	-0,2822	0,3874	1,0000			
Proceso de expansión	-0,1808	0,2339	0,0480	-0,0480	-0,1808	-0,0271	-0,0251	1,0000		
Recompra de acciones	-0,1315	0,1025	0,1345	-0,0734	-0,0897	0,1719	0,0510	0,1503	1,0000	
Activismo público	-0,0284	0,0535	0,1088	0,0438	-0,0284	0,1769	0,4205	-0,0692	0,0527	1,0000

Para arrojar más luz sobre las interrelaciones existentes entre estos grupos de eventos corporativos, la Tabla XIX muestra la matriz de correlaciones de los eventos que tienen lugar en las empresas durante el periodo de inversión de los *hedge funds*. Destaca la correlación de un 0,715 existente entre "Salida de Bolsa" y "Reciben una OPA", lo que confirma que la mayoría de las empresas que reciben una OPA dejan finalmente de cotizar en Bolsa, y la correlación de un 0,42 entre "Activismo público" y "Cambios en el Consejo", lo que confirma a su vez el hecho de que los cambios en los Consejos de Administración son frecuentes cuando el activismo de los *hedge funds* es público. Además, la correlación de un 0,3874 entre "Cambios en el Consejo" y "Proceso de Reestructuración" demuestra que estos dos tipos de eventos tienen lugar conjuntamente en un gran número de ocasiones. Ninguno de los otros eventos muestran una correlación entre sí lo suficientemente significativa como para ser mencionada.

La Tabla XX muestra la distribución de los eventos corporativos de acuerdo con el país en el que está domiciliada la empresa en la que tienen lugar. Aunque la Tabla XX hace referencia a todos los países incluidos en la muestra, a efectos de los comentarios el análisis se centrará en los 4 países en los que se concentran la mayoría de las inversiones de los *hedge funds* activistas (Reino Unido, Alemania, Italia y Francia). En este sentido, el Reino Unido muestra una gran actividad de control corporativo ya que el 42% de las empresas que reciben una OPA, y el 66% de las empresas en las que se producen *management buyouts* están domiciliadas en este país. También llama la atención el hecho de que el 46,36% de las empresas del Reino Unido en las que invierten los *hedge funds* activistas dejan de cotizar en Bolsa tras la inversión de éstos. Los cambios en la composición del Consejo y, en menor medida, los procesos de reestructuración son también frecuentes en este país.

Por su parte, Italia, es el país en el que tiene lugar un mayor número de fusiones de empresas (40,91%), de hecho, el 25,71% de las empresas objetivo que pertenecen a este país se ven involucradas en algún proceso de fusión. También resulta de interés que el 31,43% de las empresas objetivo dejen de cotizar en Bolsa tras la inversión de los *hedge funds* activistas, y que los *hedge funds* activistas obtengan al menos un asiento en los Consejos de Administración en casi la mitad de los casos en los que se producen cambios en éstos. Asimismo, en este país, el 31, 43% de las empresas en las que invierten los *hedge funds* aprueban programas de

recompra de acciones y el 22,86% de los eventos que tienen lugar en este país son conocidos públicamente, apareciendo refejadas en la presa las demandas de los fondos en las compañías italianas.

En cuanto a las empresas alemanas, éstas se caracterizan, en general, por iniciar procesos de reestructuración (44%) y llevar a cabo cambios en el Consejo (56%). Además, en este país también es notable el número de empresas que experimentan procesos de expansión o que adquieren a otras empresas.

En Francia, el 48,15% de las empresas objetivo realizan adquisiciones de forma privada o lanzan OPAs para adquirir otras compañías, el 51,85% acometen cambios en el Consejo y el 33% ponen en marcha planes de reestructuración. Las demandas de los *hedge funds* así como su intervención en la empresa son públicos en el 25,9% de los casos.

En cuanto a la distribución de los eventos corporativos en función del *hedge fund* que lleva a cabo la inversión en las empresas, la Tabla XXI resulta muy clarificadora, ya que permite conocer si el comportamiento de los *hedge funds* es similar en todas las compañías en las que invierten, promoviendo el mismo tipo de eventos en todas ellas, o si, por el contrario, favorecen eventos corporativos de naturaleza distinta en función de las necesidades de cada una de las compañías.

En este sentido, puede observarse, por ejemplo, cómo la mayoría de las empresas objetivo de los *hedge funds* Trafalgar y Deephaven reciben OPAs y son finalmente sacadas de Bolsa tras la inversión del *hedge fund*. Además, también resulta significativo el hecho de que la mayoría de las intervenciones del *hedge fund* Wyser Pratte trascienden a los medios de comunicación, que los *hedge funds* Cycladic y Amber suelen conseguir representación en los Consejos de Administración de sus empresas objetivo, que el *hedge fund* Amber toma parte en el 40% de las fusiones o que el 42% de las empresas en las que invierte Absolute Capital Management llevan a cabo procesos de reestructuración.

Dada la relevancia de los eventos de control corporativo, la Tabla XXII se centra específicamente en ellos, proporcionando información relacionada con las características de las OPAs (tanto las recibidas como las lanzadas), las fusiones y los *management buyouts* que tienen lugar en las empresas objetivo mientras el *hedge fund* está invertido en ellas.

Tabla XX. Distribución de Eventos Corporativos por País

Esta tabla presenta la distribución de eventos corporativos de acuerdo con el país en que tienen lugar. La Columna 2 muestra el número de compañías domiciliadas en cada uno de los 15 países incluidos en nuestra muestra. Las columnas 3-12 muestran el número de empresas que experimentan cada uno de los eventos (reciben una OPA, lanzan una OPA o adquieren otra empresa en una transacción privada, se fusionan, dejan de cotizar en Bolsa, inician un proceso de restructuración, realizan cambios en el Consejo, inician un proceso de expansión, aprueban un programa de recompra de acciones) por país. La columna 9 proporciona el número de empresas en las que se producen cambios en la composición del Consejo pero en las que el hedge fund no consigue representación en el mismo, así como el número de compañías en las que los hedge funds sí consiguen representación en el Consejo. Además, la columna 12 indica el número de empresas en las que es público el activismo de los hedge funds.

País	Nº Empresas	Reciben una OPA	Lanzan una OPA/ Adquisición	Fusión	*Buyout*	Salida de Bolsa	Proceso de restructuración	Cambio en el Consejo	Proceso de Expansión	Recompra de acciones	Activismo público
Alemania	50	9	20	1	0	6	22	26+2	8	10	10
Austria	1	0	1	0	0	0	1	1+0	1	1	0
Bélgica	2	1	1	0	0	1	1	0+0	0	0	0
España	8	3	4	2	0	1	4	3+1	1	3	1
Francia	27	7	13	5	1	4	9	10+4	1	5	7
Grecia	3	0	0	0	0	0	0	2+1	1	0	1
Holanda	9	1	5	1	0	2	3	4+2	1	1	2
Irlanda	4	3	0	0	0	3	0	0+0	0	0	1
Italia	35	8	14	9	1	11	6	6+5	4	13	8
Luxemburgo	3	0	1	0	0	0	2	2+0	1	1	0
Polonia	2	0	0	0	0	0	1	0+0	1	0	0
Portugal	1	1	0	0	0	0	0	0+0	0	0	0
Reino Unido	110	46	23	4	4	51	35	54+6	5	10	25
Suecia	2	0	1	0	0	0	2	2+0	0	1	1
Suiza	8	2	2	0	0	2	2	3+1	0	5	1
Total	265	81	85	22	6	81	88	135	24	50	57

Tabla XXI. Distribución de los Eventos Corporativos por *Hedge Fund* Activista

Esta tabla muestra la distribución de los eventos corporativos en función del *hedge fund* activista que invierte en las empresas. En ella se muestra el número de empresas europeas en las que invierte cada uno de los *hedge funds* activistas incluidos en la muestra (columnas 1 y 2), especificando cuántas de estas compañías experimentan cada uno de los tipos de eventos corporativos indicados en las columnas (3-12). En la columna 9 se indica tanto el número de empresas en las que se producen cambios en la composición del Consejo pero en las que el *hedge fund* no consigue representación en el mismo, como el número de compañías en las que el propio *hedge fund* obtiene un asiento en el Consejo.

Nombre del *Hedge fund*	Nº empresas objetivo	Reciben una OPA	Lanzan una OPA/ Adquisición	Fusión	*Buyout*	Salida de Bolsa	Proceso de restruct.	Cambios en el Consejo	Proceso de expansión	Recompra de acciones	Activismo público
Absolute Capital Management Holdings Ltd.	45	8	15	1	0	8	19	23+2	7	7	5
Amber Capital Investment Management	44	9	16	9	1	8	14	13+8	4	14	11
Atticus Capital, L.P.	5	1	3	2	0	1	3	3+0	0	1	1
BlueBay Asset Management plc	2	0	1	1	0	0	1	1+1	0	0	2
Brencourt Advisors L.L.C	3	3	0	0	0	3	0	0+0	0	0	1
Cannell Capital Management, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	1	0+1	0	0	1
Caxton Associates, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	0	0+0	0	1	0
Cerberus Capital Management, L.P.	1	0	1	0	0	0	0	1+0	0	0	0
Children's Investment Fund Management (UK) LLP	4	1	1	2	0	1	1	1+0	0	2	1
Citadel Investment Group, L.L.C.	10	2	5	0	0	2	1	4+0	2	1	0
Clinton Group, Inc.	1	0	1	0	0	0	0	1+0	0	0	0
Contrarian Capital Management, LLC	2	0	0	0	0	0	1	1+0	0	0	0
Cycladic Capital, L.L.P.	21	3	8	2	1	4	10	9+6	3	3	9
D. E. Shaw & Co., L.P.	5	4	1	1	1	3	0	2+0	0	1	0

Tabla XXI. Distribución de los Eventos Corporativos por *Hedge Fund* Activista (Cont.)

Nombre del Hedge Fund	Nº empresas objetivo	Reciben una OPA	Lanzan una OPA/ Adquisición	Fusión	*Buyout*	Salida de Bolsa	Proceso de restruct.	Cambios en el Consejo	Proceso de expansión	Recompra de acciones	Activismo público
Deephaven Capital Management, L.L.C.	12	12	0	1	1	11	0	0+0	0	0	2
Elliott International Capital Advisors, Inc.	3	2	1	1	0	0	1	1+1	0	0	3
Eminence Capital, L.L.C.	4	0	2	0	0	0	2	2+0	1	2	0
Farallon Capital Management, L.L.C.	2	1	0	0	0	1	0	0+0	0	1	0
Fursa Alternative Strategies	10	4	3	1	0	3	4	5+0	0	1	4
Greenlight Capital, Inc.	5	1	5	0	0	1	2	3+0	3	2	0
JANA Partners, LLC	2	0	1	1	0	0	1	1+0	1	1	0
K Capital Partners, L.L.C.	9	1	5	0	0	1	5	4+1	0	3	5
Loeb Partners Corp.	7	4	1	0	0	4	1	3+0	0	0	0
Mercury Real Estate Advisors, L.L.C.	3	0	0	0	0	1	1	1+0	0	1	1
MHR Fund Management, L.L.C.	2	0	0	0	0	0	0	2+0	1	0	0
Och-Ziff Capital Management, L.P.	13	6	3	1	1	8	7	7+0	2	2	4
Pardus Capital Management, L.P.	3	0	2	1	0	1	2	1+1	0	0	1
Paulson & Co. Inc.	7	5	2	0	0	5	0	3+0	0	0	1
Perry Capital, LLC	2	1	0	0	0	1	1	1+0	0	0	0
Polygon Investment Partners	9	8	1	0	1	6	0	2+0	0	0	3

Tabla XXI. Distribución de los Eventos Corporativos por *Hedge Fund* Activista (Cont.)

Nombre del Hedge Fund	Nº empresas objetivo	Reciben una OPA	Lanzan una OPA/ Adquisición	Fusión	*Buyout*	Salida de Bolsa	Proceso de restruct.	Cambios en el Consejo	Proceso de expansión	Recompra de acciones	Activismo público
Principle Capital Advisors Limited	6	1	0	0	0	1	5	6+0	0	3	3
QVT Financial L.P.	8	1	1	0	1	2	4	4+0	0	2	3
Sandell Asset Management	8	7	1	0	0	4	1	1+1	0	1	2
Seneca Capital Advisors, L.L.C.	2	0	2	0	0	0	0	1+0	1	0	1
Stark Investments	4	2	2	0	0	1	2	4+0	0	2	0
Steel Partners, L.L.C.	7	1	3	0	0	1	6	5+2	1	1	3
Third Point, L.L.C.	1	0	1	0	0	0	0	1+0	0	1	0
Tontine Management, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	0	1+0	0	0	0
Toscafund Asset Management, L.L.P.	7	0	3	0	0	0	5	5+0	0	2	2
TPG Axon Capital	1	0	1	0	0	0	1	0+0	1	0	0
Trafalgar Asset Managers, Ltd.	38	24	4	0	1	25	10	11+2	0	4	7
Tudor Investment Corporation	4	0	2	1	0	0	0	3+0	2	0	1
Value Act Capital Partners, L.P.	1	0	1	1	0	0	0	1+0	0	0	1
Wynnefield Capital Management, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	1	0+1	0	0	1
Wyser Pratte Management Co., Inc.	5	0	3	1	0	0	3	2+2	1	2	4

Tabla XXII. Estadísticas Descriptivas Relacionadas con Eventos de Control Corporativo

Esta tabla proporciona información relacionada con los eventos de control corporativo que tienen lugar en las empresas durante el periodo de inversión de los *hedge funds* activistas. En ella se muestran las características relacionadas con el método de pago empleado, la hostilidad y el resultado del evento. Para cada categoría de eventos (columna 1), se proporciona el número (%) de empresas que experimentan dicho evento (columna 2); el número (%) de empresas en las que se utiliza como forma de pago efectivo (columna 3), acciones (columna 4) o una combinación de ambos (columna 5); el número (%) de empresas en las que el evento tiene un carácter amistoso (columna 6) u hostil (columna 7); y el número (%) de empresas en las que el evento finaliza de forma exitosa (columna 8) o termina fracasando (columna 9).

Eventos de control	Nº Empresas	Efectivo	Acciones	Mixto	Amistoso	Hostil	Exitoso	Fallido
OPAs (recibidas)	81 (30,57%)	70 (86,42%)	5 (6,17%)	6 (7,41%)	71 (87,65%)	10 (12,35%)	73 (90,12%)	8 (9,88%)
Management buyouts	6 (2,26%)	6 (100%)	0 (0,00%)	0 (0,00%)	6 (100%)	0 (0,00%)	6 (100%)	0 (0,00%)
Fusiones	22 (8,30%)	3* (13,64%)	15 (68,18%)	1 (4,55%)	20 (90,91%)	2 (9,09%)	20 (90,91%)	2 (9,09%)
OPAs (lanzadas)	14 (5,28%)	9 (64,28%)	2 (14,29%)	3 (21,43)	9** (64,28%)	4 (28,57)	8 (57,14%)	6 (42,86%)
Adquisiciones privadas	71 (26,79%)							
Total	85 (32,08%)							

* No hay información disponible relativa a la forma en que se ha llevado a cabo el pago en tres fusiones.

** No hay información disponible relativa al nivel de hostilidad de una de las OPAs lanzadas por una compañía objetivo.

Como puede observarse en la Tabla XXII, la mayor parte de las OPAs recibidas tienden a ser amistosas (87,65%), el pago se realiza en efectivo (86,42%) y finalmente suelen concluir con éxito (90,12%). Estos resultados son similares para el caso de las fusiones y de los *management buyouts*, excepto en lo que se refiere a la forma de pago empleada en las fusiones, que generalmente suele realizarse con acciones de la otra empresa (68,18%). En cuanto a las OPAs lanzadas[90] por las empresas objetivo, observamos que la mayoría son amistosas y utilizan el efectivo como forma de pago. Además, llama la atención que el 42,86% de ellas no llegan a materializarse con éxito, lo que podría ser el resultado de los *hedge funds* oponiéndose a ofertas que no generan valor para las empresas y evitando que las compañías mejoren la oferta.

A fin de conocer si las empresas objetivo en las que se producen dichos cambios de control (fusiones, adquisiciones y *buyouts*) son compañías que están experimentando problemas de rentabilidad operativa se presenta la Tabla XXIII, en la que se compara la rentabilidad económica (ROA) y la rentabilidad financiera (ROE) de las empresas objetivo con las de las empresas de control y se analiza si las diferencias en las medias y medianas de las dos muestras son estadísticamente significativas. Como puede apreciarse en esta tabla, las empresas objetivo efectivamente presentan una rentabilidad operativa mucho más pobre que las empresas de control, ya que su ROA y su ROE son significativamente inferiores a los de la muestra de control, lo que confirma que la escasa eficiencia operativa podría encontrarse entre las causas que lleven a los *hedge funds* a promover y apoyar dichos cambios de control en las empresas objetivo.

Asimismo, es necesario clarificar que de las 81 empresas objetivo que recibieron una OPA, 16 de ellas recibieron varias ofertas de diferentes adquirientes potenciales, produciéndose una auténtica batalla de ofertas hasta que finalmente se aceptaba la definitiva. Por ejemplo, en junio de 2006, De Vere Group había aceptado recomendar una oferta presentada por Richard Balfour-Lynn's Alternative Hotel Group (de aquí en adelante AHG), que valoraba la empresa en 825 libras por acción, cuando el grupo de *private equity* Permira apareció en escena.

---

[90] Debe tenerse en cuenta que, a efectos de este análisis, no incluimos las adquisiciones que se llevan a cabo de forma privada, por lo que estos resultados se refieren únicamente a las OPAs lanzadas por las empresas en las que invierten los *hedge funds*.

Permira confirmó que había estado "considerando la posibilidad de realizar una oferta nueva", por lo que pedía a los accionistas que demorasen la aceptación de la oferta recomendada realizada por AHG mientras consideraba la estrategia que iba a seguir con respecto a la empresa. Como respuesta AHG aumentó su oferta desde las 825 libras hasta las 850 libras por acción en un intento de disuadir una posible contraoferta por parte de Permira, y justo ocho días después volvió a reconsiderar su oferta llegando a ofrecer 875 libras por acción (esta oferta era prácticamente idéntica a la que Permira estaba preparando), lo que desencadenó que Permira abandonase la carrera por hacerse con De Vere, poniendo fin así a la batalla de ofertas.

Además, en otras 14 empresas, la oferta inicial es rechazada por lo que el que lanza la oferta tiene que mejorarla varias veces hasta que por fin el Consejo acepta y recomienda la oferta. También, es destacable que, incluso en aquellas empresas que únicamente reciben una oferta, el precio que se ofrece representa una prima significativa con respecto al precio de las acciones previo al anuncio de la oferta. Tal es el caso de las compañías Horizon Techology Corp y Alltracel Pharmaceuticals Plc, que obtienen una prima del 153% y del 51,35%, respectivamente, sobre el precio de cierre anterior a la oferta (Business World Digest, 2008; RTE News, 2008).

Tabla XXIII. Rentabilidad Operativa de las Empresas Objeto de un Cambio de Control

Esta tabla muestra la rentabilidad económica (ROA) y la rentabilidad financiera (ROE) que, durante el año previo a la inversión de los *hedge funds*, presentan aquellas empresas que finalmente experimentaron un cambio de control corporativo (fusión, adquisición o *buyout*). Las columnas (2), (3), (4) y (5) presentan la media y la mediana de dichas variables diferenciando entre empresas objetivo y empresas de control. Finalmente, las columnas (6) y (7) presentan el estadístico-t y el estadístico-Z (*Wilcoxon Signed Rank Test*), respectivamente. *, ** y ** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente. Para evitar problemas con los *outliers*, se ha procedido a winsorizar las variables ROA y ROE a los niveles del 2% y 98%.

Rentabilidad Operativa (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		*Tests*	
	Media(2)	Mediana(3)	Media(4)	Mediana(5)	*Test –t* (6)	*Test* de Wilcoxon(7)
ROA	0,1785	3,385	4,2256	4,275	-2,5294	-1,762 (0,0780)
ROE	-0,1964	8,8733	10,8081	10,9333	-2,8980	-1,891 (0,0587)

Tabla XXIV. Estructura de Propiedad de las Empresas Objetivo que Reciben una OPA

Esta tabla presenta estadísticas descriptivas sobre las características que presenta la estructura de propiedad de las empresas objetivo (únicamente aquellas que han recibido una OPA durante el periodo de tiempo en que ha estado invertido el hegde fund) y de sus correspondientes empresas de control el año previo a la inversión del *hedge fund* (Panel A), al final del año en el que se produce la inversión del fondo (Panel B) y un año después de dicha inversión (Panel C). Las columnas 2 (muestra objetivo) y 7 (muestra de control) muestran el porcentaje medio de acciones que poseen los tres principales accionistas, tanto conjuntamente como cada uno de ellos por separado. Las columnas 3-6 (muestra objetivo) y 8-11 (muestra de control) presentan los percentiles 25, 50 (mediana), 75 y 99 de cada una de las muestras.

	T-1									
	Muestra Objetivo					Muestra de Control				
Panel A	Media (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Media (7)	25% (8)	50% (9)	75% (10)	99% (11)
Estructua de Propiedad										
% de capital social de los 3 mayores accionistas	36,15	24,42	31,41	43,03	80,59	41,35	21,68	38,83	59,69	87,46
% de capital social del mayor accionista	21,64	11,73	18,04	28,68	80,59	25,71	10,28	16,41	43,74	80,7
% de capital social del 2° mayor accionista	10,82	6,61	9,29	13,4	35,00	10,07	5,30	8,78	12,07	26,60
% de capital social del 3er mayor accionista	6,39	5	5,77	7,74	13,27	6,88	3,97	6,15	8,10	19,52
	T									
	Muestra Objetivo					Muestra de Control				
Panel B	Media	25%	50%	75%	99%	Media	25%	50%	75%	99%
Estructua de Propiedad										
% de capital social de los 3 mayores accionistas	49,63	32,09	45,03	67,67	94,3	42,88	24,63	38,46	61,1	7,49
% de capital social del mayor accionista	35,12	16,71	27,11	44,62	94,17	27,89	11,6	18,65	47,15	80,7
% de capital social del 2° mayor accionista	10,79	8,1	10,12	11,8	28,26	9,77	6,07	8,90	12,1	25,00
% de capital social del 3er mayor accionista	7,2	5,43	7,19	8,67	12,43	7,17	4,71	6,75	8,84	19,52
	T+1									
	Muestra Objetivo					Muestra de Control				
Panel C	Media	25%	50%	75%	99%	Media	25%	50%	75%	99%
Estructua de Propiedad										
% de capital social de los 3 mayores accionistas	54,82	36,1	50,44	77,2	98,4	45,10	26,01	416	64,00	87,62
% de capital social del mayor accionista	40,79	19,78	28	56,11	98,4	29,15	11,49	23,69	50,01	80,70
% de capital social del 2° mayor accionista	12,52	6,39	10,69	17,65	28,26	10,51	6,4	8,45	13,00	27,55
% de capital social del 3er mayor accionista	7,25	4,97	6,47	8,55	19,80	6,97	4,66	6,12	9,54	16,00

Esta evidencia sugiere que los *hedge funds* desempeñan un papel fundamental a la hora conseguir mejores términos de la oferta, ya que, generalmente suelen aguantar resistiéndose a vender sus acciones hasta que la oferta reconoce por completo el potencial de crecimiento y el valor futuro de la empresa[91]. "Nosotros sostenemos que la valoración cotiene serios errores, haciendo que la oferta sea extremadamente inadecuada" dice Paulson & Co, un *hedge fund* estadounidense, en relación a la oferta lanzada a Celanese AG, una de las empresas en las que tenía una posición significativa (PR Newswire US, 2005).

También es interesante el hecho de que 24 empresas objetivo iniciasen negociaciones con compradores potenciales, a pesar de que dichas conversaciones no condujeran finalmente a una oferta formal, por lo que si se tiene en cuenta también a estas empresas, se obtiene que 105 (40%) empresas fueron objetivo de OPAs durante el periodo de inversión de los *hedge funds*, lo que demuestra la efectividad de los *hedge funds* atrayendo posibles compradores, así como su preferencia por compañías que son objetivos potenciales de OPAs.

Finalmente, con el propósito de completar este análisis sobre las empresas que reciben una OPA, se analiza la estructura de propiedad de dichas compañías tanto antes como después de la inversión del *hedge fund* activista y se compara con con los resultados obtenidos para la muestra completa que se presentan en las Tablas XV, XVI y XVII (Panel A). Como puede verse en la Tabla XXIV (Panel A), el año previo a la entrada del *hedge fund* activista, el nivel de concentración de la propiedad es menor en las empresas objetivo que en las empresas de control, igual que sucede cuando se considera la totalidad de la muestra. Sin embargo, como puede observarse en esta tabla, la principal diferencia reside en que el nivel de concentración del accionariado aumenta considerablemente tras la

[91] Incluso, en algunos casos, los *hedge funds* rechazan vender sus acciones durante el periodo que dura la OPA, y cuando los compradores realmente necesitan las acciones que están en manos del *hedge fund* para alcanzar el umbral establecido por ley para adquirir el derecho de venta forzosa (*squeeze out* en inglés), entonces estos activistas ofrecen sus acciones a cambio de una prima extra (ver, por ejemplo, Gewirtz, 2005; AFX, 2007). Como aclaración, indicar que el derecho de venta forzosa permite al oferente que posea o haya adquirido al menos el 90% del capital y de los derechos de voto de la sociedad afectada, exigir al resto de accionistas que le vendan las restantes acciones de la sociedad.

inversión del *hedge fund* llegando a sobrepasar el nivel de concentración de las empresas de control.

Si se observa, por ejemplo, el porcentaje medio de capital en manos de los tres principales accionistas al final del año en el que el *hedge fund* invierte en la compañía (Panel B), éste es 49,63% para el caso de las empresas objetivo y 42,88% para el caso de las empresas de control. Además, un año más tarde, en T+1 (Panel C), la participación media de los tres accionistas más significativos en las empresas objetivo es todavía mayor que en las empresas de control (54,82% frente al 45,10%), lo que revela el gran aumento en la concentración accionarial que experimentan aquellas empresas que finalmente reciben una OPA. De hecho, en T+1, los tres principales accionistas tienen una posición de control (>50% del capital social) en más de la mitad de la muestra objetivo.

6.3.4.3. Marco Legal e Institucional

De acuerdo con la tercerea hipótesis, se espera que los *hedge funds* activistas tomen sus decisiones de invertir en empresas europeas influidos por los factores de gobierno corporativo a nivel macro, es decir, por el entorno legal e institucional que caracteriza a cada uno de los países en los que se ubican las empresas. Para arrojar luz sobre esta hipótesis se presenta la Tabla XXV, la cual permite comprobar el número y porcentaje de inversiones de *hedge funds* activistas que tienen lugar en países con un mayor o menor nivel de protección al inversor (Panel A), en países con un sistema financiero más o menos desarrollado (Panel B) y en países con unos mecanismos de control corporativo más o menos robustos (Panel C).

La Tabla XXVI muestra las variables *dummy*[92], cuyo proceso de construcción ya se ha descrito, sobre las que se centrará este análisis. Debe tenerse en cuenta que no existen datos para la creación de dichas variables para dos países, Polonia y Luxemburgo, por lo que las empresas de la muestra localizadas en estos dos países (3 empresas de Luxemburgo y 2 de Polonia), y por tanto las inversiones de *hedge funds* activistas que han tenido lugar en éstas (7 inversiones y 2 inversiones, respectivamente), no han sido consideradas a efectos de este análisis

[92] Esta tabla únicamente presenta los valores de las variables *dummy*. No obstante, los índices y cálculos que dan lugar a estas variables están disponibles bajo petición a los autores.

Tabla XXV. Análisis del Marco Legal e Institucional

Esta tabla presenta el número y porcentaje de inversiones llevadas a cabo por *hedge funds* activistas en empresas domiciliadas en países con un marco legal e institucional más fuerte (variables *dummy* igual a uno) y en países donde este marco legal e institucional es mucho más débil (variables *dummy* igual a cero). La descripción de las variables *dummy* se proporciona en la Tabla XXVI. El Panel A se centra en las variables *dummy* que caracterizan al nivel de protección a los inversores, el Panel B se centra en las variables que caracterizan al desarrollo del sistema financiero de los países, y el Panel C se centra en las variables *dummy* que caracterizan a los mecanismos de control corporativo.

Panel A	**Protección al Inversor**			
Inversiones	DCL	DEF	DAR	DEP
Nº inversiones en países con *dummy* =1	149	231	307	262
Nº inversiones en países con *dummy* =0	174	92	16	61
Inversiones totales	323	323	323	323
% de inversiones en países con *dummy* =1	46%	72%	95%	81%
% de inversiones en países con *dummy* =0	54%	28%	5%	19%

Panel B	**Desarrollo del Sistema Financiero**						
Inversiones	DFSD 2003	DFSD 2004	DFSD 2005	DFSD 2006	DFSD 2007	DFSD 2008	DFSD
Nº inversiones en países con *dummy* =1	14	37	58	64	43	14	230
Nº inversiones en países con *dummy* =0	1	1	19	28	41	3	93
Inversiones totales	15	38	77	92	84	17	323
% de inversiones en países con *dummy* =1	93%	97%	75%	70%	51%	82%	71%
% de inversiones en países con *dummy* =0	7%	3%	25%	30%	49%	18%	29%

Panel C	**Mecanismos de Control Corporativo**			
Inversiones	DOC	DEB	DMCC	DCM
Nº inversiones en países con *dummy* =1	117	235	173	235
Nº inversiones en países con *dummy* =0	206	88	150	88
Inversiones totales	323	323	323	323
% de inversiones en países con *dummy* =1	36%	73%	54%	73%
% de inversiones en países con *dummy* =0	64%	27%	46%	27%

Tabla XXVI. Resumen de las Variables de Gobierno Corporativo a Nivel de País

Esta tabla presenta las variables *dummy* que se utilizan en el análisis del impacto del marco legal e institucional en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas. DCL toma el valor de 1 si la empresa está domiciliada en un país de tradición legal común, y 0 en caso contrario. DEF es igual a 1 si la empresa está domiciliada en un país en el que el nivel de cumplimiento de las leyes y regulaciones es igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario. DAR toma el valor de 1 si la compañía está domiciliada en un país con una nivel de protección al accionista minoritario (*Revisited Antidirector Rights Index*) igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario. DEP toma el valor de 1 si la empresa está domiciliada en un país con un nivel de protección al inversor igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario. DOC toma el valor de 1 si la empresa está domiciliada en un país caracterizado por un nivel de concentración de la propiedad de las empresas igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario. DEB toma el valor de 1 si la compañía está domiciliada en un país donde los Consejos de Administración tienen una estructura dual o están integrados en su mayoría por consejeros no ejecutivos, y 0 en caso contrario. DMCC toma el valor de 1 si la empresa está domiciliada en un país con un mercado de control de empresas activo, y 0 en caso contrario. DCM toma el valor de 1 si la compañía está domiciliada en un país con un índice agregado de control corporativo (resultado de la suma de los tres factores anteriores: concentración de la propiedad, estructura del Consejo de Administración y mercado de control de las empresas) igual o superior a la mediana de la compañía, y 0 en caso contrario. DFSD toma el valor de 1 si la compañía está domiciliada en un país con un nivel de desarrollo del sistema financiero igual o superior a la mediana de la muestra, y 0 en caso contrario (esta última variable está disponible para cada uno de los años del periodo muestral).

País	*DCL*	*DEF*	*DAR*	*DEP*	*DOC*	*DEB*	*DMCC*	*DCM*
Alemania	0	1	1	1	1	1	0	1
Austria	0	1	1	1	1	1	0	1
Bélgica	0	1	0	0	1	0	0	0
España	0	0	1	0	1	1	0	1
Francia	0	0	1	1	0	0	0	0
Grecia	0	0	0	0	1	0	0	0
Holanda	0	1	1	1	0	1	1	1
Irlanda	1	0	1	0	0	1	1	1
Italia	0	0	1	0	1	0	0	0
Portugal	0	0	1	0	1	0	0	0
Reino Unido	1	1	1	1	0	1	1	1
Suecia	0	1	1	1	0	1	1	1
Suiza	0	1	0	1	0	0	1	0

País	*DFSD*						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Alemania	1	1	1	1	0	0	0
Austria	0	0	0	0	0	0	0
Bélgica	0	0	0	0	0	0	0
España	1	1	1	1	1	1	1
Francia	1	1	1	0	1	1	1
Grecia	0	0	0	0	0	0	0
Holanda	1	1	1	1	1	1	1
Irlanda	0	0	0	1	1	1	1
Italia	0	0	0	0	0	0	0
Portugal	0	0	0	0	0	0	0
Reino Unido	1	1	1	1	1	1	1
Suecia	1	1	1	1	1	1	1
Suiza	1	1	1	1	1	1	1

Volviendo a la Tabla XXV, el Panel A se centra en el nivel de protección a los accionistas y clasifica las inversiones de los *hedge funds* activistas en Europa según éstas se hayan producido en países con una tradición legal civil o común (variable *dummy* DLC), en países que velan de una forma más o menos estricta por el cumplimiento de las leyes y regulaciones (variable *dummy* DEF) o en países con una mayor o menor protección al pequeño inversor (variable *dummy* DAR). Por último, se clasifican las inversiones según éstas se hayan producido en países con un mayor o menor nivel de protección al accionista (variable *dummy* DEP), medida que se obtiene de la combinación de los tres factores mencionados anteriormente.

Como puede apreciarse, los hegde funds activistas prefieren invertir en compañías pertenecientes a países con mecanismos más eficaces a la hora de velar por el cumplimiento de las leyes (231 inversiones, 72%), con una mejor protección al pequeño accionista (323 inversiones, 95%) y con una fuerte protección al inversor en general (262 inversiones, 81%).

Asimismo, el Panel B muestra para cada uno de los años que comprenden el periodo muestral, la distribución de las inversiones de los *hedge funds* activistas en función de que éstas se hayan producido en empresas pertenecientes a países con un mayor o menor nivel de desarrollo del sistema financiero (variable *dummy* DFS). Como puede verse en este panel, la tendencia se repite, ya que, en casi todos los años, más del 70% de las inversiones tienen lugar en empresas localizadas en países con un elevado desarrollo financiero (la excepción, se produce en 2007, ya que las inversiones que se producen durante ese año se distribuyen de una forma prácticamente similar).

Finalmente, el Panel C clasifica las inversiones de los *hedge funds* activistas según éstas hayan acontecido en empresas ubicadas en países caracterizados por una estructura de propiedad más o menos concentrada, por una estructura unitaria o dual del Consejo de Administración, o por un mercado de control corporativo más o menos desarrollado.

De este análisis se desprende que los *hedge funds* activistas prefieren invertir en compañías pertenecientes a países caracterizados por una estructura de propiedad dispersa (206 inversiones, 64%) y por una estructura de los Consejos dual (o con mayoría de consejeros no ejecutivos) (235 inversiones, 73%). Por el contrario, a diferencia de lo formulado en las hipótesis, los *hedge funds* activistas no muestran una clara predilección en cuanto al nivel de actividad del mercado de control de las empresas. Por

último, si se tiene en cuenta la medida que combina los tres factores anteriores relativos a los mecanismos de control corporativo, es posible observar cómo los *hedge funds* prefieren invertir en empresas donde estos mecanismos de control son más robustos (235 inversiones, 73%).

Por todo ello, se obtiene clara evidencia de que los factores de gobierno corporativo a nivel macro afectan de forma considerable a las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas, lo que confirma la tercera hipótesis.

6.3.4.4. Información de Mercado

La cuarta hipótesis considera que la información de mercado de las empresas influye realmente en la decisión de inversión de los *hedge funds* activistas. Para contrastar esta hipótesis se ha ampliado la especificación del modelo básico, incluyendo una nueva variable, la rentabilidad anual de mercado de las empresas, MRET. La nueva especificación del modelo es, por tanto, la siguiente (2):

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

donde esta vez

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 PTBR_{i,t} + \beta_2 ROA_i + \beta_3\left(\frac{CASH}{TA}\right)_i + \beta_4\left(\frac{TD}{TA}\right)_i + \beta_5 PAYOUT_i + \beta_6\left(\frac{CE}{TA}\right)_i + MRET + \varepsilon_i \quad (2)$$

Los resultados de la estimación de las distintas especificaciones de este nuevo modelo se presentan en la Tabla XXVII[93]. Dichos Modelos (1-20) pretenden demostrar si la rentabilidad de mercado de las empresas influye o no en la probabilidad de que las compañías reciban la inversión de un *hedge fund* activista durante el siguiente año. Como puede observase en la Tabla XXVII, la rentabilidad de mercado de las empresas no tiene un efecto estadísticamente significativo en esta probabilidad, por lo que no se obtiene evidencia que sustente la cuarta hipótesis.

[93] Al igual que en el caso anterior, además de las variables contempladas en la especificación del modelo (2), también hemos realizado pruebas con otras variables (véase nota al pie 24).

Tabla XXVII. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo (Información de Mercado)

Esta tabla muestra los resultados de las estimaciones de los modelos *logit*. La variable dependiente es una variable *dummy* que toma el valor de 1 si un *hedge fund* activista adquiere más del 1% del capital de la empresa durante el año siguiente, y 0 en caso contrario. Las variables explicativas son: MRET: rentabilidad anual bursátil; TOBINQ: Q de Tobin; PTBR: ratio precio-valor contable; ROA: rentabilidad económica; ROE: rentabilidad financiera; CASH: efectivo; CASHE: efectivo y equivalentes; TD: deuda total; STD: deuda total a corto plazo; LTD: deuda total a largo plazo; DYIELD: rentabilidad por dividendo; PAYOUT: ratio *payout*; y CE: costes de capital. Las variables CASH, CASHE, TD, STD, LTD y CE se dividen por el total de activos (TA). Para cada una de las variables, se presentan los coeficientes *logit* estimados y los P-valor. Además, para cada modelo se especifica el número de empresas, el P-valor que determina la significación conjunta del modelo (prob>chi2) y el logaritmo de la verosimilitud (*log likelihood*). *, ** y *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
CONST	-0,344 (0,014) **	-0,308 (0,034) **	-0,378 (0,020) **	-0,374 (0,026) **	-0,413 (0,008) ***	-0,412 (0,011) **	-0,298 (0,017) **	-0,291 (0,017) **	-0,561 (0,001) ***	-0,513 (0,002) ***
MRET	0,148 (0,281)	-0,015 (0,943)	0,145 (0,297)	-0,005 (0,984)	0,155 (0,270)	0,0152 (0,945)	-0,022 (0,920)	0,114 (0,412)	0,147 (0,308)	0,015 (0,947)
TOBINQ							0,068 (0,073) *	0,072 (0,053) *		
PTBR	0,072 (0,106)	0,055 (0,240)	0,067 (0,151)	0,050 (0,326)	0,057 (0,201)	0,0363 (0,453)			0,079 (0,079) *	0,060 (0,213)
ROA	-0,017 (0,014) **		-0,017 (0,029) **		-0,017 (0,019) **			-0,016 (0,019) *	-0,017 (0,019) **	
ROE		-0,004 (0,045) **		-0,005 (0,037) **		-0,004 (0,049) **	-0,004 (0,039) **			-0,004 (0,049) **
CASH/TA			0,461 (0,462)	0,589 (0,349)						
CASHE/TA					0,556 (0,245)	0,685 (0,152)				
TD/TA									0,669 (0,025) **	0,594 (0,031) **
STD/TA										
LTD/TA										
DYIELD										
PAYOUT										
CE/TA										
Nº empresas	423	416	368	358	399	389	419	429	417	408
LR chi2(n) Prob>chi2	8,99 (0,029)	6,08 (0,107)	8,63 (0,071)	7,96 (0,093)	9,88 (0,043)	7,58 (0,108)	9,35 (0,025)	11,26 (0,010)	19,44 (0,001)	14,95 (0,005)
Log verosimilitud	-286,9	-283,6	-249,2	-242,3	-269,7	-263,7	-306,7	-284,3	-277,3	-273,2

Tabla XXVII. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo (Información de Mercado)

	Modelo 11	Modelo 12	Modelo 13	Modelo 14	Modelo 15	Modelo 16	Modelo 17	Modelo 18	Modelo 19	Modelo 20
CONST	-0,380 (0,018) **	-0,453 (0,002) ***	-0,578 (0,000)	-0,565 (0,001) ***	-0,183 (0,207)	-0,232 (0,116)	-0,256 (0,136)	-0,242 (0,140)	-0,402 (0,009) ***	-0,375 (0,020) *
MRET	0,043 (0,846)	0,182 (0,216)	0,1322 (0,359)	-0,020 (0,927)	0,065 (0,628)	0,074 (0,607)	0,054 (0,691)	0,082 (0,587)	0,123 (0,362)	
TOBINQ					0,073 (0,037) **		0,119 (0,028) **			
PTBR	0,052 (0,278)	0,074 (0,101)	0,084 (0,069) *	0,064 (0,185)					0,067 (0,130)	0,053 (0,267)
ROA		-0,015 (0,053) *	-0,020 (0,006) ***						-0,017 (0,016) **	
ROE	-0,004 (0,101)			-0,005 (0,026) **						-0,004 (0,049) **
CASH/TA										
CASHE/TA										
TD/TA						0,703 (0,012) **		0,722 (0,012) **		
STD/TA	0,568 (0,278)	0,869 (0,109)								
LTD/TA			1,146 (0,011) **	1,227 (0,009) ***						
DYIELD					-0,055 (0,210)	-0,068 (0,131)				
PAYOUT							-0,008 (0,047) **	-0,009 (0,034) **		
CE/TA									1,127 (0,315)	1,091 (0,331)
Nº Empresas	400	410	414	405	423	419	375	374	412	403
LR chi2(n) Prob>chi2	5,85 (0,211)	10,48 (0,033)	21,03 (0,000)	18,65 (0,001)	7,59 (0,055)	16,32 (0,001)	12,03 (0,007)	17,60 (0,000)	8,76 (0,067)	6,69 (0,153)
Log verosimilitud	-272,3	-277	-274,5	-269,3	-288,5	-281,4	-251,7	-248,3	-279,2	-273,9

Además, todos los modelos que se muestran en la Tabla XXVII han sido estimados de nuevo sustituyendo la variable MRET por la variable MRETM que representa una medida alternativa de la rentabilidad de mercado anual que, como ya se ha explicado, toma como referencia el trimestre en el que el *hedge fund* invierte en la empresa, en lugar del año

natural. Los resultados son cualitativamente similares por lo que se confirma el hecho de que la rentabilidad de mercado de las empresas no parece ser relevante para las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas.

6.4. BREVE RESUMEN Y DISCUSIÓN DE LOS PRINCIPALES RESULTADOS

En esta Sección se pretenden resumir los principales resultados obtenidos en relación a los a los factores que determinan las decisiones de inversión de los hegde funds activistas en Europa y a los cambios más significativos que se producen en las empresas tras la inversión de éstos.

Estos resultados permitirán determinar si, en Europa, los *hedge funds* activistas realmente desempeñan un papel activo supervisando y controlando a la dirección de las empresas en las que invierten y promoviendo la creación de valor para los accionistas de dichas compañías. Además, en primer lugar, también se proporciona un resumen de las principales características que presentan las inversiones de estos *hedge funds* en las empresas europeas (países e industrias en las que tienen lugar, evolución en el tiempo, nivel de compromiso de los *hedge funds* activistas con las empresas, etc.).

En este sentido, en una primera aproximación al activismo de los *hedge funds* en Europa, se obtiene que casi la mitad de las inversiones de estos activistas incluidas en la muestra tienen lugar en el Reino Unido, país que es seguido por Alemania, Italia y Francia. Además, analizando el nivel de compromiso de los *hedge funds* activistas con sus empresas objetivo se observa que, la mediana de la participación inicial en el capital que adquieren los *hedge funds* en las compañías europeas es del 3,35%, lo que indica que los *hedge funds* no adquieren posiciones que les confieren el control de las empresas, por lo que generalmente necesitan el apoyo de otros *hedge funds* o inversores institucionales para ejercer una mayor presión a la hora de conseguir sus objetivos en las empresas.

Si se compaan estos resultados con los obtenidos por Brav et al. (2008a), es posible apreciar que las participaciones adquiridas por los *hedge funds* activistas en las empresas europeas parecen ser menores que las adquiridas por los *hedge funds* activistas en las compañías

estadounidenses. No obstante, esto puede deberse al hecho de que, en nuestro caso, se han considerado aquellas inversiones de los *hedge funds* activistas en las que éstos adquieren el 1% o más del capital social de las empresas europeas, mientras que en la mayoría de los eventos que integran la base de datos de Brav et al. (2008a, 2008b), los *hedge funds* adquieren el 5% o más del capital social. El límite a partir del cual se crean las muestras es, por tanto, distinto. Además, también se ha obtenido que el periodo medio de inversión de los *hedge funds* en las compañías europeas es de un año y medio, resultado que revela que los *hedge funds* no permanecen invertidos en el largo plazo, pero tampoco apoya el cortoplacismo del que estos fondos son acusados frecuentemente.

En lo que respecta a los factores que influyen en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa, la evidencia obtenida apunta a que estos activistas prefieren empresas con un elevado valor de mercado, a diferencia de los resultados aportados por Brav et al. (2008a), Uchida y Xu (2008), Zur (2008), Kruse y Suzuki (2009) o Bellini (2009), entre otros. No obstante, a pesar de estar sobrevaloradas por el mercado, estas compañías presentan serias dificultades en lo que respecta a su rentabilidad operativa, lo que es consistente con la evidencia aportada por otros estudios sobre activismo (véase, por ejemplo, Bethel et al., 1998; Karpoff, 2001; Becht et al., 2009), pero difiere de lo señalado por Klein y Zur (2009) y Brav et al. (2008a), quienes obtienen que las empresas objetivo de los *hedge funds* activistas presentan una sólida rentabilidad económica.

Además, según los resultados presentados en este Capítulo, las empresas europeas objetivo se caracterizan por un elevado endeudamiento y por una política de dividendos restrictiva, sin embargo, no muestran signos de sufrir problemas de agencia derivados del *free cash flow*, como apuntan Klein y Zur (2009), ni presentan una carga excesiva de costes de capital. Como puede verse, en general, la evidencia apunta a que la información financiero-contable de las empresas resulta relevante a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa. Sin embargo, cuando se analizan los cambios que tienen lugar en estas características de las compañías con posterioridad a la inversión de los *hedge funds* activistas, a penas se observan cambios significativos. A diferencia de lo que cabría esperar dada la pobre rentabilidad operativa que presentan, las compañías objetivo no experimentan una mejoría de ésta durante los años siguientes a la inversión del *hedge fund*, como sucede en los casos de activismo analizados por Brav et al. (2008a), Clifford (2008) y

Becht et al. (2009), sino más bien todo lo contrario. Los únicos cambios significativos que se producen son una disminución en el volumen de activos de las compañías y un aumento de la rentabilidad por dividendo.

En relación a los mecanismos de gobierno corporativo internos, se ha obtenido evidencia de que ni la composición del Consejo en relación a la proporción de consejeros no ejecutivos frente a los ejecutivos, ni la estructura de liderazgo del mismo, parecen ser factores tenidos en cuenta por los *hedge funds* activistas a la hora de invertir en las empresas europeas, ya que éstos no difieren significativamente de los presentados por las empresas que integran la muestra de control. Además, tampoco se observan cambios considerables al respecto como consecuencia de la intervención de los *hedge funds* activistas. Por el contrario, sí se obtiene evidencia de que los *hedge funds* prefieren invertir en empresas con una estructura de propiedad más dispersa, tal vez por la mayor facilidad a la hora de adquirir una posición significativa en ellas, promoviendo un aumento de la concentración del accionariado de las compañías objetivo, lo que ayuda a mejorar el control y la supervisión a la dirección de las empresas. Además, también llama la atención la elevada rotación de los miembros del Consejo que tiene lugar en las empresas objetivo, mucho mayor que la que se produce en las empresas de control, lo que se traduce en cambios significativos en la composición de los Consejos tras la inversión de los *hedge funds*.

Los resultados obtenidos también permiten arrojan luz sobre la relevancia del papel que desempeñan los *hedge funds* activistas a la hora de generar cambios en las políticas corporativas y de actuar como precursores de eventos de control corporativo (adquisiciones, fusiones, buyouts, etc.). Después de la inversión de los *hedge funds*, el 33,22% de las empresas objetivo adquieren otra compañía a través de una transacción privada o lanzando un OPA, y el 40% de las empresas objetivo reciben una OPA o inician conversaciones con un comprador potencial sobre una posible adquisición. El hecho de que un número tan significativo de empresas se conviertan en objetivos de OPAs sugiere que estos *hedge funds* activistas suelen ser vistos por los potenciales compradores como accionistas dispuestos a negociar y a apoyarles en su intento por hacerse con el control de las empresas, las cuales suelen caracterizarse por una escasa rentabilidad operativa. Es destacable que, en la mayoría de los casos, la oferta es recomendada por el Consejo, el pago se realiza en efectivo y finalmente culmina con éxito. Asimismo, se observa que el precio que se

ofrece generalmente representa una prima sustancial sobre el precio de las acciones previo al anuncio de la OPA, lo que revela la buena posición negociadora de los *hedge funds*, quienes suelen mantener sus participaciones en las empresas hasta que las primas ofrecidas por los compradores incorporan por completo el potencial de crecimiento de las compañías. De este modo, las ofertas de adquisición recibidas por las empresas en las que invierten los *hedge funds* constituyen una fuente considerable de ganancias para estos activistas.

Estos resultados confirman la evidencia aportada por Greenwood y Schor (2009), quienes documentan que las rentabilidades positivas anormales significativas que experimentan las empresas objetivo cuando los activistas anuncian su inversión en éstas se deben en gran medida a la capacidad de éstos para promover la adquisición de estas compañías. Además, añaden que la desinversión de la compañía a través de una fusión o adquisición es doblemente beneficiosa para los *hedge funds* activistas, ya que además de proporcionarles normalmente una elevada prima, les permite evitar la presión bajista ejercida sobre el precio resultado de la venta de las acciones (participaciones significativas) en los mercados de valores. De forma similar, Huang (2010) obtiene evidencia de que los *hedge funds* participan muy frecuentemente en LBOs destacando el papel negociador de éstos a la hora de conseguir que se paguen primas más elevadas. Otros autores que también han señalado el papel de los *hedge funds* facilitando fusiones y adquisiciones en las empresas en la que invierten han sido Bratton (2007), Boyson y Mooradian (2008) y Stokman (2007).

En la muestra analizada, también se observa que un número importante de empresas objetivo inician planes de recompra de acciones y procesos de reestructuración (desinversión de activos, despidos, planes de reducción de costes, etc.) después de la inversión del *hedge fund*. Este resultado es consistente con la reducción significativa del volumen de activos que experimentan las compañías objetivo dos años después de la inversión del *hedge fund* activista y, además, confirma la evidencia aportada por Becht et al. (2009), Tonello (2008) o Brav et al. (2008a), quienes sostienen que la reestructuración de las empresas figura como uno de los principales objetivos que persiguen los *hedge funds* activistas en las compañías en las que invierten.

En cuanto a los factores de gobierno corporativo a nivel macro, se observa que éstos son realmente importantes a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas. De hecho, el 81% de las inversiones de estos activistas tienen lugar en empresas pertenecientes a países con elevados índices de protección al inversor, siendo especialmente importante para los *hedge funds* la protección al pequeño accionista. Además, el 71% de las inversiones se producen en compañías ubicadas en países con un elevado desarrollo del sistema financiero, y el 73% en empresas localizadas en países con unos fuertes mecanismos de control corporativo. En relación a esta última característica, los *hedge funds* muestran una clara predilección por los países en los que está implantada una estructura dual del Consejo de Administración, o en aquellos donde el Consejo es unitario pero está compuesto por una mayoría de consejeros no ejecutivos. Además, estos activistas también prefieren países con una estructura de propiedad dispersa (este resultado confirma, además, la evidencia obtenida en relación a la preferencia de los *hedge funds* por invertir en empresas caracterizadas por una estructura accionarial dispersa). Por el contrario, los *hedge funds* no muestran una predilección clara por aquellos países con un mercado de control corporativo activo, quizás porque ellos mismos realizan la labor de promover y facilitar las adquisiciones y fusiones de las empresas objetivo, por lo que no necesitan en gran medida la existencia de un mercado activo de control de las empresas.

Por último, los resultados obtenidos apuntan a que la información de mercado de las empresas no tiene un efecto significativo en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa. Por tanto, todos estos resultados indican, como se explicará con más detalle en las conclusiones, que los *hedge funds* activistas sí llevan a cabo una función de control y supervisión en aquellas empresas europeas en las que adquieren una participación significativa.

CAPÍTULO 7

¿EXPROPIAN LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS DE LAS EMPRESAS OBJETIVO? DOS CASOS DE ESTUDIO

7.1. Introducción

7.2. *Tunneling*: Expropiación a los Accionistas Minoritarios por parte de los Accionistas Dominantes

7.3. Los *Hedge Funds* Activistas y la Utilización del Voto Vacío en Eventos de Control Corporativo

7.4. Estudio de Casos

7.5. Comentarios Finales

7.1. INTRODUCCIÓN

Según el trabajo de Holderness (2003), el hecho de que determinados inversores concentren gran parte de su patrimonio en acciones de una sola empresa se debe principalmente a dos razones: por un lado a "los beneficios compartidos del control" y, por otro, a "los beneficios privados del control", los cuales no son mutuamente excluyentes entre sí. En los Capítulos anteriores, se ha intentado analizar si el activismo de los *hedge funds* genera beneficios compartidos del control. Estos beneficios se obtienen por medio de la mejora en la gestión y supervisión que, se espera, promuevan los *hedge funds* activistas en las empresas objetivo al adquirir participaciones significativas en la estructura de propiedad de estas compañías. A través de una mayor supervisión y control, los *hedge funds* intentan reducir las asimetrías informativas existentes entre la dirección y los accionistas de la empresa con el fin de mitigar los problemas de agencia que se derivan de tales asimetrías y, de esta forma, incrementar el valor de la compañía. Cuanto mayor es la posición del *hedge fund* en la empresa, *ceteris paribus,* mayores son sus incentivos para incrementar el valor de ésta y, dado que los incrementos en el valor de la compañía no se restringen únicamente al *hedge fund* que los origina sino que afectan a todos los accionistas en proporción a su propiedad en la empresa, estos beneficios se denominan beneficios compartidos del control.

Sin embargo, los accionistas con una participación sustancial en el capital de una empresa también tienen incentivos para utilizar su poder e influencia con la finalidad de consumir recursos corporativos y disfrutar de beneficios sin compartirlos con los accionistas minoritarios de la compañía (Shleifer y Vishny, 1997). En otras palabras, los propietarios de posiciones mayoritarias tienen la capacidad de obtener beneficios a expensas de los accionistas minoritarios. Estos son los denominados beneficios privados del control que obtienen los accionistas dominantes y en los que se centran los estudios de Grossman y Hart (1988), Bebchuk (1999), Shleifer y Wolfenzon (2002), Dyck y Zingales (2004) y Doidge et al. (2009) entre otros muchos.

De acuerdo con lo anterior, en este Capítulo se pretende analizar si, al adquirir participaciones significativas en sus empresas objetivo, los *hedge funds* activistas utilizan el poder de influencia que éstas les confieren sobre las decisiones más importantes de las compañías, así como su ventaja informativa frente al resto de inversores, a fin de extraer beneficios

privados de su inversión en dichas empresas, en detrimento de los intereses del resto de accionistas. Para ello, se estudiarán aquellos casos en los que los hegde funds activistas toman posiciones conflictivas en empresas que están involucradas en algún evento de cambio de control (fusiones, adquisiciones, etc.).

El resto del Capítulo se estructura como sigue: en la Sección 2 se profundiza en el concepto de *tunneling* y se presentan algunos de los trabajos más significativos que han intentado proporcionar evidencia al respecto. A continuación, en la Sección 3 se analiza una de las prácticas que utilizan los *hedge funds* para expropiar al resto de los accionistas de las empresas en las que invierten, la cual se basa en la utilización del "voto vacío" en eventos de control corporativo. En la Sección 4 se realiza un estudio de dos casos incluidos en la muestra objetivo en los que los *hedge funds* tienen inversiones en las dos partes involucradas en un evento de control corporativo, con el fin de conocer mejor el comportamiento de estos fondos en aquellos casos en los que sus posiciones dan lugar serios conflictos de intereses, y comprobar si estas posiciones conflictivas se traducen siempre en una expropiación a los accionistas minoritarios de una de las compañías. Finalmente, en la Sección 5 se comentan brevemente las conclusiones obtenidas a partir del estudio de los dos casos anteriores.

7.2. *TUNNELING*: EXPROPIACIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS DOMINANTES

Cuando los accionistas minoritarios financian empresas con un accionista dominante en su estructura de propiedad se enfrentan al riesgo, y a veces a la certeza, de que los rendimientos de su inversión no lleguen a materializarse como resultado de la expropiación por parte de los accionistas mayoritarios (La Porta et al., 2000b). En consecuencia, en aquellas empresas en las que existen uno o varios accionistas dominantes, el principal problema de agencia no es la expropiación que lleva a cabo la dirección de la empresa y que afecta a todos los accionistas, sino la expropiación, frecuentemente legal, que sufren los accionistas minoritarios por parte de los accionistas mayoritarios (Shleifer y Vishny, 1997). Johnson et al. (2000) argumentan que esta expropiación a los accionistas minoritarios por parte de los accionistas dominantes, a la que estos autores

se refieren con el término "*tunneling*"[94], es un fenómeno global que tiene lugar en las empresas de todo el mundo. Estos autores definen el *tunneling* como la trasferencia de activos y beneficios fuera de la empresa para el aprovechamiento exclusivo de los accionistas dominantes.

El *tunneling* puede llevarse a cabo de varias formas. Por ejemplo, un accionista mayoritario puede transferir recursos fuera de la empresa para su propio beneficio a través de transacciones en las que éste es parte interesada (son las denominadas *self-dealing transactions* que incluyen la expropiación de oportunidades de negocio, la transferencia de activos a precios más ventajosos que los establecidos por el mercado, el alquiler de activos, la utilización de los activos de la empresa como garantía de préstamos de otras empresas, etc.). No obstante, el *tunneling* también puede adoptar la forma de transacciones financieras, por ejemplo, a través de emisiones de capital que diluyan la participación del resto de accionistas en el capital social, mecanismos de exclusión obligatoria de los accionistas minoritarios residuales, operaciones con información privilegiada y de otras transacciones discriminatorias hacia los accionistas minoritarios[95].

La literatura teórica que se centra en el estudio del *tunneling* es relativamente escasa en comparación con la literatura empírica relacionada con este tópico. Varios de los estudios teóricos que han tratado de modelizar de forma explícita la expropiación a los accionistas minoritarios por parte de los accionistas que tienen el control de la empresa, tratan de proporcionar una explicación a la adopción de estructuras de propiedad piramidales por parte de los grupos empresariales. Por ejemplo, el modelo que desarrollan Almeida y Wolfenzon (2006) muestra como las estructuras piramidales presentan ventajas en términos de *payoffs* y de financiación frente a las estructuras horizontales cuando se espera que la expropiación de recursos sea elevada.

En otro estudio relacionado, Riyanto y Toolsema (2008) intentan explicar si las transacciones llevadas a cabo con partes vinculadas justifican la aparición de grupos empresariales con estructura piramidal.

---

[94] Estos autores utilizan el término de tunneling el cual fue acuñado por primera vez para caracterizar la expropiación que sufrían los accionistas minoritarios en la República Checa. Otros autores utilizan la expresión "self dealing" como sinónimo de tunneling o expropiación al accionista minoritario.

[95] Atanasov et al. (2008) analizan y desarrollan modelos sobre diferentes tipos de *tunneling*, proporcionando ejemplos de cada uno de ellos.

Estos autores señalan que el *tunneling* por sí sólo, identificado en este estudio como aquellas transacciones que transfieren recursos desde los niveles más bajos de la pirámide a los más altos y que conllevan la expropiación de los accionistas minoritarios de las empresas situadas en la base de la pirámide, no justifica la aparición de la estructura piramidal, a menos que estos inversores sean miopes. Por ello, argumentan que, además, es necesario que la estructura piramidal no sólo implique la posibilidad de *tunneling* sino también de *propping*, término que utilizan para referirse a las transferencias de fondos en dirección contraria, es decir, desde los niveles elevados de la pirámide hacia los niveles más bajos, que garantizan los flujos de caja futuros de las empresas de los niveles más bajos de la pirámide y las protegen frente a posibles quiebras[96].

Shleifer y Wolfenzon (2002) presentan un modelo que permite analizar cómo influye el entorno legal en la expropiación a los pequeños accionistas. Según las predicciones a las que da lugar su modelo, la expropiación de recursos a los accionistas minoritarios es menor en aquellos países con una mayor protección a los derechos de los inversores. Por su parte, Harris y Raviv (1988) tratan de modelizar la asignación óptima de derechos de voto a las acciones con el fin de explicar por qué la asignación más frecuente de derechos de voto a las acciones ordinarias es proporcional a la asignación de derechos económicos.

En cuanto a la literatura empírica, varios estudios utilizan medidas directas del *tunneling* para comprobar la validez de las premisas relacionadas con la expropiación a los accionistas minoritarios por parte de los accionistas que dominan la empresa. Estos canales específicos a través de los cuales puede producirse dicha expropiación incluyen transacciones entre las empresas y sus accionistas mayoritarios, emisiones privadas de acciones, concesiones de determinadas garantías o fusiones de rescate entre empresas del mismo grupo empresarial, entre otros.

Entre aquellos académicos que han analizado las transacciones que llevan a cabo las empresas con sus accionistas mayoritarios se incluyen Cheung et al. (2006) los cuales examinan una muestra de transacciones entre empresas cotizadas de Hong kong y sus accionistas dominantes durante el periodo 1998-2000. Estos autores muestran que, tras el anuncio de dichas transacciones, las empresas experimentan rentabilidades

[96] Ver Friedman et al. (2003) para una mejor compresión del término *propping*.

anormales negativas ajustadas al mercado, y lo que aún es más interesante, obtienen escasa evidencia de que el mercado anticipa la futura expropiación que van a sufrir los accionistas a través de descuentos en aquellas empresas en las que se llevan a cabo este tipo de transacciones, por lo que el valor de estas empresas únicamente se corrige cuando realmente tiene lugar el *tunneling* y, por tanto, a diferencia de lo sugerido por Claessens et al. (2002), los inversores no pueden adquirir estas acciones con un descuento que pueda compensarles por la futura expropiación que van a sufrir.

Algunos años más tarde, Cheung et al. (2009) proporcionan de nuevo evidencia sobre la expropiación a los accionistas minoritarios en Hong Kong analizando 254 adquisiciones y ventas de activos de empresas tanto a sus accionistas mayoritarios como a terceras partes independientes de la compañía. Del análisis que realizan se desprende que estas empresas llevan a cabo transacciones con sus accionistas dominantes a precios desfavorables para la compañía en comparación con los precios de transacciones similares llevadas a cabo con terceras partes independientes. Estos resultados revelan que los accionistas que tienen el control de la empresa se benefician directamente a expensas del resto de accionistas minoritarios, hecho que se confirma con la reacción negativa del mercado que acompaña al anuncio de las transacciones con los accionistas mayoritarios, mientras que el anuncio de las transacciones con terceras partes independientes se recibe de forma positiva.

Asimismo, Gordon et al. (2004) y Kohlbeck y Mayhew (2004) también examinan las transacciones entre las empresas y sus accionistas mayoritarios, pero a diferencia de los trabajos mencionados anteriormente, se centran en EE.UU.. Estos estudios analizan la relación entre diferentes mecanismos de supervisión y este tipo de transacciones, llegando a la conclusión de que, por lo general, los mecanismos de control corporativo desempeñan un papel significativo a la hora de mitigar la ocurrencia de estas transacciones con los accionistas mayoritarios.

Bae et al. (2002) utilizan otra medida del *tunneling*. Estos autores examinan fusiones que tienen lugar entre empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial en Corea (estos grupos empresariales coreanos reciben el nombre de *chaebols*), donde un individuo tiene prácticamente el control de todas las empresas del grupo, y obtienen que las empresas adquirientes que presentan una buena rentabilidad con anterioridad a la

fusión experimentan una rentabilidad negativa asociada al anuncio de dicha fusión, mientras que, al mismo tiempo, se produce un aumento del valor del resto de las empresas del grupo, lo que sugiere una transferencia de riqueza desde la empresa adquiriente hacia el resto de empresas del grupo. Como consecuencia, los accionistas minoritarios de las empresas que realizan la oferta de fusión o adquisición generalmente experimentan pérdidas, mientras que el accionista dominante siempre gana con estas fusiones o adquisiciones al tener una participación en la mayoría de las empresas del grupo.

Baek et al. (2006) también investigan la expropiación a los accionistas minoritarios en los *chaebols* coreanos, centrándose, en este caso, en el análisis de las decisiones de fijación de precios en ofertas privadas de valores tomadas por empresas coreanas durante el periodo 1989-2000. Este estudio proporciona evidencia de que los accionistas dominantes tienen fuertes incentivos para desviar recursos, bien desde los emisores o bien desde los adquirientes de valores, para incrementar su riqueza, haciendo, por tanto, que las acciones se vendan con descuentos o con primas, según más le convenga a este accionista dominante. En concreto, observan que, en los casos en los que la emisión se lleva a cabo con descuento, la probabilidad de que se produzca *tunneling* desde el emisor (generalmente empresas con una rentabilidad pasada favorable) hacia el accionista dominante es mayor cuando la participación de éste en la empresa emisora es más pequeña que su participación en el capital de la empresa adquiriente. Por el contrario, el *tunneling* desde el adquiriente hacia el accionista mayoritario es más probable cuando el adquiriente no aumenta su participación en el emisor por encima de su participación anterior.

Como se ha mencionado anteriormente, la concesión de determinadas garantías puede interpretarse como una medida directa del *tunneling*. En este sentido, Berkman et al. (2009) examinan la concesión de garantías crediticias por parte de empresas chinas cotizadas al accionista que tiene el control de éstas o a una compañía controlada por ese accionista, y establecen que la concesión de estas garantías crediticias es menos probable en empresas pequeñas, rentables, con fuertes perspectivas de crecimiento y con un elevado porcentaje de propiedad en manos de grandes accionistas que no controlan la empresa. Estos autores también aportan evidencia de que el *tunneling* se asocia a un menor valor de las

empresas y a una menor rentabilidad de éstas, confirmando la evidencia previa.

A diferencia de los resultados obtenidos por los trabajos mencionados anteriormente, Buysschaert et al.(2004) examinan los efectos en el valor de las empresas provocados por las trasferencias de acciones entre compañías pertenecientes a grupos empresariales belgas a finales de los noventa, y concluyen que estas ventas de acciones entre las empresas del grupo crean valor para los accionistas minoritarios, ya que, el anuncio de estas transacciones genera una reacción positiva significativa en el precio de estas empresas.

De forma similar, Holmen y Knopf (2004) se centran en Suecia y estudian las fusiones donde un accionista de la empresa adquiriente lo es también de la empresa objetivo (propietarios duales), y no obtienen evidencia clara de *tunneling* a los accionistas minoritarios por parte de los propietarios duales. También obtiene evidencia en contra de la hipótesis de expropiación el trabajo realizado por Faccio y Stolin (2006). Éstos analizan una muestra de adquisiciones llevadas a cabo entre empresas pertenecientes a grupos empresariales europeos durante el periodo 1997-2000 en las que el adquiriente pasa a tener más del 50% de los derechos de voto, y no obtienen evidencia de que estas adquisiciones sean realizadas con el fin de desviar recursos para beneficio de su accionista dominante.

Una de las principales causas de la escasez de evidencia obtenida a partir del análisis de transacciones específicas a través de las cuales se produce el *tunneling* es la naturaleza clandestina que lo caracteriza. En consecuencia, dado que el *tunneling* puede ser observado directamente con escasa frecuencia, algunos investigadores han centrado su esfuerzo investigador en el análisis de medidas indirectas del *tunneling*, como pueden ser el marco legal del país, o la diferencia entre los derechos de voto y la propiedad económica en manos del accionista dominante.

Entre los estudios que utilizan el sistema legal como *proxy* de la probabilidad de expropiación se incluye el trabajo de Dyck y Zingales (2004), el cual establece que el nivel de protección del inversor crea y destruye oportunidades para la expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas dominantes, ya que el nivel de protección al inversor determina el valor de los beneficios privados del control de los que podrían disfrutar los accionistas mayoritarios.

La Porta et al. (1997, 1998) construyen un índice, el *anti-director rights index*, el cual mide la intensidad con la que el sistema legal favorece a los accionistas minoritarios frente a la expropiación que éstos pueden sufrir por parte de la dirección de la empresa y de los accionistas dominantes. Este índice se construye a partir de un conjunto de variables que tratan de captar la postura adoptada por el derecho societario de 49 países en relación a la protección del accionista. Este índice revela que los países con un sistema legal de tradición legal común (*common-law*) proporcionan una mejor protección a los accionistas minoritarios frente a la expropiación, lo cual tiene sentido ya que los países con una tradición legal *common-law* se asocian frecuentemente a una mejor protección de los intereses de los accionistas y, precisamente, cuando la protección del inversor es buena, la expropiación se convierte en menos eficiente, los beneficios privados del control disminuyen y los accionistas dominantes expropian menos a los minoritarios (La Porta et al., 2000b).

En un estudio posterior, Djankov et al. (2008) revisan el *anti-director rights index*[97] y sus componentes, y calculan un nuevo índice para 72 países, el *anti-self-dealing index,* que mide el nivel de protección de los accionistas minoritarios frente a transacciones de la empresa con sus accionistas dominantes. En línea con el trabajo previo, obtienen que la regulación que afecta a estas transacciones varía dependiendo del origen legal de los países, observando que los países *common law* son más recelosos en cuanto a este tipo de transacciones conflictivas que los países *civil law* y proporcionan mejores soluciones a la expropiación de los accionistas minoritarios.

De forma consistente con estas observaciones sobre el origen legal de los países, Johnson et al. (2000) identifican algunas diferencias potenciales entre los países *common law* y *civil law* relacionadas con el modo en que la justicia aborda los casos de *tunneling*. Estos autores argumentan que la probabilidad de que se produzcan situaciones de *tunneling* es mayor en países *civil law* principalmente debido a los 4 factores siguientes: "1) una aplicación más limitada del deber de lealtad principalmente a aquellas transacciones que no tienen un propósito relacionado con el negocio de la

[97] Este índice ha sido mejorado por Spamann (2010), quien presenta el "*Revisited Antidirector Rights Index*", considerado el índice más exacto y fiable debido a las mejoras introducidas en cuanto a la reunión de los datos y al proceso de documentación llevado a cabo por el autor.

empresa, 2) una mayor carga probatoria en situaciones de conflicto de interés, 3) una mayor sensibilidad hacia los intereses de los grupos de interés o *stakeholders*, y 4) un mayor apoyo en los estatutos en lugar de en el principio de equidad a la hora de regular las transacciones con partes vinculadas a la empresa".

Nenova (2003) también aborda el estudio del *tunneling* desde una perspectiva legal y analiza una muestra de 661 empresas con dos clases de acciones ubicadas en 18 países distintos en el año 1997. Esta autora señala que el marco legal, la eficacia del sistema judicial y el nivel de protección al inversor explican un porcentaje significativo de la variación entre países en el valor del "bloque" de derechos de voto que confiere al accionista el control de la empresa (generalmente el 50% de los derechos de voto), interpretado como el límite inferior para la obtención de beneficios privados por parte del accionista dominante. Además, confirmando la evidencia aportada por los trabajos arriba mencionados, sus resultados muestran que, mientras el valor de los "bloques" es inferior en países con marcos legales más estrictos, en países con sistemas legales más débiles los costes de expropiación disminuyen, se facilita la obtención de beneficios privados del control y, por tanto, el valor de los "bloques" es mucho mayor.

Centrándose en una muestra de 204 fusiones bancarias que tuvieron lugar entre el año 1996 y el 2004 en Europa y EE.UU., Hagendorff et al. (2008) observan una relación inversa entre el nivel de protección al inversor existente en el país en el que se localiza el banco objetivo y las rentabilidades anormales que experimentan los bancos adquirientes durante el periodo en el que se produce el anuncio de la fusión, es decir, observan que estos últimos experimentan rentabilidades anormales negativas cuando los bancos que van a adquirir pertenecen a un país con un nivel de protección al inversor elevado, lo que sugiere que, en estos países, los adquirientes podrían tener más dificultades para capturar ganancias privadas derivadas de la adquisición del banco objetivo.

Del mismo modo, La Porta et al. (2000a) examinan 4.000 empresas localizadas en 33 países con diferentes niveles de protección al inversor minoritario, y obtienen que una mayor protección a estos accionistas se asocia con mayores pagos de dividendos, confirmando así la hipótesis de que, en aquellos países en los que los accionistas minoritarios gozan de una mayor protección, éstos utilizan el poder que les confiere la ley para

conseguir el pago de dividendos, lo que les previene frente a una potencial expropiación.

Más recientemente, otro trabajo que también demuestra la importancia del marco regulatorio a la hora de explicar el *tunneling* es el realizado por Atanasov et al. (2010). Estos autores analizan cómo los cambios en la regulación del mercado de valores llevados a cabo en Bulgaria en 2002 afectan al *tunneling* financiero, y observan que estos cambios legales contribuyeron a limitar tanto la dilución de las acciones como las maniobras para excluir a los accionistas minoritarios, lo que en conjunto generaró incrementos de valor significativos derivados de dicha reducción del *tunneling* financiero.

Finalmente, otra rama de la literatura utiliza la desviación de los derechos económicos en relación a los derechos de voto que poseen los accionistas mayoritarios en una empresa como *proxy* de la probabilidad de que esa empresa sea vulnerable a la expropiación por parte de dichos accionistas. Por ejemplo, Claessens et al. (2002)[98] muestran que la diferencia entre los derechos de voto y la propiedad económica en manos de los principales accionistas de una muestra de empresas cotizadas localizadas en 8 países asiáticos diferentes se asocia con un elevado descuento en el precio de las acciones que aumenta en función del tamaño de la dicha diferencia. Estos resultados están en línea con los obtenidos por Maury y Pajuste (2005) para el caso de una muestra de empresas cotizadas filandesas. La evidencia aportada por estos autores corrobora que el valor de las empresas disminuye cuando su accionista más importante posee más derechos de voto que derechos económicos. Además, analizando una muestra de empresas indias durante el periodo 1989-1999, Bertrand et al. (2002) obtienen que los propietarios finales de grupos empresariales indios con una estructura piramidal tienen importantes incentivos para expropiar recursos desde aquellas empresas en las que tienen una menor propiedad económica hacia aquellas en las que esta propiedad es mayor.

Otros dos estudios también proporcionan evidencia consistente con la idea de que, en tiempos en los que las oportunidades de inversión son escasas, la estructura de propiedad desempeña un papel importante a la

[98] Revisar también Claessens et al. (2000) para una mejor comprensión de las divergencias entre la propiedad económica y los derechos políticos en manos de los accionistas de las empresas asiáticas.

hora de determinar los incentivos de los principales accionistas para expropiar a los accionistas minoritarios. Estos trabajos analizan dos muestras de empresas indias durante la crisis financiera de 1997. El primer estudio realizado por Lemmon y Lins (2003) señala que cuanto mayor es la diferencia entre los derechos de voto y la propiedad económica en manos de un accionista como consecuencia del establecimiento de estructuras piramidales, menor es la rentabilidad de mercado de esas empresas durante el periodo de crisis. De forma similar, Baek et al. (2004) observan que la rentabilidad de mercado es menor en aquellas compañías en las que los derechos de voto de los accionistas dominantes exceden de la propiedad económica de éstos.

Faccio et al. (2001) proporcionan otra perspectiva examinando la relación entre los dividendos y la estructura de propiedad y control en empresas asiáticas. Estos autores demuestran que los inversores anticipan la expropiación que se produce a través de discrepancias entre los derechos de voto y la propiedad económica y, por ello, promueven el pago de mayores dividendos, dado que, al reducir la riqueza en manos de aquellos que tienen el control de la empresa, los dividendos desempeñan un papel importante limitando la expropiación a los accionistas minoritarios.

Por último, es importante tener en cuenta que, durante los últimos años, algunos académicos han centrado su atención en el análisis de una nueva forma de expropiación a los accionistas minoritarios llevada a cabo por parte de los *hedge funds* activistas, los cuales, en determinadas ocasiones, separan la propiedad económica de los derechos de voto asociados a las acciones que han adquirido en sus empresas objetivo, especialmente cuando estas compañías están inmersas en eventos de control corporativo. Esta nueva forma de expropiación se abordará con mayor detalle en la siguiente Sección.

7.3. LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS Y LA UTILIZACIÓN DEL VOTO VACÍO EN EVENTOS DE CONTROL CORPORATIVO

La propiedad de las acciones de una empresa conlleva dos tipos de derechos: el derecho a obtener ganancias de capital, recibir dividendos, etc., así como el derecho a participar en el gobierno de la compañía a través de

las votaciones. Estos dos componentes se conocen como "los derechos sobre los rendimientos económicos de la empresa" y "los derechos de voto" sobre las decisiones importantes de la empresa. En este contexto, la legitimidad del actual sistema de gobierno corporativo descansa en el principio de que, en las votaciones que llevan a cabo los accionistas, éstos tienen una motivación económica para votar aquella opción que les lleve a maximizar el valor de sus acciones en la empresa (Waddell et al., 2010).

Los derechos de los accionistas a elegir los miembros del Consejo de Administración, a autorizar nuevas emisiones de acciones, a aprobar fusiones y/o adquisiciones y a enmendar los artículos relacionados con la forma de organización de la empresa, les proporcionan, en última instancia, el poder sobre las decisiones más importantes de la compañía (Yermack, 2010). Si un accionista posee acciones de una empresa, se asume que éste tiene interés en la maximización del valor de esas acciones, y por tanto, prestará especial atención a los asuntos relacionados con la aprobación de fusiones, la elección de consejeros, las políticas de remuneración a la dirección de la empresa y otros muchos asuntos que tienen una influencia directa sobre el valor de las acciones.

En otras palabras, se asume que los propietarios del valor económico residual (los derechos sobre los rendimientos económicos) de la empresa son los que están en una mejor posición para gobernarla, ya que éstos soportan el impacto total del riesgo empresarial inherente a las compañías (Nathan, 2007). En consecuencia, los derechos de voto se asignan a los accionistas precisamente porque éstos tienen incentivos para maximizar el valor de las acciones que poseen. Además, cuanto mayor sea el número de acciones en manos de un accionista, mayor será la participación de éste en el éxito (o fracaso) de la empresa, asumiéndose, por tanto, que sus intereses económicos y sus intereses a la hora de ejercer su derecho de voto están completamente alineados.

No obstante, el rápido crecimiento y el aumento de la sofisticación de los mercados de derivados, combinados con el desarrollo que han experimentado los mercados de préstamo de acciones han hecho más fácil la separación entre la propiedad económica y los derechos políticos asociados a una acción, poniendo en entredicho todo lo expuesto en los párrafos anteriores. Por consiguiente, como resultado de dicha separación, puede darse el caso en el que el voto de los accionistas no tendrá repercusión alguna en su posición económica si éstos la han cubierto

haciendo uso de las técnicas financieras disponibles hoy en día. De esta forma, es posible, incluso, que su voto sea contrario a la creación de valor para la empresa.

En este sentido, Martin y Partnoy (2005) examinan el origen y la historia de la regla "una acción-un voto" y concluyen que las premisas mencionadas anteriormente sobre la alineación de los intereses económicos de los accionistas y los intereses de éstos a la hora de ejercer su derecho al voto no son válidas a la luz de la práctica del voto vacío (en inglés *empty voting*), contraria a la teoría tradicional sobre el voto de los accionistas basada en la unidad de intereses.

Hu y Black[99] (2006a, 2006b) acuñan el término de *equity decoupling*[100] para referirse a la separación de la propiedad económica de los derechos políticos asociados a una acción. De acuerdo con lo que se ha expuesto, estos autores argumentan que los inversores pueden tener muchos más derechos de voto que sus correspondientes intereses económicos, lo que ellos denominan "voto vacío", pero también pueden tener más derechos sobre los rendimientos económicos que sus correspondientes derechos de voto, manteniendo oculta esta diferencia al resto de inversores, práctica a la que se refieren como "propiedad oculta" (*hidden ownership*). Además, entre los autores que también hacen referencia al "voto vacío" se incluyen Kahan y Rock (2008), quienes consideran que esta práctica es una de las "patologías" resultantes de la falta de alineamiento entre los intereses económicos y los derechos de voto, así como Martin y Partnoy (2005), quienes se refieren a este fenómeno como *encumbered shares.*

---

99 El trabajo más exhaustivo en el área de la separación de la propiedad económica y de los derechos políticos y del "voto vacío" ha sido realizado por Hu y Black. Estos autores han publicado una serie integrada por tres artículos dirigidos a diferentes públicos durante 2006 y 2007 (Waddell et al., 2010). El primer artículo (Hu y Black, 2006a) se dirige a los académicos del ámbito legal, el segundo (Hu y Black, 2006b) va dirigido a abogados, jueces, y reguladores, y el tercero y último de esta serie inicial (Hu y Black, 2007) tiene como público objetivo a académicos especializados en el área financiera.

100 Hu & Black (2008) introducen el concepto de "*debt decoupling*" para referirse a aquellas situaciones en las que los acreedores, tales como los propietarios de bonos de una empresas, cubren su riesgo en esta compañía reduciendo o eliminando por completo su exposición económica y convirtiéndose así en "acreedores vacíos". Para cubrir el riesgo de sus posiciones los propietarios de bonos suelen llevar a cabo transacciones en el mercado de derivados, de manera que los incentivos económicos de éstos muchas veces no están correlacionados con sus posiciones en bonos en la empresa. El "*debt decoupling*" y el "*equity decoupling*" pueden utilizarse de forma combinada dando lugar al "*hybrid decoupling*".

Es importante tener en cuenta que existe una gran variedad de razones que contribuyen a explicar por qué los inversores realizan esta separación entre los derechos de voto y la propiedad económica que se asocian a las acciones. Algunas formas de separación pueden conducir a un aumento de la eficiencia. Por ejemplo, Christoffersen et al. (2007) examinan el mercado de préstamo de valores utilizando una base de datos propia que incluye préstamos realizados por bancos custodios, y argumentan que la negociación de votos en el mercado de préstamo de valores puede aumentar la eficiencia de las votaciones debido principalmente a los costes que conlleva adquirir la información sobre las propuestas sujetas a votación. Los accionistas más informados podrían adquirir votos de los accionistas que cuentan con menos información, ya que estos últimos no están dispuestos a pagar el coste de convertirse en accionistas informados, mejorando así la eficiencia del resultado de la votación.

De forma similar, Brav y Mathews (2011) desarrollan un modelo teórico y establecen que, en equilibrio, cuando la práctica de voto vacío es relativamente cara en la fecha de registro, o cuando los votos de otros accionistas no están muy correlacionados con la decisión correcta, tanto la presencia de un inversor estratégico como la capacidad de separar los derechos de voto de la propiedad económica de las acciones pueden incrementar la eficiencia global haciendo más probable el resultado "correcto" de la votación.

No obstante, otros usos de la separación de los derechos de voto de la rentabilidad económica de las acciones llevan consigo una disminución de la eficiencia, al menos en términos generales. Los aspectos más problemáticos de esta separación se derivan de la práctica del "voto vacío", y más específicamente, cuando el accionista utiliza sus votos en contra de los intereses de la empresa con la única finalidad de incrementar el valor de sus posiciones en otras compañías. Coen (2008) denomina "voto negativo" (en inglés *negative voting*) a la forma extrema de "voto vacío" en la que un accionista posee derechos de voto en una empresa pero mantiene una exposición económica negativa con respecto al precio de las acciones de la misma. En este caso, este accionista tiene un incentivo diametralmente opuesto a los objetivos perseguidos por el resto de accionistas tradicionales que buscan fundamentalmente la maximización del valor de sus acciones en la compañía.

Hoy en día, a los inversores les resulta relativamente fácil la construcción de carteras que aumentan en valor con la disminución del precio de las acciones de las empresas incluidas en estas carteras, mientras estos inversores retienen el derecho a votar en las decisiones de dichas compañías. Los inversores tienen a su disposición numerosas técnicas que les permiten poner en práctica el "voto vacio" (*European Corporate Governance Forum* (EUCGF de aquí en adelante), 2010). Por ejemplo, cuando se toman prestadas acciones de una compañía, el prestatario generalmente tiene el título legal que le permite ejercer los derechos de voto asociados a esas acciones, pero, una vez concluido el préstamo, las acciones han de ser devueltas al prestamista, por lo que el prestatario queda exento del riesgo económico. Además, los accionistas también pueden hacer uso de *equity swaps*, los cuales les permiten mantener sus acciones y, por tanto los derechos de voto que éstas conllevan, y al mismo tiempo intercambiar el rendimiento económico de las acciones por un valor fijo pactado, protegiéndose así de futuros movimientos del precio de las acciones. Resultados similares pueden obtenerse también haciendo uso de contratos por diferencias (CFD).

Dados los efectos adversos que el "voto vacío", y más concretamente, que el "voto negativo" puede tener en la integridad del sistema de gobierno de las empresas cotizadas y en los mercados en los que las acciones de estas compañías se negocian, y teniendo en cuenta la gran variedad de técnicas financieras que facilitan a los accionistas la puesta en marcha de este tipo de prácticas, un número importante de académicos y representantes de la industria opinan que los reguladores deberían prestar especial atención al problema del "voto vacío" (Hu y Black, 2006a, 2006b, 2007; Mazars, 2009). Y es que, en efecto, el "voto vacío" en general, y el "voto negativo" en particular, plantean importantes retos a los reguladores, puesto que las normativas actuales sobre transparencia e información aportada por los accionistas que están en vigor en muchos países, no requieren de forma clara que los inversores informen sobre participaciones significativas y sus correspondientes derechos de voto cuando éstas han sido construidas de forma sintética a través de combinaciones de derivados que incluso pueden dar lugar a posiciones cortas.

El "voto vacío" ha sido sometido a debate en Europa y en EE.UU. durante los últimos años, sin embargo, este debate apenas se ha traducido

en cambios regulatorios[101]. En el caso europeo, este asunto no ha sido abordado de forma explícita en el ámbito regulatorio[102]. El artículo 10 de la "Directiva sobre transparencia[103]" (2004/109/EC) extiende el deber de notificación a todas las personas que bajo un acuerdo tienen derecho a ejercer el voto. No obstante, de acuerdo con el EUCGF (2010), es necesario incluir una enmienda para clarificar si dicho acuerdo puede ser un acuerdo oral o escrito, formal o informal. Además, el EUCGF (2010) también recomienda la reforma del derecho societario, de modo que, aquellos accionistas que toman parte en las Juntas Generales posean también los intereses económicos ligados a las acciones que les confieren los derechos de voto en dichas Juntas. Asimismo, es preciso indicar que la Comisión Europea ha lanzado en 2010 una Consulta (Comisión Europea, 2010b) sobre la modernización de la "Directiva sobre Transparencia" (2004/109/EC) que incluye algunas preguntas sobre la posibilidad de introducir nuevas medidas encaminadas a disuadir y prevenir el uso de prácticas de "voto vacío".

Precisamente, esta falta de regulación, junto con el desarrollo de los mercados de derivados, han facilitado el hecho de que los *hedge funds* recurran con frecuencia a las prácticas de separación de los derechos económicos y de voto de las acciones que poseen (Hu y Black, 2007). Más concretamente, existe evidencia de que los *hedge funds* han recurrido a prácticas de "voto vacío" en eventos de control corporativo (Thompson, 2007). Según Zanoni (2009), los *hedge funds* utilizan las tácticas de "voto vacío" con dos propósitos distintos. Por un lado, los *hedge funds* pueden utilizar el "voto vacío" simplemente con un fin financiero, cuando éstos hacen uso de la ingeniería financiera para ampliar, reducir o anular su interés económico en la empresa (o incluso para llegar a tener un interés económico opuesto al del resto de accionistas). Sin embrago, los *hedge funds* también pueden hacer uso del "voto vacío" con una finalidad de

[101] En España, por ejemplo, Losada López (2007) analiza las implicaciones que la ingeniería financiera y el activismo pueden tener para el gobierno de las empresas y propone un aumento de la transparencia en el mercado para conocer el alcance que estas prácticas pueden tener para los accionistas de las compañías en las que se llevan a cabo.

[102] Schouten (2010) proporciona una revisión exhaustiva sobre el régimen de transparencia ligado a las participaciones accionariales en Europa.

[103] Directiva 2004/109/Ce del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0038:En:PDF

gobierno, cuando éstos utilizan la ingeniería financiera para desempeñar un papel activista en fusiones y adquisiciones.

Con frecuencia, los *hedge funds* invierten en empresas sobre las que existen rumores de fusiones o adquisiciones. Minutos después de que se anuncie una fusión o adquisición, o incluso antes de que se haya hecho público ningún anuncio, los *hedge funds* activistas adquieren frecuentemente participaciones significativas en dichas compañías. La rentabilidad de sus inversiones depende generalmente de la consumación o de la interrupción de la fusión o adquisición que, a su vez, depende en gran medida de la aprobación por parte de los accionistas de ambas compañías. Muchas veces, existe gran incertidumbre sobre esta aprobación, lo que supone una barrera para la rentabilidad de las inversiones de los *hedge funds* (Katz, 2006).

En estas circunstancias, el uso del "voto vacío" por parte de los *hedge funds* les permite adquirir participaciones significativas tanto en el lado ofensivo como en el lado defensivo de la transacción y simultáneamente cubrir la exposición económica en uno de los lados, bien para bloquear o para facilitar el éxito de la transacción. En otras palabras, los *hedge funds* adquieren posiciones en ambas empresas, tanto en la adquiriente como en la objetivo, pero se deshacen de los derechos y riesgos económicos asociados a las acciones de una de las compañías involucradas en la transacción. Así, cuando el "voto vacío" se combina con una posición conflictiva del *hedge fund* conlleva el riesgo de una distorsión de incentivos (Zanoni, 2009).

Por ejemplo, utilizando el voto vacío en el lado ofensivo, los *hedge funds* tratarán de promover la consumación de la transacción, aunque ésta implique la destrucción de valor para la empresa adquiriente, mientras que, cuando lo utilizan en el lado defensivo, los *hedge funds* podrían llevar a cabo estrategias contrarias a la transacción, con posiciones que se beneficiarían en caso de que la transacción colapse y, por tanto, votando en contra de ésta (Partnoy y Thomas, 2006). Kahan y Rock (2007) consideran estas prácticas como el "lado oscuro" del activismo de los *hedge funds*.

Todo ello, por tanto, despierta cierta preocupación sobre la protección de las partes que participan en la transacción, con especial énfasis en el resto de accionistas de las empresas, ya que, en estas compañías, los *hedge funds* únicamente retienen los derechos de voto de las acciones para influir en el resultado de las votaciones, extrayendo

claramente beneficios privados de la transacción a expensas del resto de los accionistas "desinteresados" (que no utilizan el "voto vacio") de la empresa en la que el *hedge fund* ha cubierto sus intereses económicos (Coen, 2008).

Con el fin de profundizar en esta problemática, se presenta brevemente uno de los frecuentes ejemplos de prácticas de "voto vacío" puestas en marcha por *hedge fund* activistas en transacciones corporativas, el cual ha sido citado y explicado por varios académicos (véase, por ejemplo, Coen, 2008; Zanoni, 2009; Bratton, 2007; Katz, 2006; Hu y Black, 2007). Se trata de la adquisición Mylan Laboratoires-King Pharmaceuticals (Mylan-King de aquí en adelante), donde el *hedge fund* Perry Corporation (Perry de aquí en adelante) mantenía posiciones en las dos compañías.

En Julio de 2004, Mylan, una empresa farmacéutica productora de medicamentos genéricos, llegó a un acuerdo de fusión para adquirir King, una compañía competidora, por aproximadamente cuatro billones de dólares en acciones, cantidad que representaba una prima considerable con respecto al valor de la empresa previo al anuncio[104]. Cuando se produjo el anuncio de la transacción, los accionistas de Mylan reaccionaron de forma negativa, cayendo drásticamente el precio de las acciones de esta empresa. Como respuesta a tal caída en el precio, Carl Icahn, conocido por ser uno de los inversores más activos, junto con varias entidades de inversión afiliadas comenzaron a acumular participaciones importantes en la compañía con el propósito de oponerse a la adquisición de King. Incluso, Icahn llegó a lanzar una oferta para adquirir Mylan en un intento por detener la transacción que estaba pendiente.

Sin embargo, la oposición a la transacción por parte de Icahn suponía que el *hedge fund* Perry, el cual tenía una posición de siete millones en acciones de King, no podría obtener las ganancias que éste esperaba conseguir en el caso de que la transacción concluyese con éxito. Por ello, Perry se hizo con una participación del 9,9% en el capital de Mylan[105], convirtiéndose en su principal accionista a fin de influir en el desenlace de la transacción. Sin embargo, lo más interesante es que Perry cubrió por completo su posición en Mylan, manteniendo únicamente los derechos de voto asociados con las acciones que poseía en esta compañía,

---

[104] King Pharmaceuticals, Inc. (Form 8-K) (Julio 23, 2004)

[105] Mylan Laboratories Inc., formulario 13D presentado por Richard C. Perry (Noviembre.29, 2004).

por lo que para el *hedge fund* era completamente indiferente si esta transacción creaba o destruía valor para la empresa.

7.4. ESTUDIO DE CASOS

Como se acaba de explicar en la Sección previa, cuando los *hedge funds* poseen acciones simultáneamente en la empresa adquiriente y en la objetivo y, además, utilizan la innovación financiera para cubrir su exposición económica en una de estas compañías, es muy probable que los incentivos de los *hedge funds* no estén alineados con los del resto de accionistas de dicha empresa.

En nuestra muestra de hegde funds activistas y empresas europeas en las que éstos invierten, es posible observar cómo varios activistas han estado involucrados en las dos partes de un evento de control corporativo. Estos *hedge funds* tienen participaciones significativas en la empresa adquiriente y en la objetivo, lo que despierta cierta preocupación sobre el impacto de las intervenciones de los *hedge funds* en los intereses del resto de accionistas. Por ello, en esta Sección se analizarán en detalle dos de estos casos con el fin de profundizar en el comportamiento de los *hedge funds* activistas en aquellas transacciones corporativas en las que éstos tienen participaciones significativas en las dos empresas involucradas, y examinar si sus actuaciones contribuyen o no a la expropiación del resto de accionistas.

7.4.1. ATTICUS Y TCI EN DEUTSCHE BOERSE Y LONDON STOCK EXCHANGE

A finales de 1980, la sociedad gestora de la Bolsa de Londres, London Stock Exchange (de aquí en adelante LSE), se consideraba quizás la sociedad gestora de Bolsa europea líder, con una posición fuerte que le permitía beneficiarse de la tendencia hacia una mayor integración europea. Sin embargo, a principios del nuevo siglo, LSE estaba por detrás de Deutsche Boerse, firma gestora de la Bolsa de Francfort, y de Euronext, empresa que gestionaba las Bolsas de Bruselas, Paris y Ámsterdam, en cuanto a rentabilidad y agresividad estratégica. LSE era dirigida sin imaginación y perdiendo continuamente oportunidades, convirtiéndose así en un objetivo claro de potenciales adquisiciones (Rooney, 2005).

De forma lógica, por tanto, a mediados de diciembre de 2004, Deutsche Boerse, que tenía un elevado volumen de efectivo en su balance[106], propuso una oferta de adquisición a LSE, invitando a su dirección a la negociación[107]. La oferta valoraba a LSE en 530 peniques por acción, oferta que representaba un 52,3% de prima con respecto al precio de cierre de las acciones a 22 de octubre de 2004, situado en 348 peniques, y una prima del 49,6% con respecto al precio medio de LSE durante los tres meses previos a la fecha de la oferta (Deutsche Boerse, 2004). Pero, dado que Deutsche Boerse era una empresa con unos niveles elevados de efectivo, cuyo precio, por tanto, podía aumentar considerablemente si la dirección cambiaba la estrategia de la empresa y comenzaba a repartir parte de ese efectivo a los accionistas, muchos inversores, especialmente *hedge funds*, empezaron a comprar acciones de Deutsche Boerse a finales de 2004 (Cohen y Jenkins, 2005).

Por tanto, la oferta planteada por Deutsche Boerse de 530 peniques por cada acción de LSE propició una reacción negativa inmediata de estos accionistas que aspiraban a que la empresa les devolviese parte del efectivo disponible y, en particular, del *hedge fund* The Children's Investment Fund (de aquí en adelante TCI), con domicilio en el Reino Unido y gestionado por Christopher Hohn, así como del *hedge fund* estadounidense Atticus Capital, gestionado por Nat Rothschild. Semanas de difíciles negociaciones entre LSE y Deutsche Boerse permitieron a los *hedge funds* activistas construir sus posiciones en las compañías y ganar apoyos. De hecho, el 14 de enero de 2005, TCI anunció públicamente que había adquirido más del 5% de las acciones de Deutsche Boerse y planeaba luchar en contra de la adquisición de la Bolsa londinense (Deutsche Boerse, 2005a).

A principios de febrero, el *hedge fund* TCI escribió a Rolf Breuer, presidente de Deutsche Boerse, haciéndole constar la oposición de muchos de los accionistas a la adquisición de LSE y solicitándole que dicho asunto

---

106 El "efectivo y equivalentes" que figura en el balance de la empresa a finales de 2004 ascendía a 703,4 millones de euros, mientras que, un año antes, a finales de 2003 esta cantidad ascendía a 362,1 millones de euros (véase informe anual de la compañía de 2004, p. 126).

107 LSE rechazó la oferta inicial plantada por Deutsche Boerse argumentando que la propuesta infravaloraba la compañía y las "sinergias sustanciales" que se obtendrían a partir de la fusión de LSE con Deutsche Boerse. No obstante, LSE aceptó seguir negociando con su homóloga alemana con el fin de comprobar si era posible una mejora de la oferta (Deutsche Boerse, 2004).

fuese sometido a una votación por parte de los accionistas. En esta carta, Hohn también cuestionaba el doble cargo ejercido por Rolf Breuer como presidente del Consejo de Supervisión de Deutsche Boerse y presidente al mismo tiempo de Deutsche Bank, banco que proporcionaba financiación para la transacción y que era uno de los principales accionistas de LSE (Cohen, 2005c).

Asimismo, el *hedge fund* Atticus Capital también escribió a Werner Seifert, gerente de Deutsche Boerse, anunciándole que se iba a unir a TCI para solicitar una Junta General Extraordinaria con el fin de sustituir a los miembros del Consejo de Supervisión[108](Cohen, 2005b). David Slager, gestor del fondo en Europa, explicó que Deutsche Boerse proporcionaría mejores rentabilidades a sus accionistas recomprando sus propias acciones en lugar de adquirir LSE, ya que, según su opinión, dicha "adquisición únicamente estaba motivada por la construcción de un imperio" (Cohen, 2005a).

De forma simultanea a estas acusaciones, TCI y Atticus pasaron a controlar el 15% del capital de Deutsche Boerse y consiguieron el respaldo de una coalición de *hedge funds* y otros accionistas significativos que también se oponían a la adquisición, como era el caso de Fidelity, Capital International, Merrill Lynch Investment Managers o Generali. Precisamente, conociendo la posición contraria que la mayoría de accionistas mantenía sobre la adquisición, Werner Seifert rechazó en repetidas ocasiones el hecho de que ésta fuese sometida a la aprobación de los accionistas, oponiéndose incluso a una votación no vinculante.

Como el grupo de accionistas que se oponían a la adquisición iba ganando cada vez más fuerza, siendo evidente que finalmente lograrían su objetivo y, dado que, en marzo, el Consejo de Administración de LSE no recomendó a sus accionistas la aceptación de la oferta realizada por Deutsche Boerse[109], Werner Seifert se vio obligado a retirar la controvertida oferta por LSE (Deutsche Boerse, 2005c). Además, dos meses más tarde,

---

[108] El derecho bursátil alemán no requiere que las empresas que realizan adquisiciones significativas obtengan la aprobación de sus accionistas. No obstante, permite que aquellos accionistas con al menos el 5% del capital social de la empresa puedan convocar una Jnnta General Extraordinaria de Accionistas para plantear la destitución de los miembros del Consejo de Supervisión.

[109] La oferta estaba sujeta a la única condición previa de que el Consejo de LSE recomendase la oferta de forma incondicional y sin restricciones (Deutsche Boerse, 2005b).

Deutsche Boerse inició un programa de recompra de acciones por valor de 1,5 billones de euros con el propósito de devolver parte del efectivo disponible de la empresa a sus accionistas y, finalmente, su Consejo de Supervisión, después de una reunión el 9 de mayo, anunció que Werner Seifert dejaría la compañía inmediatamente y que Rolf Breuer y otros tres consejeros no ejecutivos dejarían sus cargos al final de ese año, puesto que los inversores habían amenazado con no reelegirlos en la Junta General de Accionistas.

Pero, ¿fue este el mejor desenlace posible para la empresa y sus accionistas? Para algunos accionistas de Deutsche Boerse, la adquisición de LSE era más deseable que la recompra de acciones, ya que oportunidades de adquisición como LSE son poco frecuentes y se repiten en contadas ocasiones, a diferencia de las posibilidades de realizar una recompra de acciones. Además, esta fusión podría haber facilitado importantes sinergias en cuanto a ingresos y costes, por ejemplo, a través de la integración de las plataformas técnicas utilizadas por las dos sociedades gestoras de las respectivas Bolsas, y podría haber atraído a otras Bolsas satélites más pequeñas, convirtiéndose en la sociedad gestora de Bolsa europea dominante.

Por ello, teniendo en cuenta las ventajas que podría haber conllevado la consumación de la adquisición para Deutsche Boerse, es necesario conocer en detalle la motivación real de los dos *hedge funds*, TCI y Atticus, para llegar a comprender la firme oposición de éstos a dicha adquisición. Según Hu y Black (2007), los dos *hedge funds* accionistas de Deutsche Boerse, habían adquirido también posiciones cortas en LSE[110], lo que les proporcionaba un doble incentivo a la hora de oponerse a la adquisición (Euromoney, 2006). En el periodo siguiente a la oferta propuesta por Deutsche Boerse, el precio de las acciones de LSE se incrementó sustancialmente[111] mientras que el precio de las acciones de Deutsche Boerse experimentó una caída significativa ante los temores de que esta empresa mejorase su oferta para adquirir LSE o llegara a protagonizar una

[110] Gary Claar, gestor de Jana Partners, otro de los *hedge funds* activistas que se unieron a TCI y Atticus para oponerse a la oferta de Deutsche Borse para adquirir LSE, reconoció públicamente que habían adquirido posiciones cortas en LSE (Taub, 2005).

[111] Las acciones de LSE cerraron un 26,6% al alza hasta los 540 peniques el lunes siguiente a la propuesta de oferta.

"batalla" de ofertas con Euronext para hacerse con el control de la sociedad gestora de la Bolsa de Londres[112](AFX, 2004).

Este escenario implicaba importantes pérdidas para los *hedge funds*, con posiciones en las dos empresas justamente contrarias a los movimientos experimentados por el precio de sus acciones. Sin embrago, bloqueando la adquisición y forzando a Deutsche Boerse a distribuir parte del efectivo disponible entre sus accionistas a través de un programa de recompra de acciones, los *hedge funds* conseguían una fuerte e inmediata apreciación de su posición larga en Deutsche Boerse, y obtenían un importante beneficio de su posición corta en LSE (Rooney, 2005).

Además, el alcance total de su estrategia sólo salió a la luz más tarde, cuando se hizo público que TCI y Atticus también habían ido construyendo posiciones significativas en Euronext, el único rival potencial creíble de Deutsche Boerse en la pugna por LSE[113](Euromoney, 2006). Por tanto, estos fondos tenían, además, otro incentivo para paralizar la adquisición, dado que si la oferta de Deutsche Boerse por LSE hubiese prosperado, los dos *hedge funds* hubieran experimentado una disminución considerable en el valor de sus posiciones en Euronext.

En este sentido, es interesante el hecho de que TCI también expresara su preocupación a la dirección de Euronext sobre una posible oferta de ésta por LSE, advirtiéndoles que bloquearían cualquier adquisición que considerasen demasiado costosa. Y es que, estos *hedge funds* tenían otros planes: una fusión entre Deutsche Boerse y Euronext (Arnold, 2005). Algunos meses más tarde, a principios de 2006, TCI y Atticus[114] comenzaron a presionar a Euronext para conseguir la aprobación de su fusión con Deutsche Boerse, a pesar de que Euronext estaba manteniendo conversaciones sobre una posible oferta de adquisición con la Bolsa de Valores de Nueva York, New York Stock Exchange (NYSE de aquí en adelante). En agosto de 2006, TCI intentó forzar a Euronext para que se llevara a cabo una votación sobre la oferta de fusión con Deutsche Borse,

---

[112] Las acciones de Deutsche Boerse cayeron un 2,1 % hasta los 43,32 euros cuando se hizo público que Euronext también había iniciado conversaciones con LSE sobre una posible oferta (Thompson, 2004).

[113] En diciembre de 2004, LSE confirmó que también había recibido una oferta de compra por parte de Euronext (Flood y Tassell, 2004).

[114] Según el informe anual de Euronext de 2006, durante ese año, los dos *hedge funds* controlaban más del 18% del capital de la empresa.

pero en esta ocasión los *hedge funds* no obtuvieron el éxito cosechado en pasadas ocasiones y, finalmente, en noviembre de 2006, Deutsche Boerse retiró su interés por Euronext, que finalmente acabó fusionándose con NYSE.

¿La fusión entre Euronext y Deutsche Boerse constituía la mejor oportunidad de creación de valor para los accionistas de Euronext? Puede que sí o puede que no, pero lo que es obvio es que ésta era la opción que generaba más valor para TCI, ya que si finalmente se hubiese llevado a cabo la fusión Euronext -Deutsche Boerse, el *hedge fund* se habría beneficiado del aumento en el valor de sus dos posiciones en ambas empresas, mientras que en el caso de la fusión Euronext-NYSE, el *hedge fund* únicamente se beneficiaba a través de su posición en Euronext. Por su parte, el otro *hedge fund*, Atticus, con un 9% del capital de Euronext, un 5% del capital de NYSE y un 5% del capital de Deutsche Borse (Cohen, 2006), apoyaba en un principio la fusión Euronext -Deutsche Boerse, pero finalmente cambió su apoyo a la fusión Euronext-NYSE, lo cual es comprensible dado que este *hedge fund* también tenía una participación sustancial en el capital de NYSE.

7.4.2. ABSOLUTE CAPITAL MANAGEMENT EN PIXELPARK Y ELEPHANT SEVEN AG

En diciembre de 2005, la empresa de publicidad alemana Elephant Seven AG informó que había iniciado negociaciones con Springer & Jacoby[115], otra agencia de publicidad alemana, sobre la adquisición de esta última. Elephant Seven estaba interesada en adquirir el 51% del capital de Springer & Jacoby en manos de Interpublic, un *holding* de comunicación estadounidense, así como el 49% restante perteneciente principalmente a directivos y fundadores de la compañía (Hulsen, 2005).

Para acometer sus planes, unos meses más tarde, en abril de 2006, Elephant Seven firmaba una carta de intenciones para adquirir Springer & Jacoby, pero poco más tarde, en junio de ese año, los planes de adquisición se volvieron inciertos cuando ésta perdió a su principal cliente, Mercedes-Benz, al cual había estado prestando servicios durante dieciséis años. Springer & Jacoby tenía planes ambiciosos de crear una agencia

[115] La propia Elephant Seven es una *spin-off* de Springer & Jacoby.

paneuropea, con Mercedes-Benz como principal cliente, puesto que éste generaba alrededor del 40% de los ingresos anuales de la empresa. Precisamente, estos planes constituían una de las principales atracciones consideradas por Elephant Seven cuando tomó su decisión de adquirir Springer & Jacoby y, por ello, después de la pérdida de su principal cliente, Florian Homm, el mayor accionista de Elephant Seven, con una participación del 22% en el capital de la compañía (Informe Anual 2006, p. 94) a través de su *hedge fund* activista Absolute Capital Management (de aquí en adelante ACM), anunció que únicamente apoyaría la adquisición si Springer & Jacoby reducía su nivel de endeudamiento y limitaba sus riesgos (Hulsen, 2006).

Sólo un mes más tarde, en julio, los Consejos de Gestión y Supervisión de Elephant Seven decidieron poner fin al proceso de adquisición de Springer & Jacoby, dado que las condiciones fundamentales para que se llevara a cabo la transacción habían cambiado puesto que la empresa había finalizado su contrato con Mercedes-Benz. Además, ese mismo mes, Elephant Seven firmaba un memorándum de entendimiento para fusionarse con Pixelpark, un especialista en multimedia con base en Berlín en el que el *hedge fund* ACM era el tercer accionista más importante, con un 8,73% del capital de la empresa a finales de diciembre de 2005[116] (Informe Anual de 2005, p.76). No obstante, después de examinar en detalle las características de la transacción, una fusión entre iguales, se decidió que el tipo de fusión acordada no era el modo de cooperación más apropiado, por lo que, en octubre, los Consejos de Gestión y Supervisión de Pixelpark AG decidieron lanzar una oferta pública por la que se ofrecía a los accionistas de Elephant Seven 0,95 acciones de Pixelpark por cada una de las acciones de Elephant Seven (German Business Digest, 2006c).

Elephant Seven recomendó a sus accionistas aceptar la oferta de Pixelpark, ya que la consideraban justa y razonable. En enero, una vez finalizada la oferta, Pixelpark había conseguido hacerse con el 86% de las acciones de Elephant Seven, alcanzando así el objetivo mínimo fijado en el 75% del capital de la compañía. Este elevado nivel de aceptación de la oferta permitió a Pixelpark ejercer su derecho de venta forzosa (*squeeze out* en inglés) manteniendo las mismas condiciones que la oferta inicial con el

[116] A finales de diciembre de 2006, ACM tenía una participación del 27,23 % del capital de la empresa, convirtiéndose en el principal accionista de ésta (Informe Anual de 2006, p. 23).

fin de adquirir el resto de las acciones y, finalmente, retirar a la compañía de la Bolsa en abril de 2007.

Como puede observarse, a diferencia del caso previo que hemos expuesto en el que los *hedge funds* activistas toman parte en el proceso de toma de decisiones de las empresas en las que están invertidos influidos por sus propios intereses, que no siempre coinciden con los del resto de accionistas, el *hedge fund* ACM no parece haber actuado en detrimento del resto de accionistas. Parece razonable que Elephant Seven, empresa en la que ACM era el principal accionista y, por tanto, tenía un importante poder de decisión, abandonase sus planes de adquirir Springer & Jacoby cuando esta compañía perdió a su principal cliente y, por ende, su principal fuente de ingresos. Como resultado de este cambio, una adquisición por parte de Elephant Seven no favorecía los intereses de sus accionistas, por lo que la decisión tomada fue la adecuada a fin de salvaguardar el valor de la empresa.

Además, aunque el *hedge fund* ACM tenía una participación significativa en el capital de ambas empresas, Elephant Seven y Pixelpark, hecho que pone de manifiesto un claro interés en la consumación de la transacción entre ellas, lo cierto es que la adquisición resultó en un mayor valor para los accionistas de ambas compañías. Por un lado, recibiendo 0,95 acciones de Pixelpark por cada una de las acciones de Elephant Seven, los accionistas de esta última obtuvieron una prima del 31% con respecto al precio de las acciones de Elephant Seven al inicio del mes en el que se produjo el anuncio de la oferta realizada por Pixelpark[117]. Por otro lado, los accionistas de Pixelpark también se beneficiaron de la transacción ya que la empresa se convirtió en el segundo operador más grande en su sector en Alemania (Thiede, 2007), y el precio medio de las acciones de esta empresa durante el mes de abril, en el que se hizo público que Pixelpark tenía más del 90% del capital de Elephant Seven y planeaba la salida de Bolsa de esta compañía (Handelsblatt, 2007a), representaba una prima del 5,5% en relación al precio medio de las acciones de Pixelpark durante los quince días previos al anuncio de la adquisición.

[117] El cálculo de la prima se ha realizado considerando los precios que proporciona Datastream para el primer día de negociación de octubre de 2006.

7.5. COMENTARIOS FINALES

Como se ha podido comprobar en este Capítulo, los *hedge funds* activistas que adquieren posiciones significativas en las empresas en las que invierten no sólo obtienen beneficios que comparten con el resto de accionistas y que se derivan de una mayor supervisión a los directivos y, por tanto, de una reducción de las asimetrías informativas entre los accionistas y la dirección de dichas compañías. En ocasiones, estos activistas disfrutan de beneficios privados del control a expensas de los intereses del resto de accionistas. En concreto, existe evidencia de que los *hedge funds* activistas adquieren posiciones conflictivas en las empresas involucradas en eventos de control corporativo y recurren a prácticas de "voto vacío" para promover el éxito o fracaso de dichas transacciones corporativas en función de sus propios intereses, que no siempre coinciden con los de los demás accionistas.

En el caso analizado en el que Deutsche Borse realiza una oferta de adquisición por LSE, la fuerte oposición mostrada por los *hedge funds* activistas TCI y Atticus, que llevó a Deutsche Borse finalmente a retirar dicha oferta, estaba motivada principalmente por las posiciones cortas que estos dos *hedge funds* tenían en LSE, así como por sus participaciones significativas en Euronext, la otra empresa rival en la pugna por LSE, más que por sus intereses a largo plazo en Deutsche Borse. Mediante el bloqueo de la transacción, los *hedge funds* consiguieron beneficios en las tres empreas en las que estaban posicionados a expensas, sobre todo, de los accionistas de LSE y del valor que podría haberse creado para los accionistas de Deutsche Borse derivado de las sinergias de la integración de ambas compañías dando lugar a la sociedad gestora de Bolsa dominante en Europa.

Por el contrario, en el segundo caso analizado en el que la empresa Elephant Seven, cuyo principal accionista es el *hedge fund* activista ACM, abandona sus planes de adquirir la compañía Springer & Jacoby y, finalmente, es adquirida por Pixelpark, empresa en la que ACM también tiene una participación significativa, no se observan signos de expropiación por parte de ACM a los accionistas minoritarios de ninguna de las empresas en las que se mantiene invertido, ya que las acciones y decisiones que apoya en *hedge fund* van encaminadas a la creación de valor para los accionistas de ambas compañías. Como puede observarse, la principal diferencia entre ambos casos analizados, reside en el hecho de que, en el primero de ellos, los *hedge funds*, además de mantener posiciones en las

dos empresas que estaban involucradas en la oferta de adquisición, en una de esas compañías, LSE, el interés económico de los activistas era contrario al del resto de accionistas. Asimismo, Atticus y TCI también tenían una participación significativa en una tercera empresa, Euronext, cuyo valor dependía del resultado final de la transacción.

Así, a la luz del estudio de ambos casos es posible concluir que el hecho por sí sólo de que los *hedge funds* activistas tengan inversiones significativas en las dos partes involucradas en una transacción corporativa no implica que estos *hedge funds* obtengan beneficios privados de dicha transacción a expensas del resto de accionistas de una de las partes. Para que se produzca expropiación por parte de los *hedge funds* activistas, según ha podido observarse en los casos analizados, es necesario que además, estos activistas tengan participaciones sustanciales en otras empresas cuyo valor depende del resultado de la transacción corporativa y/o tengan cubierta su exposición económica en una de las partes (voto vacío), llegando incluso a tener posiciones cortas y, por consiguiente, un interés contrario al del resto de los accionistas de dicha compañía. Asimismo, teniendo en cuenta que, en toda la muestra, tan sólo se han encontrado dos casos en los que se producen este tipo de inversiones conflictivas, cabe esperar que, en Europa, la expropiación a los accionistas minoritarios por parte de los *hedge funds* activistas a través de este tipo de actuaciones no sea muy frecuente.

Por último, es preciso apuntar que la propuesta de reglamento sobre las ventas en corto y algunos aspectos de las permutas de riesgo de crédito presentada por la Comisión Europea en septiembre de 2010 puede resultar de gran interés y utilidad en este sentido (Comisión Europea, 2010b). Según esta propuesta, los inversores tendrán que comunicar las posiciones cortas netas significativas en acciones a partir de un determinado umbral (a partir del 0,2% del capital social emitido tendrán que informar a las autoridades reguladoras y a partir del 0,5% al mercado). Esta propuesta define las posiciones cortas de una forma lo suficientemente amplia como para incluir aquellas transacciones con *Credit Default Swaps* (de aquí en adelante CDSs) y otros instrumentos financieros con los que se puede obtener una exposición económica negativa en una determinada compañía, lo que se traducirá en una mayor información por parte de los participantes del mercado, incluidos los *hedge funds*, contribuyendo así a mejorar la transparencia de las transacciones corporativas en las que éstos desempeñan un papel activo y en las que pueden tener posiciones conflictivas.

CAPÍTULO 8

CONCLUSIONES, APORTACIONES, LIMITACIONES Y LÍNEAS DE FUTURO

8.1. Conclusiones

8.2. Principales Aportaciones del Trabajo de Investigación

8.3. Limitaciones

8.4. Futuras Líneas de Investigación

En este último Capítulo se presentan las principales conclusiones que cabe extraer del esfuerzo investigador llevado a cabo en el presente estudio, junto con las posibles aportaciones más significativas del mismo a la literatura relacionada con el activismo de los *hedge funds*. Además, se señalan las limitaciones encontradas en el proceso de investigación y se proponen algunas líneas de trabajo futuro.

8.1. CONCLUSIONES

El presente trabajo de investigación se ha centrado en el estudio del activismo accionarial de los *hedge funds* en empresas europeas. Aunque esta estrategia objeto de estudio representa a una pequeña parte del conjunto de la industria de *hedge funds*, el crecimiento que ha registrado en los últimos años, junto con la elevada rentabilidad obtenida y las repercusiones que las actuaciones de los *hedge funds* activistas pueden tener para las empresas en las que invierten, han despertado el interés de la comunidad científica, que busca arrojar luz sobre un número de cuestiones relativas a esta estrategia.

A este respecto cabe destacar que, a pesar del esfuerzo investigador que se ha venido llevando a cabo en los últimos años, la evidencia aportada hasta el momento no cabe calificarse de concluyente en un gran número de aspectos y, además, aunque este activismo de los *hedge funds* se ha convertido en un fenómeno presente en casi todo el mundo, existen muy pocos trabajos enfocados fuera de los EE.UU. Como consecuencia, resulta necesario obtener una mayor evidencia, especialmente para el caso de Europa, donde este activismo está alcanzando cierta relevancia últimamente, y donde las diferencias institucionales existentes con respecto a EE.UU., hacen que no puedan generalizarse los resultados obtenidos para el caso del activismo que los *hedge funds* han llevado a cabo en empresas estadounidenses.

A los efectos de abordar este trabajo de investigación se ha considerado la oportunidad de tener en cuenta dos marcos teóricos. El primero de ellos, la economía de la información, permite situar el origen del activismo de los *hedge funds* como respuesta a los problemas de agencia existentes en el seno de las empresas, derivados de los conflictos de intereses y de las asimetrías informativas que caracterizan las relaciones entre los accionistas de las empresas y la dirección de las mismas. El

segundo de ellos, la economía institucional, pone de manifiesto la necesidad de considerar el marco institucional a la hora de analizar el activismo de los *hedge funds*, ya que las instituciones afectan tanto a la capacidad de actuación de los *hedge funds* como a la efectividad de sus inversiones y a los beneficios derivados de las mismas.

Teniendo en cuenta esta sustentación teórica, el presente estudio ha tenido como principal objetivo dar respuesta a la siguiente pregunta de investigación:

En Europa, ¿los *hedge funds* activistas realmente desempeñan la función de supervisión que tradicionalmente se les atribuye, contribuyendo a alinear los intereses de accionistas y directivos y a mitigar las asimetrías informativas existentes entre éstos y, por tanto, a maximizar el valor de las empresas o, por el contrario, los *hedge funds* activistas son simples "*trader*s" que aprovechan las oportunidades de inversión que se les van presentando?

Para poder llevar a cabo el objetivo de la investigación, fue necesario construir una base de datos particular que incluye 332 inversiones protagonizados por 45 *hedge funds* activistas, tanto europeos como estadounidenses, en las que éstos adquieren más del 1% del capital de 265 empresas cotizadas localizadas en 15 países europeos desde principios de 2003 hasta el primer semestre de 2008. Asimismo, también se construyó una muestra de control integrada igualmente por empresas cotizadas europeas, donde cada una de las empresas que es objetivo de la inversión de un *hedge fund* activista se asocia con una empresa de control, controlando por país, industria, tamaño y ratio precio-valor de mercado.

A partir de estos datos, se procedió a realizar un análisis empírico de los factores que influyen significativamente en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa, así como los cambios que se observan en las empresas tras la inversión de éstos, los cuales han permitido determinar si, en Europa, los *hedge funds* activistas cumplen el papel de supervisores que tradicionalmente se les atribuye. A los efectos de este análisis, el esfuerzo investigador se ha centrado en cuatro ámbitos: la información financiera contable y financiera de las empresas, la información relativa a los mecanismos internos de gobierno corporativo, los factores institucionales a nivel de país y la información de mercado de las compañias.

La evidencia obtenida apunta a que la información financiero-contable de las empresas resulta relevante a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa. De hecho, los resultados indican que las compañías en las que invierten presentan serias dificultades en lo que respecta a su rentabilidad operativa, ya que tanto su rentabilidad económica como su rentabilidad financiera son significativamente inferiores a las presentadas por sus correspondientes empresas de control. Además, también se caracterizan por un elevado endeudamiento y por una política de dividendos restrictiva. Sin embargo, a pesar de todo ello, estas empresas parecen estar sobrevaloradas por el mercado, aunque si se considera conjuntamente la evidencia obtenida, parte de este elevado valor de mercado puede explicarse por las expectativas que puede tener el mercado sobre un potencial cambio de control en estas compañías.

Por último, estas compañías no muestran signos de sufrir problemas de agencia derivados de la existencia de flujos de caja libres, ni presentan una carga excesiva de costes de capital. Además, a diferencia de lo que cabría esperar dada la pobre rentabilidad operativa que presentan, las compañías objetivo no experimentan una mejoría de ésta durante los años siguientes a la inversión del *hedge fund* activista, sino más bien todo lo contrario. Los únicos cambios significativos que en este sentido se observan en las empresas tras la inversión de los activistas son una disminución en su volumen de activos y un aumento significativo de la rentabilidad por dividendos.

En lo que respecta a la información relativa a los mecanismos de gobierno corporativo internos la evidencia aportada es mixta. Por un lado, los resultados obtenidos indican que ni la composición de los Consejos de Administración en relación a la proporción de consejeros no ejecutivos frente a los ejecutivos, ni la estructura de liderazgo del mismo, parecen ser factores tenidos en cuenta por los *hedge funds* activistas a la hora de invertir en las empresas europeas, ya que estas características no difieren significativamente de las que presentan los Consejos de Administración de las empresas que integran la muestra de control. Además, tampoco hemos observado cambios considerables al respecto como consecuencia de la intervención de los *hedge funds* activistas. Pero, por otro lado, se ha obtenido evidencia de que los *hedge funds* prefieren invertir en empresas con una estructura de propiedad más dispersa, tal vez por la mayor facilidad a la hora de adquirir una posición significativa en ellas,

produciéndose un aumento de la concentración del accionariado de las compañías objetivo tras la inversión los activistas, lo que ayuda a mejorar el control y la supervisión a la dirección de la empresa. Asimismo, resulta interesante la elevada rotación de los miembros del Consejo de Administración de las empresas objetivo, en comparación con la de las empresas de control.

Los resultados obtenidos también permiten arrojan luz sobre la relevancia del papel que desempeñan los *hedge funds* activistas a la hora de generar cambios en las políticas corporativas y de actuar como precursores de eventos de control corporativo (adquisiciones, fusiones, buyouts, etc.). En el estudio realizado se ha podido constatar como, después de la inversión de los *hedge funds*, el 33,22% de las empresas objetivo adquieren otra compañía a través de una transacción privada o lanzando un OPA, y el 40% de las empresas objetivo reciben una OPA o inician conversaciones con un comprador potencial sobre una posible adquisición. El hecho de que un número tan significativo de empresas se conviertan en objetivos de OPAs sugiere que estos *hedge funds* activistas suelen ser vistos por los potenciales compradores como accionistas dispuestos a negociar y a apoyarles en su intento por hacerse con el control de la empresa.

Por otro lado, cabe destacar que, en la mayoría de los casos, la oferta es recomendada por los Consejos de Administración, el pago se realiza en efectivo y culmina finalmente con éxito. Asimismo, se observa que el precio que se ofrece generalmente representa una prima sustancial sobre el precio de las acciones previo al anuncio de la OPA, lo que revela la buena posición negociadora de los *hedge funds*, quienes suelen mantener sus participaciones en las empresas hasta que las primas ofrecidas por los compradores incorporan por completo el potencial de crecimiento de las compañías. De este modo, las ofertas de adquisición recibidas por las empresas en las que invierten los *hedge funds* constituyen una fuente considerable de ganancias para el conjunto de accionistas de la empresa, en general, y para los *hedge funds* activistas en particular, los cuales consiguen evitar de este modo la presión bajista ejercida sobre el precio resultado de la venta de sus acciones en los mercados de valores.

Además, la evidencia empírica obtenida permite observar que un número importante de empresas inician planes de recompra de acciones y procesos de reestructuración (desinversión de activos, despidos, planes de reducción de costes, etc.) con posterioridad a la inversión del *hedge fund*.

Este último resultado es consistente con la reducción significativa del volumen de activos que experimentan las compañías objetivo dos años después de la inversión del *hedge fund* activista. Pudiera ser que aquellas empresas en las que se llevan a cabo procesos de reestructuración mejoren sus rentabilidad operativa al final del proceso, no obstante, debe tenerse en cuenta que, en muchos casos, estos procesos no se inician de forma inmediata a la inversión del *hedge fund* y, además, suelen ser procesos largos, que pueden llegar a durar varios años, por lo que quizás sea necesario considerar un periodo más largo a efectos de analizar si las empresas en las que se producen estas reestructuraciones consiguen mejorar su rentabilidad operativa una vez haya concluido proceso.

En cuanto a los factores de gobierno corporativo a nivel macro, la evidencia obtenida muestra que éstos son realmente importantes a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa. De hecho, el 81% de las inversiones de los *hedge funds* activistas tienen lugar en empresas pertenecientes a países con elevados índices de protección al inversor, siendo especialmente importante para los *hedge funds* la protección al pequeño accionista. Además, el 71% de las inversiones de estos *hedge funds* se producen en compañías ubicadas en países con un mayor desarrollo del sistema financiero, y el 73% en empresas localizadas en países con unos fuertes mecanismos de control corporativo. En relación a esta última característica, los *hedge funds* muestran una clara predilección por los países en los que está implantada una estructura dual del Consejo de Administración o en aquellos donde el Consejo es unitario, pero está compuesto por una mayoría de consejeros no ejecutivos. Además, estos fondos activistas también también prefieren invertir en países europeos caracterizados por una estructura de propiedad dispersa.

Este último resultado confirma la evidencia obtenida en relación a la preferencia de los *hedge funds* por invertir en empresas con una estructura accionarial dispersa. Asimismo, los *hedge funds* no muestran una preferencia contundente por aquellos países con un mercado de control corporativo activo, quizás porque ellos mismos desempeñan la labor de promover adquisiciones y fusiones, por lo que no necesitan en gran medida la existencia de un mercado activo de control de las empresas.

Por último, en relación a la información de mercado, los resultados obtenidos demuestran que la rentabilidad de mercado de las empresas no

es un factor determinante a la hora de explicar las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas en Europa, resultado que contribuye a descartar la hipótesis de que los *hedge funds* únicamente estuviesen comportándose como *traders* aprovechando oportunidades de inversión. Es más, el conjunto de resultados obtenidos sobre los factores que influyen significativamente en las inversiones de los *hedge funds* activistas en las compañías europeas y los cambios que tienen lugar en estas empresas con posterioridad a la inversión de éstos permite llegar a la conclusión de que estos fondos realmente llevan a cabo una función de supervisión en dichas compañías.

Según la evidencia aportada, a la hora de realizar sus inversiones en Europa, los *hedge funds* activistas consideran tanto la información financiera de las empresas como la información relativa a los mecanismos de gobierno internos de las compañías. Así, estos fondos eligen a empresas con dificultades operativas (escasa rentabilidad, elevado endeudamiento, etc.) y con debilidades en su sistema de gobierno (accionariado disperso), es decir, prefieren empresas en las que, a tenor de su situación, puede presuponerse que los accionistas demandan un mayor control a la dirección.

Asimismo, se ha obtenido evidencia de que, durante el periodo de inversión de los *hedge funds*, las empresas experimentan cambios significativos, entre los que destacan la elevada rotación de sus Consejos de Administración, una mayor concentración de su estructura de propiedad, el inicio de procesos de reestructuración y planes de recompra de acciones, y numerosos cambios de control consecuencia de fusiones, adquisiciones y *buyouts*. Muchos de estos cambios conllevan una clara creación de valor, no sólo para el *hedge fund*, sino también para el resto de accionistas de las compañías, especialmente en el caso de los cambios de control en los que el precio que reciben los accionistas, frecuentemente en efectivo, representa una importante prima con respecto al precio anterior de las acciones.

Además, corroborando la hipótesis de que los *hedge funds* activistas realmente desempeñan un papel activo en las empresas europeas en las que invierten, es destacable la importancia que tienen los factores legales e institucionales en sus decisiones de inversión. Así, los *hedge funds* activistas invierten en empresas domiciliadas en países que tienen un marco legal e institucional más favorable para llevar a cabo su función de supervisión y control a la dirección, es decir, estos fondos muestran una

clara preferencia por países con una mayor protección al inversor, con un mayor desarrollo de los mercados financieros y con unos mecanismos de control corporativo más robustos. Finalmente, dado que la rentabilidad de mercado no influye significativamente en las decisiones de inversión de estos fondos, se descarta totalmente la hipótesis de que éstos estuviesen actuando únicamente como simples participantes del mercado que aprovechan las distintas oportunidades de inversión que van surgiendo.

En consecuencia, a tenor de la evidencia aportada, el esfuerzo investigador ha contribuido a dar respuesta a la pregunta de investigación formulada inicialmente. No obstante, dado que al adquirir una participación significativa en las empresas los *hedge funds* activistas tienen suficientes incentivos para recopilar información y usar su poder de voto para consumir recursos de la empresa o para disfrutar de beneficios corporativos sin compartirlos con los accionistas minoritarios, en el transcurso del estudio desarrollado, también se ha considerado preciso, en base al propósito general de esta investigación, analizar si, al adquirir participaciones significativas en sus empresas objetivo, en determinadas ocasiones, los *hedge funds* activistas utilizan el poder de influencia que éstas les confieren sobre las decisiones más importantes de las compañías, así como su ventaja informativa frente al resto de inversores, a fin de extraer beneficios privados de su inversión en dichas empresas, en detrimento de los intereses del resto de accionistas.

Para ello se han estudiado dos casos incluidos en la muestra de inversiones activistas en los que los *hedge funds* están posicionados en las dos partes involucradas en un evento de control corporativo y, por consiguiente, existe la posibilidad de que los objetivos de los *hedge funds* en una de las empresas estén en conflicto con los intereses del resto de accionistas de dicha compañía

El primer caso analizado hace referencia a las inversiones de los *hedge funds* activistas TCI y Atticus en Deutsche Borse, en LSE, y como se conocería más tarde, también en Euronext. Del estudio de este caso se desprende que la fuerte oposición mostrada por los *hedge funds* activistas TCI y Atticus a la oferta de adquisición de Deutsche Borse por LSE, que llevó a Deutsche Borse finalmente a retirar dicha oferta, estaba motivada principalmente por las posiciones cortas que estos dos *hedge funds* tenían en LSE, así como por sus participaciones significativas en Euronext, la otra empresa rival en la pugna por LSE, más que por los intereses a largo plazo

en Deutsche Borse. Mediante el bloqueo de la transacción, los *hedge funds* consiguieron beneficios en las tres empresas en las que estaban posicionados, a expensas, sobre todo, de los accionistas de LSE y del valor que podría haberse creado para los accionistas de Deutsche Borse derivado de las sinergias de la integración de ambas compañías.

Por el contrario, en el segundo caso analizado en la presente Memoria en el que la empresa Elephant Seven, cuyo principal accionista era el *hedge fund* activista ACM, abandona sus planes de adquirir la compañía Springer & Jacoby y, finalmente, es adquirida por Pixelpark, empresa en la que ACM también tiene una participación significativa, no se observan signos de expropiación por parte de ACM a los accionistas minoritarios de ninguna de las empresas en las que estaba posicionado, ya que las acciones y decisiones que apoya el *hedge fund* van encaminadas a la creación de valor para los accionistas de ambas compañías.

Como puede observarse, la principal diferencia entre ambos casos analizados, reside en el hecho de que, en el primero de ellos, los *hedge funds*, además de mantener posiciones en las dos empresas que estaban involucradas en la oferta de adquisición, en una de esas compañías, LSE, su interés económico era contrario al del resto de accionistas. Asimismo, Atticus y TCI también tenían una participación significativa en una tercera empresa, Euronext, cuyo valor dependía del resultado final de la transacción.

De esta forma, puede concluirse que el hecho por sí sólo de que los *hedge funds* activistas tengan posiciones conflictivas en un evento de control corporativo no implica que estos *hedge funds* obtengan beneficios privados de dicha transacción a expensas del resto de accionistas de una de las partes. Para que se produzca expropiación por parte de los *hedge funds* activistas, según ha podido observarse en los casos analizados, es necesario que, además, estos activistas tengan participaciones sustanciales en otras empresas cuyo valor depende del resultado de la transacción corporativa y/o tengan cubierta su exposición económica en una de las partes (voto vacío), llegando incluso a tener posiciones cortas y, por consiguiente, un interés contrario al del resto de los accionistas de dicha compañía. Además, este tipo de situaciones no es muy frecuente en Europa, como lo demuestra el hecho de que, en el total de la muestra en la que se basa este estudio, tan sólo se han encontrado dos casos en los que los *hedge funds* activistas tenían inversiones en las dos partes del evento de control y, de estos dos

casos, tan sólo en uno existen atisbos de una posible expropiación al resto de accionistas.

Por último, puede resultar de gran interés y utilidad la propuesta de reglamento sobre las ventas en corto y algunos aspectos de las permutas de riesgo de crédito presentada por la Comisión Europea en septiembre de 2010 (Comisión Europea, 2010b)· Según esta propuesta, los inversores tendrán que comunicar las posiciones cortas netas en acciones que sean significativas a las autoridades reguladoras y al mercado a partir de un determinado umbral (a partir del 0,2% del capital social emitido tendrán que informar a las autoridades reguladoras y a partir del 0,5% al mercado). De llevarse finalmente a cabo, esta propuesta se traduciría en una mayor información por parte de los participantes del mercado, incluidos los *hedge funds* y, más concretamente y para el caso de interés en este estudio, en una reducción de las asimetrías de información entre los *hedge funds* activistas y el resto de accionistas de aquellas empresas que están involucradas en transacciones corporativas en las que los *hedge funds* tienen posiciones conflictivas y toman parte activa para influir el en resultado final de la transacción.

8.2. PRINCIPALES APORTACIONES DEL TRABAJO DE INVESTIGACIÓN

A tenor de la discusión y resumen de los principales resultados obtenidos en esta Memoria de Tesis Doctoral, a continuación se detallan aquellas aportaciones que pudieran ser consideradas como contribuciones significativas del presente estudio a la literatura existente sobre el activismo de los *hedge funds*.

En primer lugar, este trabajo ha contribuido a aportar más evidencia sobre el activismo accionarial, y más específicamente sobre el nuevo activismo de los *hedge funds*, un fenómeno relativamente reciente, del que, a pesar de su interés, aún no existe evidencia concluyente sobre un importante número de aspectos (véase Tabla I en el Capítulo 2). En este sentido, esta investigación se ha centrado en arrojar luz sobre la efectividad del activismo de los *hedge funds* analizando si, en las empresas europeas en las que invierten, estos fondos cumplen o no con la función de supervisión y control que generalmente se les atribuye. Para ello, se proporciona evidencia tanto sobre los factores que influyen en las

decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas, como sobre los cambios que experimentan las empresas tras la inversión de éstos. Además, se aporta una serie de aclaraciones sobre la posible expropiación al resto de accionistas de la que generalmente son acusados estos fondos. Todas estas cuestiones son abordadas tomando como referencia la problemática de agencia existente en las empresas, la cual se deriva de los conflictos de intereses entre accionistas y directivos y de las asimetrías de información existentes entre ambos. Asimismo, este estudio también proporciona evidencia sobre las industrias preferidas por los *hedge funds* activistas, el nivel de compromiso que éstos adquieren con las compañías en las que invierten o la evolución de este activismo en los últimos años.

En segundo lugar, esta investigación se centra en el análisis del activismo de los *hedge funds* en Europa. Hasta el momento, la mayoría de estudios investigan este nuevo fenómeno a partir de los eventos activistas que han tenido lugar en EE.UU (Bratton, 2007; Kahan y Rock, 2007; Brav et al., 2008a, 2008b; Clifford, 2008; Klein y Zur, 2009; Greenwood y Schor, 2009). Sin embargo, las diferencias institucionales (marco legal, político, cultural, etc.) existentes entre EE. UU. y Europa hacen que gran parte de la evidencia obtenida en relación al activismo de los *hedge funds* en EE.UU. no pueda ser generalizada para el caso europeo. Una de las principales razones que explican la escasez de estudios que profundizan en el conocimiento del activismo de los *hedge funds* en Europa es la dificultad para obtener información al respecto. De hecho, la mayoría de los trabajos se han centrado en un único país (véase, por ejemplo, Erede, 2009; Achleitner et al., 2008; Mietzner y Schweizer, 2008; Bessler et al., 2008; Mietzner et al., 2009; Drerup, 2010; Weber y Zimmermann, 2010), o han analizado con mayor detalle determinados casos de activismo (véase Bellini, 2009; Bessière et al., 2010). De ahí que, una de las principales aportaciones de este trabajo ha consistido en proporcionar evidencia sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa a partir de una muestra de inversiones de *hedge funds* activistas en empresas de 15 países europeos[118].

[118] Stokman (2007), Tse (2007) y Becht et al. (2010) han analizado también el activismo de los *hedge funds* incluyendo en sus muestras eventos que han tenido lugar en varios países europeos, aunque debe señalarse que las muestras de los dos primeros son bastante reducidas, especialmente la de Tse (2007), la cual tan sólo incluye treinta casos de activismo.

Adicionalmente, a pesar de los intentos de armonización que se están llevando a cabo en Europa, lo cierto es que aún persisten diferencias significativas en cuanto a sus sistemas legales y regulatorios, al nivel de protección al inversor, a la estructura de propiedad de las empresas, al nivel de desarrollo de sus mercados financieros, etc. Estos factores, a los que en este estudio se han denominado instituciones externas de gobierno o factores de gobierno corporativo a nivel de país, desempeñan un papel fundamental en las relaciones entre los accionistas y la dirección de la empresa, teniendo un impacto significativo en la capacidad de actuación de los *hedge funds* en las empresas en las que invierten. Dado que las inversiones de los *hedge funds* activistas se distribuyen de forma heterogénea por los distintos países europeos incluidos en la muestra, cabe considerar de gran interés el análisis realizado sobre cómo estos factores institucionales afectan a las decisiones de inversión de los *hedge funds* en Europa.

Hasta el momento, este es el primer trabajo que aporta evidencia al respecto, ya que el trabajo de Becht et al. (2010) únicamente apunta su intención de crear un índice que mida la facilidad para llevar a cabo campañas activistas en cada país, a fin de analizar el impacto jurisdiccional en los rendimientos anormales generados en torno al anuncio de las inversiones de los activistas, sin embargo, no presentan ningún resultado al respecto.

Finalmente, y en tercer lugar, este trabajo se ha centrado en el análisis de las inversiones de los *hedge funds* activistas en empresas europeas en las que adquieren más del 1% de su capital social, por lo que no se enfoca únicamente en el estudio de eventos de activismo públicos, como es el caso de la mayoría de trabajos que investigan el activismo de los *hedge funds*, cuyas muestras han sido construidas a partir de la información incluida en los formularios que están obligados a presentar los inversores cuando superan determinados límites de propiedad en las empresas.

Este es un punto importante, ya que, para que una intervención activista de los *hedge funds* sea pública, éstos tienen que adquirir una participación en las empresas superior al umbral que hace obligatoria la revelación de información, el cual puede variar según los distintos países, o bien tienen que iniciar una campaña mediática, haciendo públicas sus demandas en los medios de comunicación. En este último caso, las

intervenciones se caracterizan por una elevada hostilidad. Sin embargo, como se ha podido observar en el Capítulo 6, en numerosas ocasiones, los *hedge funds* actúan conjuntamente con otros *hedge funds* con los que mantienen acuerdos informales, con el fin de evitar superar de forma individual los límites que obligan a hacer pública su participación en las compañías y, así, mantener conjuntamente una posición significativa, sin que ésta llegue a ser pública.

Asimismo, si la empresa es receptiva a las propuestas del *hedge fund* y procede a implementar las recomendaciones de éste en un tiempo adecuado, la intervención puede permanecer en el ámbito de lo privado si el *hedge fund* no supera el límite de participación en el capital social de la empresa que le obliga a revelar su posición en ésta. Uno de los principales gestores de *hedge funds* activistas realizó el siguiente comentario al respecto: "Nosotros siempre somos activos pero no siempre somos activistas. Buscamos empresas infravaloradas y desempeñamos un papel tan activo como sea necesario. Queremos ser activistas cordiales y trabajar con la empresas y su Consejo de Administración para crear valor" (Avery, 2007).

Por todo ello, otra de las posibles contribuciones del presente estudio ha consistido en considerar las inversiones de los *hedge funds* activistas superiores al 1% del capital de las empresas europeas. De este modo, no sólo se han considerado las inversiones públicas de los *hedge funds* activistas, sino también aquellas inversiones en las que únicamente se han llevado a cabo negociaciones y reuniones privadas con la dirección de las compañías sin que éstas hayan trascendido públicamente.

Hasta el momento, tan sólo los trabajos de Becht et al. (2009) y Becht et al. (2010) han considerado en detalle las intervenciones privadas de los *hedge funds* activistas. Concretamente, en el estudio de Becht et al. (2009) se analizan tanto las intervenciones públicas como privadas del fondo activista HUKFF, y en el trabajo de Becht et al. (2010) se incluyen en la muestra estudiada 97 intervenciones privadas que realizan 3 *hedge funds* activistas en empresas europeas. Ambos trabajos coinciden a la hora de señalar la frecuencia con que tienen lugar este tipo de negociaciones privadas, lo que pone de manifiesto la importancia de incluirlas en los estudios sobre el activismo de los *hedge funds*.

8.3. LIMITACIONES

Como se ha explicado en el Capítulo 5, uno de los primeros obstáculos encontrados a la hora de abordar el análisis del activismo de los *hedge funds* en Europa ha sido la inexistencia de una base de datos que reúna todos los eventos de activismo en los que han participado estos fondos. En EE.UU., cuando un inversor adquiere más del 5% del capital social de una compañía con intenciones activitas, éste está obligado a presentar el denominado "formulario 13D" revelando información de gran relevancia a la hora de investigar el activismo de los *hedge funds*, la cual puede obtenerse de la base de datos EDGAR perteneciente a la SEC.

Sin embargo, en Europa, las inversiones activistas de los *hedge funds* son menos transparentes, ya que los inversores están sujetos a obligaciones de información más laxas, lo que dificulta la obtención de datos al respecto y, por tanto, los análisis empíricos. Asimismo, las diferencias en el ámbito regulatorio entre países en lo que se refiere a distintos aspectos, tales como los umbrales que determinan la revelación de la participación accionarial de los inversores en las empresas o el tipo de información que éstos se ven obligados a hacer pública, complican la realización de estudios que incluyan varios países europeos.

En este sentido, el procedimiento que se ha llevado a cabo para construir la muestra de inversiones de *hedge funds* activistas en empresas europeas (véase Capítulo 5) presenta importantes ventajas y oportunidades, como se ha comentado en la Sección anterior. No obstante, al mismo tiempo, también ha planteado ciertas limitaciones a la hora de abordar la investigación. En primer lugar, uno de los principales puntos débiles es que la información proporcionada por el Módulo de Propiedad de la base de datos Thomson One permite conocer el trimestre en el que se han producido las inversiones de los *hedge funds* activistas en las compañías, pero no indica el día exacto en el que éstas han tenido lugar o se han hecho públicas. Lo mismo sucede con la fecha de salida o desinversión de los *hedge funds*. La principal consecuencia derivada de esta limitación es que, al no poder determinar las fechas exactas de entrada y salida, no es posible calcular los rendimientos anormales anuales generados durante el periodo de inversión del *hedge fund*.

Asimismo, en los casos en los que las inversiones de los *hedge funds* llegan a hacerse públicas tampoco se conoce la fecha en la que se produce

el anuncio, lo cual imposibilita el análisis de los rendimientos anormales que se generan alrededor de la fecha del anuncio de dichas inversiones, es decir, no se puede conocer la reacción del mercado ante el anuncio de la adquisición de participaciones significativas por parte de los *hedge funds* activistas.

Además, tampoco se ha contado con la información sobre los propósitos que tienen los activistas cuando realizan su inversión en las empresas europeas. Esta información que, en EE.UU., los *hedge funds* revelan en los formularios 13D y que, por tanto, un gran número de trabajos incluyen en sus análisis, resulta de gran utilidad a la hora de estudiar los cambios que se producen en las empresas tras la inversión de los *hedge funds*, puesto que permite conocer si estos activistas efectivamente han conseguido o no sus objetivos en las compañías.

Finalmente, otra de las principales limitaciones de este trabajo de investigación radica en el periodo de tiempo considerado a la hora de analizar los cambios que tienen lugar en las compañías con posterioridad a la inversión de los *hedge funds* activistas. Si se observa la evolución temporal de las inversiones de los *hedge funds* activistas en las empresas europeas, es posible darse cuenta de que la mayor parte de ellas se concentran en 2006 y 2007. Cuando se analizan los cambios y variaciones que se producen en características como la rentabilidad operativa de las empresas, se considera un periodo de 1 o 2 años con posterioridad a las inversiones, ya que los últimos datos disponibles referidos a estas variables corresponden a diciembre de 2008. Sin embargo, este periodo puede resultar insuficiente a la hora de analizar los efectos asociados al activismo, ya que, por ejemplo, en aquellos casos en los que las empresas inicien planes de reestructuración, o en las que los *hedge funds* se hayan comprometido a formar parte del Consejo de Administración, es posible que no se aprecien cambios en la rentabilidad de forma tan inmediata, siendo necesario considerar un periodo de tiempo más largo a tales efectos.

8.4. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

El esfuerzo investigador desempeñado no sólo ha permitido obtener resultados de interés, sino que también ha abierto nuevos caminos cuya exploración parece ser prometedora. A continuación se incluye una

descripción de algunos de estos posibles caminos, cuyo exámen queda propuesto para desarrollos futuros.

En primer lugar, el presente estudio se ha basado en el análisis de una muestra compuesta por 332 inversiones de *hedge funds* activistas en empresas europeas durante el periodo comprendido entre 2003 y el primer semestre de 2008. Sin embargo, en los últimos años el panorama económico ha cambiado de forma significativa viéndose afectado por una crisis financiera que ha tenido una incidencia considerable en Europa. En este contexto, la estrategia de activismo desarrollada por los *hedge funds* ha sido una de las que mejor comportamiento ha presentado, tanto en rentabilidad como en entrada de fondos. Por ello, puede resultar de interés analizar el impacto de esta crisis en la estrategia de activismo de los *hedge funds* en Europa a fin de comprobar si, durante este periodo (2008-2011), los *hedge funds* han modificado sus preferencias en lo que respecta al tipo de empresas en las que invierten o los cambios que promueven en éstas, si éstos han variado su periodo de inversión o su nivel de compromiso con las compañías.

Además, los resultados obtenidos en este estudio ponen de manifiesto que uno de los ámbitos en los que los *hedge funds* activistas tienen mayor capacidad de influencia es en la generación de eventos corporativos (fusiones, adquisiciones, procesos de reestructuración, planes de recompra de acciones, cambios en los Consejos de Administración, etc.). De acuerdo con lo anterior, cabe cuestionarse la necesidad de profundizar en esta línea de investigación. Precisamente, en este sentido, una de las posibilidades que cabe plantearse es el análisis de los rendimientos anormales que se producen en torno al anuncio de dichos eventos, ya que de esta forma se podría aportar evidencia sobre la valoración que el mercado hace sobre éstos, comprobando si el mercado considera que estos eventos son positivos o no para la compañía.

En lo que respecta al ámbito metodológico, se considera que la metodología de datos de panel pudiera presentar importantes ventajas frente a otras metodologías. Teniendo esto en cuenta, en el trabajo desarrollado se ha intentado contrastar algunas de las hipótesis recurriendo a dicha metodología, sin embrago, se ha observado que el diseño empírico realizado inicialmente no permitía la aplicación de ésta. Por ello, y a tenor de las ventajas que ofrecen los datos de panel, se plantea seguir profundizando en la formulación de preguntas de investigación

relacionadas con el activismo de los *hedge funds* que puedan resolverse mediante la aplicación de esta herramienta metodológica.

Asimismo, a través de búsquedas en la base de noticias Nexis, se ha podido comprobar que de las 332 inversiones activistas que conforman la muestra, 50 de ellas han sido públicas habiendo alguna noticia que relaciona directamente al *hedge fund* con la empresa europea en cuestión. Este tipo de inversiones activistas en las que los medios de comunicación se hacen eco de las quejas y demandas de los *hedge funds* en las empresas, se enmarcan dentro del activismo más hostil y agresivo de estos fondos. Por tanto, pudiera ser de interés analizar de forma particular este subgrupo de inversiones con el propósito de conocer un poco más sobre la forma de proceder de los hegde funds activistas en sus intervenciones más hostiles en Europa.

Finalmente, las propuestas de regulación que se están debatiendo en Europa sobre las ventas en corto plantean nuevas oportunidades de investigación en relación al activismo de los *hedge funds*. Si finalmente llegan a implantarse estas regulaciones, todos los inversores con posiciones cortas en empresas europeas deberán hacerlas públicas. En este sentido, resultaría de gran interés investigar si algún *hedge fund* activista mantiene posiciones cortas en alguna empresa europea y, en el caso de que esto sea así, analizar los objetivos que éstos persiguen con dichas posiciones. De esta forma se contribuiría a arrojar luz sobre uno de los lados más oscuros de los *hedge funds* activistas.

BIBLIOGRAFÍA

ACHLEITNER, A.K.; BETZER, A. y GIDER, J. (2008): "Investment Rationales of Hedge Funds and Private Equity Funds in the German Stock Market", *working paper*. Disponible en SSRN: http://ssrn.com/abstract=1292896

ACKERMANN, C.; MCENALLY, R. y RAVENSCRAFT, D. (1999): "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives", *The Journal of Finance*, Vol. 54 (3): 833-874.

ADMATI, A.R. y PFLEIDERER, P. (2009): "The Wall Street Walk and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice", *Review of Financial Studies*, Vol. 22 (7): 2445-2485

ADMATI, A.R.; PFLEIDERER, P. y ZECHNER, J. (1994): "Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium", *The Journal of Political Economy,* Vol. 102 (6): 1097-1130.

AFX (2004): "Deutsche Boerse down on Fears of Improved LSE offer, Bidding War", 13 de diciembre.

-----. (2005): "Stockwatch IWKA Jumps on CEO Resignation Amid Dispute with US Shareholder", *AFX International Focus*, 3 de junio.

-----. (2006): "Adecco Faces Possible Legal Battle over Planned DIS delisting", *AFX International Focus*, 4 de junio.

-----. (2007): "Hugin Ad Hoc: DIS AG", DPA - AFX, 4 de septiembre.

AIMA (2007): *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers*. Disponible en: http://www.aima.org/en/knowledge _centre/sound-practices/guides-to-sound-practices.cfm

AKERLOF, G.A. (1970): "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics,* Vol.84 (3): 488-500.

-----. (2002): "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior (Conferencia del Premio Nobel, 8 de diciembre de 2001)", *Revista Asturiana de Economía*, Nº. 25: 7-48.

ALLEN, F. y FAULHABER, G. (1989): "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 (2): 303-323.

ALLEN, F. y MICHAELY, R. (1995): "Dividend policy". En JARROW, R.A.; MAKSIMOVIC, V. y Ziemba, W.T. (eds.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol. 9, Elsevier, Amsterdam.

ALMEIDA, H.V. y WOLFENZON, D. (2006): **"**A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *The Journal of Finance,* Vol. 61 (6), 2637-2679.

AMIHUD, Y.; HAUSER, S. y KIRSH, A. (2003): "Allocations, Adverse Selection, and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 (1) 137-158.

AMIHUD, Y. y LEV, B. (1981)*: "*Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics,* Vol. 12: 605-617.

AMIHUD, Y. y LI, K. (2006): "The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41 (3): 637-660.

ANSON, M.; WHITE, T. y HO, H. (2004): "Good Corporate Governance Works: More Evidence from CaIPERS", *Journal of Asset Management,* Vol. 5 (3):149-156.

ARELLANO, M. y HONORE, B. (2001): "Panel data models: Some recent evidence", *Handbook of Econometrics*, Vol. 5: 3229-3296.

ARMOUR, J. y CHEFFINS, B.R. (2009): "The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds", *ECGI - Law Working Paper No. 136/2009*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1489336

ARNOLD, M. (2005): "Euronext Chief Pledges Returns on LSE Bid Exchanges", *Financial Times (London, England)*, 2 de junio.

ARROW, K.J. (1963): "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care", *American Economic Review,* Vol. 53 (5): 941-973.

ASHRAF, R. y JAYARAMAN, N. (2007): "Determinants and Consequences of Proxy Voting by Mutual Funds on Shareholder Proposals", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962126

ASLAN, H. y MARAACHLIAN, H. (2009): "The New Kids on the Block: Wealth Effects of Hedge Fund Activism on Bondholders", *working paper*.

ATANASOV, V.; BLACK, B.; CICCOTELLO, C. y GYOSHEV, S. (2008): "Unbundling and Measuring Tunneling", *ECGI - Finance Working Paper and University of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 117*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030529

-----. (2010): "How does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria", *Journal of Financial Economics*, Vol. 96 (1): 155-173.

BAE, K.H.; KANG, J.K. y KIM, J.M. (2002): "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *The Journal of Finance*, Vol. 57 (6): 2695-2740.

BAEK, J.S.; KANG, J.K. y LEE, I. (2006): "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols", *The Journal of Finance,* Vol. 61 (5): 2415-2449.

BAEK, J.S.; KANG, J.K. y PARK, K.S. (2004): "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics,* Vol. 71 (2): 265–313.

BARCLAY, M.J. y HOLDERNESS, C.G. (1991): "Negotiated Block Trades and Corporate Control", *The Journal of Finance,* Vol. 46 (3): 861-87.

BARNEA, A.; HAUGEN, R. y SENBET, L. (1985): *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

BARRACHDI, F. (2008): "Hedge Fund Activism and Corporate Governance: the State of the Art", *working paper.* Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1221882

BATHALA, C.T.; BOWLIN, O.D. y RAO, R.P. (1995): "Debt Structure, Insider Ownership, and Dividend Policy: A test of the Substitutability Hypothesis in an Agency Framework", *Research in Finance*, Vol. 13: 237-260.

BEBCHUK, L. (1999): "A rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", *NBER working paper* 7203. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168990

BEBCZUK, R.N. (2000): *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Madrid.

BECHT, M; FRANKS, J. y GRANT, J. (2010): "Hedge Fund Activism in Europe**"**, *ECGI - Finance Working Paper No. 283/2010*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1616340

BECHT, M; FRANKS, J.; MAYER, C. y ROSSI, S. (2009): "Returns to Shareholder Activism. Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund**"**, *The Review of Financial Studies,* Vol.22 (8):3093-3129.

BELLINI, E. (2009): "Hedge Fund Activism in Italy", *Journal of Corporate Law Studies,* Vol. 9 (1): 201-234.

BENNEDSEN, M. y WOLFENZON, D. (2000): "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58 (1-2):113-139.

BENVENISTE, L.M. y SPINDT, P.A. (1989): "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, Vol.24 (2), 343-361.

BERKMAN, H.; COLE, R.A. y FU, L.J., (2009): "Expropriation through Loan Guarantees to Related Parties: Evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 (1): 141-156.

BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt Brace and World, Nueva York.

BERNARDO, A.E.; CAI, H. y LOU, J. (2001): "Capital Budgeting and Compensation with Asymmetric Information and Moral Hazard", *Journal of Financial Economics*, Vol.61 (3): 311-344

BERNDT, M. (2002): *Global Differences in Corporate Governance Systems. Theory and Implications for Reforms*, Deutscher Universit¨ats Verlag, Wiesbaden.

BERTRAND, M.; METHA, P. y MULLAINATHAN, S. (2002): "Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 117 (1): 121-148.

BESANKO, D. y THAKOR, A.V. (1985): "Competition, Collateral and Rationing: Models of Sorting Equilibria in the Credit Market", *BRC Working Paper No. 96*, Northwestern University.

BESSIERE, V.; LAFONT, A.L. y KAESTNER, M. (2010): "Hedge Fund Activism: A Clinical Study of the French Company Atos Origin", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1635283

BESSLER, W; DROBETZ, W. y HOLLER, J. (2008): "Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence from Hedge Fund Activism in Germany", *working paper.* Disponible en: http://www.fmpm.org/docs/ 12th/papers_2009_web/B1c.pdf

BETHEL, J.E.; LIEBESKIND, J.P. y OPLER, T. (1998): "Block Share Purchases and Corporate Performance", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (2): 605-634.

BHASKAR, V. (1997): "The political Coase Theorem: Identifying Differences between Neoclassical Critical Institutionalism", *Journal of Economic Issues*, Vol. 31 (3):761-779.

BHATTACHARYA, S. (1979): "Imperfect Information, Dividend Policy, and the 'Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 10 (1): 259-270.

BIZJAK, J.M. y MARQUETTE, C.J. (1998): "Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 33 (4): 499-521.

BLACK, B.S. (1990): "Shareholder Passivity Re-examined", *Michigan Law Review,* Vol. 89: 520-608.

-----. (1992): "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", *UCLA Law Review,* Vol. 39: 811-893.

-----. (1998): "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States". En NEWMAN, P. (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 3, Palgrave Macmillan, New York, pp. 459-465.

BLACK, B.S. y COFFEE, J.C. (1994): "Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour under Limited Regulation", *Michigan Law Review,* Vol. 92: 1997-2087.

BLOOMBERG (2009): "Bank of America Strips CEO Lewis of Chairman's Job", *Bloomberg* , 29 de abril.

BOROKHOVICH, K.A.; PARRINO, R. y TRAPANI, T. (1996): "Outside Directors and CEO Selection", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (3): 337-355.

BOYSON, N.M. y MOORADIAN, R.M. (2008): "Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994-2005", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=992739

-----. (2009): "Intense Hedge Fund Activists", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1492641

BRAENDLE, U.C. (2006): "Shareholder Protection in the USA and Germany-Law and Finance Revisited", *German Law Journal*, Vol. 7: 257-278.

BRATTON, W.W. (2007): "Hedge Funds and Governance Targets", *Georgetown Law Journal*, Vol. 95 (5): 1375-1433.

BRAU, J.; LAMBSON, V. y MCQUEEN, G. (2005): "Lockups Revisited", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40 (3): 519-530.

BRAV, A. y GOMPERS, P.A. (2003): "The Role of Lockups in Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, Vol. 16 (1): 1-29.

BRAV, A.; JIANG, W. y KIM, H. (2010): "Hedge Fund Activism: a Review", *Working Paper prepared for Foundations and Trends in Finance.* Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =1551953

BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F. y THOMAS, R. (2008a): "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *The Journal of Finance*, Vol. 63 (4):1729-1775.

-----. (2008b): "The returns to Hedge Fund Activism", W*orking Paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =1111778

BRAV, A. y MATHEWS, R.D. (2011): "Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99 (2): 289-307.

BRICKLEY, J.A. (1983): "Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend", *Journal of Financial Economics*, Vol. 12 (2): 187-209.

BRICKLEY, J.A.; COLES, J.L y JARRELL, G. (1997): "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 (3): 189-220.

BRIGGS, T. W. (2007): "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis", *Journal of Corporation Law,* Vol. 32 (4): 681-73.

BROWN, S.J.; GOETZMANN, W.N. y PARK, J. (2001): "Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry", *The Journal of Finance*, Vol. 56 (5):1869-1886.

BUDSARATRAGOON, P.; LHAOPADCHAN, S. y HILLIER, D. (2010): "Institutional Shareholder Activism and Limited Investor Attention", *Review of Behavioral Finance,* Vol. 2 (2):106-125.

BURKART, M., GROMB, D. y PANUNZI, F. (1997): "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics,* Vol. 112 (3): 693-728.

BUSINESS WIRE (2005): "Wyser-Pratte Submits Counter-Motions and Retains MacKenzie Partners, Inc. to Solicit Proxies for Upcoming IWKA AG -IWK GR- Shareholder Meeting", *Business Wire,* 16 de mayo.

BUSINESS WORLD DIGEST (2008):"Horizon Agrees E101m Takeover Offer", *Business World Digest*, 18 de abril.

BUYSSCHAERT, A.; DELOOF, M. y JEGERS, M. (2004): "Equity Sales in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders? A Clinical Study", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 (1): 81-103.

CAMBÓN MURCIA, M.I. (2004): "Instituciones de Inversión Alternativa", Monografía nº 6, Julio, Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en: http://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/monografias .aspx

CAO, M. y SHI, S. (2006): "Signaling in the Internet Craze of Initial Public Offerings", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 12 (4): 818- 833.

CARLETON, W.T.; NELSON, J.M. y WEISBACH, M.S. (1998): "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (4): 1335-1362.

CHAMBERLAIN, G. (1980): "Analysis of Covariance with Qualitative Data", *Review of Economic Studies*, Vol. 47: 225-238.

-----. (1984): "Panel data". En GRILICHES, Z. e INTRILIGATOR, M.D. (Eds.): *Handbook of Econometrics*, Vol. 2, North -Holland, Amsterdam.

CHAN, Y.S. y THAKOR, A.V. (1987): "Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard and Private Information", *The Journal of Finance*, Vol. 42 (2): 345-362.

CHENG, C.S.A.; HUAN, H.H.; LI, Y. y STANFIELD, J. (2010): "The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance", *working paper*. Disponible en: http://business.gwu.edu/accountancy/files/effect-of-hedge-fund-activism.pdf

CHEUNG, Y.; JING, L.; LU, T.; RAU, P. R. y STOURAITIS, A. (2009): "Tunneling and Propping up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 17 (3): 372-393.

CHEUNG, Y.; RAU, P.R. y STOURAITIS, A. (2006): "Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics,* Vol. 82 (2): 343-386.

CHRISTOFFERSEN, S.; GECZY, C.; MUSTO, D. y REED, A. (2007): "Vote Trading and Information Aggregation," *The Journal of Finance,* Vol. 62 (6): 2897-2929.

CITIGROUP (2005): *Hedge Funds at the Gate*, September. Disponible en: http://www.complianceweek.com/s/documents/hedge-funds-at-the-gate.pdf

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. y LANG, L.H.P. (2002): "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *The Journal of Finance*, Vol. 57 (6): 2741-2771.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L.H.P. (2000): "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58 (1-2): 81-112.

CLIFFORD, C. (2008): "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14 (4): 323-336.

COASE, R.H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica*, Vol. 4 (16): 386-405.

-----. (1992): "The Institutional Structure of Production", *The American Economic Review*, Vol. 82 (4): 713-719.

-----. (1998): "The New Institutional Economics", *The American Economic Review*, Vol. 88 (2):72-74.

COEN, J. (2008): "Negative Voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it", *Harvard Journal on Legislation,* Vol. 45 (1): 44-257.

COFFEE, J.C. (1991): "Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review,* Vol. 91 (6): 1277-1368.

COHEN, N. (2005a): "Deutsche Borse 'Empire Building': Hedge funds Call for Proposed LSE Acquisition to 'be Put to Vote': German Exchange's Buyback of Shares would Deliver Better Return", *Financial Times (London, England*), 17 de enero, p. 19.

-----. (2005b): "Shareholder Bloc Steps up Pressure on Deutsche Borse to Abandon LSE Bid", *Financial Times (London, England)*, 22 de enero, p.1.

-----. (2005c): "Banks Tell Deutsche Borse of Doubts LSE", *Financial Times (London, England)*, 3 de febrero, p. 20.

-----. (2006): "Atticus Relaxes on Bourse Bids", *Financial Times (London, England)*, 25 de mayo, p. 25.

COHEN, N. y JENKINS, P (2005): "Hedge Funds Believed a Change of Management Strategy Could Unlock Big Returns. The Bid Plan for the London Stock Exchange Sparked an Investor Rebellion that Grew in the Face of Werner Seifert's Intransigence", *Financial Times (London, England)*, 25 de mayo, p. 17.

COMISIÓN CLASIFICADORA DE RIESGO (2002): *Fondos de Cobertura: Características y Estrategias*, julio.

COMISIÓN EUROPEA (2005*): Recomendación de la Commisión de 15 de Febrero Relativa al Papel de los Administradores no Ejecutivos o Supervisores y al de los Comités de Consejos de Administración o de Supervisión, Aplicables a las Empresas que Cotizan en Bolsa (2005/162/EC)*. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu/LexUri Serv/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052: 0051:0063:ES:PDF

-----. (2006): *Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, Internal Market and Services DG, julio. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal _market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf

-----. (2009): *Commission Proposes EU Framework for Managers of Alternative Investment Funds*. Disponible en: http://europa.eu/rapid/pressReleases Action.do?reference=IP/09/669

-----. (2010a): *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending directives 2004/39/EC and 2009/65/EC*, 12 de mayo. Disponible en: http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st09/st09694. en10.pdf

-----. (2010b): *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Ventas a Corto y determinados Aspectos de las Permutas de Cobertura por Impago*, 15 de Septiembre. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/2010 0915_proposal_es.pdf

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2006): *Estudio sobre la Industria de los Fondos de Cobertura*, febrero. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Estudios/HedgeFunds_0602.pdf

COMMONS, J.R. (1934): *Institutional Economics: its Place in Political Economy*, Macmillan, New York.

COOLS, S. (2005): "The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30: 697-766.

CREDIT SUISSE (2010): *2010 Hedge Fund Industry Review.* Disponible en: http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/2010%20Hedge%20Fund%20Industry%20Review.pdf

CREDIT SUISSE / TREMONT FONDOS DE COBERTURA INDEX (2007): *Clasificación de Fondos de Cobertura.* Disponible en: http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/en/default.aspx?cy=USD

CREMERS, K.J.M. y NAIR, V.B. (2005): "Governance Mechanisms and Equity Prices", *The Journal of Finance*, Vol. 60 (6): 2859-2894.

CROCI, E. (2007): "Corporate Raiders, Performance and Governance in Europe", *European Financial Management,* Vol. 13 (5): 949-978.

CRONQVIST, H. y FAHLENBRACH, R. (2009): "Large Shareholders and Corporate Policies", *Review of Financial Studies*, Vol. 22 (10): 3941-3976.

CRUTCHLEY, C.E.; HUDSON, C.D. y JENSEN, M.R.H. (1998): "Shareholders Wealth Effects of CalPERS Activism", *Financial Services Review,* Vol. 7 (1): 1-10.

DAHYA, J. y MCCONNELL, J.J. (2005): "Outside Directors and Corporate Board Decisions", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11 (1-2): 37-60.

DAVIS, G.F. y KIM, E.H. (2007): "Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds", *Journal of Financial Economics,* Vol. 85 (2): 552-570.

DE QUIRÓS, L.B. (2003): "Mitos y Realidades sobre el Buen Gobierno de las Empresas", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, Vol. 1: 33-55.

DEANGELO, H., DEANGELO, L. y SKINNER, D.J. (1996): "Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 (3):341-371.

DEL GUERCIO, D. y HAWKINS, J. (1999): "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics,* Vol. 52 (3): 293-340.

DEL GUERCIO, D.; SEERY, L. y WOIDTKE, T. (2008): "Do Boards Pay Attention when Institutional Investor Activists "Just Vote No"?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 90 (1): 84-103.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y LEVINE, R. (2001): *Financial Structure and Economic Growth: a Cross- Country Comparison of Banks Market and Developments,* The MIT Press, Cambridge and London.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A. y MAKSIMOVIC, V. (2002): "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65 (3): 337-363.

DEMSETZ, H. y KENNETH, L (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93 (6): 1155-1177.

DENIS, D.K. y McCONNEL, J.J. (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (1):1-36.

DEPARTAMENTO DE SOCIOLOGÍA UCM (2010): *Análisis no paramétrico: el procedimiento pruebas no paramétricas*, documento interno. Disponible en: http://www.ucm.es/info/socivmyt/paginas/D_departamento/materiales/analisis_datosyMultivariable/19nparam_SPSS.pdf

DEUTSCHE BOERSE AG (2004): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Deutsche Boerse considering a cash offer for the London Stock Exchange", *DPA – AFX*, 13 de diciembre.

-----. (2005a): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Deutsche Boerse has received a request for an extraordinary general meeting", *DPA – AFX*, 15 de enero.

-----. (2005b): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Proposed Pre-Conditional Cash Offer by Deutsche Boerse for the LSE", *DPA – AFX*, 27 de enero.

-----. (2005c): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Deutsche Boerse withdraws proposed pre-conditional cash offer", *DPA – AFX*, 6 marzo.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2003): "Courts", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 (2): 453-517.

-----. (2008): "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88 (3):430-465.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; LINS, K.V.; MILLER, D.P. y STULZ R.M. (2009): "Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision", *The Journal of Finance*, Vol. 64 (1): 425-466

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A. y SULTZ, R. (2004): "Why are Foreign Firms Listed in the U.S. worth More", *Journal of Financial Economics*, Vol. 71 (2): 205-238.

-----. (2007): "Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 (1): 1-39.

DRERUP, T. (2010): "Much Ado about Nothing. The Effects of Hedge Fund Activism in Germany", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1718365

DUAN, Y. (2008): "The Role of Mutual Funds in Corporate Governance: Evidence from Mutual Funds' Proxy Voting and Trading Behavior", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm ?abstract_id=1028367

DURNEV, A. y KIM, E.H. (2005): "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *The Journal of Finance,* Vol. 60 (3):1461-1493.

DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004): "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, Vol. 59 (2): 537-600.

EASTERBROOK, F. (1984): "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review*, Vol. 74 (4): 650-659.

EDLIN, A.S. y STIGLITZ, J.E. (1995): "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies", *American Economic Review,* Vol. 85 (5): 1301-1312.

EGGERTSSON, T. (1990): *Economic Behavior and Institutions*, Cambridge Surveys of Economic Literature: Cambridge University Press, Cambridge.

ENGLISH II, P.C.; SMYTHE, T.I. y McNEIL, C.R. (2004): "The "CalPERS Effect" Revisited", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (1): 157-174.

EREDE, M. (2009): "Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: Can Hedge Funds Activism Play Any Role in Italy?", *CLEA 2009 Annual Meeting Paper.* Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1397562

ERGUNGOR, O.E. (2004): "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: do Rights and Regulations Really Matter?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28 (12): 2869-2887.

ESGUERRA ROA, C. (2005): "La Economía Institucional: Aproximaciones y Temas de Discusión", *Revista Divergencia*, Vol. 1: 31-34.

EUROMONEY (2006): "Werner Seifert Book Review: A Comic-Book Tale of Good versus Evil", *Euromoney*, abril Disponible en: http://www.euromoney.com /Article/1019586/Werner-Seifert-book-review-A-comic-book-tale-of-good-versus-evil.html

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM (2010): Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, 20 de febrero. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf

FACCIO, M., LANG, L.H.P. y YOUNG, L. (2001): "Dividends and Expropriation", *American Economics Review*, Vol. 91 (1): 54-78.

FACCIO, M. y STOLIN, D. (2006): "Expropriation vs. Proportional Sharing in Corporate Acquisitions", *Journal of Business*, Vol. 79 (3): 1413-1444.

FAMA, E.F. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88 (2): 288-307.

FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2): 301-325.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2010): *Assessing the Possible Sources of Systemic Risk from Hedge Funds*, febrero. Disponible en: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/hedge_funds.pdf

FINANCIAL TIMES (2008):"Calls in US for Split of Top Jobs Gain Momentum", *Financial Times*, 28 de mayo. Disponible en: http://www.ft.com/cms /s/0/835bf606-2c50-11dd-9861-000077b0 7658.html#axzz1Q7KgYBVB

-----. (2009): "Sara Lee to Separate Executive Roles", *Financial Time*s, 9 de octubre. Disponible en: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/89fa51c2-b469-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz1Q7KgYBVB

FLOOD, C. y TASSELL, T. (2004): "Euronext enters Fray for London Stock Exchange", *Financial Times (London, England), 21 de diciembre*.

FRANKS, J. y MAYER, C. (2001): "Ownership and Control of German Corporations", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14 (4): 943-977.

FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S. y MITTON, T. (2003): "Propping and Tunnelling", *Journal of Comparative Economics,* Vol. 31: 732-750.

FUNG, W. y HSIEH, D.A. (1999): "A Primer on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance,* Vol. 6 (3): 309-331.

FURUBOTN, E.G. y RICHTER, R. (1991): *The New Institutional Economics. A collection of articles from the Journal of institutional and theoretical economics,* College Starion, Texas & Press.

-----. (1997): *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, Michigan.

GANTCHEV, N. (2010): "The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1646471

GARCÍA SANTOS, M.N. (2005): "Fondos de Cobertura y Riesgo Sistémico: Una Primera Aproximación", *Estabilidad Financiera*, Nº 9, Banco de España, Noviembre, pp. 99-142.

GARROUSTE, P. y SAUSSIER, S. (2008): "The Theories of the Firm". En BROUSSEAU, E. y GLACHANT, J. M. (Eds.): *New Institutional Economics. A Guidebook*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 23-36.

GASPAR, J.M.; MASSA, M. y MATOS, P. (2005): "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76 (1): 135-165.

GERMAN BUSINESS DIGEST (2006a): "German DIS Minority Shareholders Oppose Delisting", *German Business Digest*, 6 de junio.

-----. (2006b): "German Court Suspends DIS Delisting", *German Business Digest*, 12 de julio.

-----. (2006c): "German Pixelpark Makes Takeover Offer for Elephant Seven", *German Business Digest, 18 de octubre*.

-----. (2007): "German IWKA Completes Packaging Unit Sale, Pays all Debts", *German Business Digest*, 20 de abril.

GEWIRTZ, L. (2005): "Celanese Holdouts are Paid off", *Daily Deal/ The Deal,* 22 de agosto.

GILLAN, S.L. y STARKS, L.T. (1998): "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2: 10-34.

-----. (2000): "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors", *Journal of Financial Economics,* Vol. 57 (2): 275-305.

-----. (2007): "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol. 19 (1): 55-73.

GOMPERS, P.A. (1993a): "Syndication, Hold-out Problems, and Venture Capital", *working paper*, University of Chicago.

-----. (1993b): "Incentives, Screening, and Venture Capital: A role for Convertible Debt", *working paper*, University of Chicago.

-----. (1995): "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *The Journal of Fina*nce, Vol. 50 (5): 1461-1489.

GORDON, E.A.; HENRY, E. y PALIA, D. (2004): "Related Party Transactions and Corporate Governance". *Advances in Financial Economics*, Vol. 9: 1-27.

GORDON, J.N. (2008): "Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy", *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61 (2): 475-496.

GORDON, L.A. y POUND, J. (1993): "Information, Ownership Structure and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals", *The Journal of Finance,* Vol. 48(2): 697-718.

GORTON, G. y KHAL, M. (1999): "Blockholder Identity Equity Ownership Structures and Hostile Takeovers", *working paper*. Disponible en: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9919.pdf

GORTON, G. y SCHMID, F.A. (1999): "Corporate Governance, Ownership Dispersion, and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 5: 119-140.

GOYAL, V.K. y PARK, C.W. (2002): "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 (1): 49-66.

GREENWOOD, R. y SCHOR, M. (2009): "Investor Activism and Takeovers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92 (3): 362-375.

GROSSMAN, S.J. y STIGLITZ, J.E. (1977): "On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm", *The Journal of Finance*, Vol. 32 (2): 389-402.

GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. (1980): "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics,* Vol. 11 (1): 42-64.

-----. (1982): "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives". En MCCALL, J.J. (Eds.): *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.

-----. (1988): "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol.20 (1-2): 175-202.

HAGENDORFF, J.; COLLINS, M. y KEASEY, K. (2008): "Investor Protection and the Value Effects of Bank Merger Announcements in Europe and the US", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32 (7): 1333-1348.

HAMAO, Y.; KUTSUNA, K. y MATOS, P. (2010): "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years", *ECGI - Finance Working Paper No. 290/2010.* Disponible en: http://ssrn.com/abstract= 1573422

HAMILTON, W.H. (1932): "Institution". En SELIGMAN, E.R.A. y JOHNSON, A. (Eds.)*: Encyclopaedia of the Social Sciences*, Vol. 8: 84-89, Macmillan, New York.

HANDELSBLATT (2007a): "Elephant Seven to be Withdrawn from Stock Exchange", *Handelsblatt*, 20 de abril.

-----. (2007b):"Dis Deutscher Industrie Service Still Aims to Delist", *Handelsblatt*, 6 de junio.

HARRIS, M. y RAVIV, A. (1988): "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1-2): 203-235.

HARTZELL, J. y STARKS, L. (2003): "Institutional Investors and Executive Compensation", *The Journal of Finance*, Vol. 57 (6): 2351-2374.

HEDGE FUND INTELLIGENCE (2010): *European Hedge Fund Assets on the Rise Again*, press release. Disponible en: http://www.hedgefundintelligence.com/images/592/55597/Euopean%20hedge%20fund%20assets%20on%20the%20rise%20again%20-%201%20March%202010.pdf

HEDGE FUND WORKING GROUP (2007): *Hedge Fund Standards: Consultation Paper. PART 1: Approach to Best Practice in Context*. Disponible en: http://www.hfsb.org/sites/10109/files/hfwg_paper_ part_1_final.pdf

HERMALIN, B.E. y WEISBACH, M.S. (1988): "The Determinants of Board Composition", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 19 (4): 589-606.

HILLIER, D. y McCOLGAN, P. (2006): "An Analysis of Changes in Board Structure during Corporate Governance Reforms", *European Financial Management*, Vol. 12 (4): 575-607.

HILLIER, D.; PINDADO, J.; QUEIROZ, V. y DE LA TORRE, C. (2011): "The Impact of Country-level Corporate Governance on Research and Development", *Journal of International Business Studies*, Vol. 42 (1):76-98.

HIRSHLEIFER, J. y RILEY, J.G. (1992): *The Analytics of Uncertainty and Information,* Cambridge University Press, Cambridge.

HODDER, J.E. y JACKWERTH, J.C. (2007): "Incentive Contracts and Hedge Fund Management", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42 (4): 811-826.

HODGSON, G.M. (1993): "Institutional Economics: Surveying the 'Old' and the 'New'"; *Metroeconomica*, Vol. 44 (1): 1-28.

-----. (1998): "The Approach of Institutional Economics", *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 (1): 166-192.

HOLDERNESS, C.G. (2003): "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *Economic Policy Review,* Vol. 9 (1): 51-64.

HOLDERNESS, C.G. y SHEEHAN D.P. (1985): "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (4): 555-579.

HOLMEN, M. y KNOPF, J.D. (2004): "Minority Shareholders Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 39 (1): 167-191.

HÖLMSTROM, B. (1979): "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10 (1):74-91.

HOPT, K.J. y LEYENS, P.C. (2004): "Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy", *ECGI Law Working Paper N°. 18/2004*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944&rec=1&srcabs=818347

HOSSAIN, M.; PREVOST, A.K. y RAO, R.P. (2001): "Corporate Governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the Relation between Board Composition and Firm Performance", *Pacific-Basin Finance Journal,* Vol. 9:119-145.

HU, H.T.C. y BLACK, B. (2006a): The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, Vol. 79 (4): 811-908.

-----. (2006b): Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, *Business Lawyer*, Vol. 61 (3): 1011-1070.

-----. (2007): Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Journal of Corporate Finance* Vol. 13 (2-3): 343-367.

----- (2008): Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156 (3): 625-739.

HUANG, J. (2010): "Hedge Funds and Shareholder Wealth Gains in Leveraged Buyouts", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086687

HULSEN, I. (2005): "Elephant Seven Takeover Secures Springer & Jacoby", *Financial Times Deutschland*, 29 de diciembre.

-----. (2006): "Uncertainty Over Springer & Jacoby Deal", *Financial Times Deutschland*, 3 de julio.

HUSON, M. (1997): "Does governance matter? Evidence from CalPERS interventions", *working paper*.

HUSON, M.R.; PARRINO, R. y STARKS, L. T. (2001): "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective", *The Journal of Finance*, Vol.56 (6): 2265-2297.

INEICHEN, A.M.: (2000): *In search of Alpha. Investing in Hedge Funds*, UBS Warburg. Disponible en: http://pricing.online.fr/docs/ alpha1.pdf

INEICHEN, A.M. y SILBERSTEIN, K. (2008): *AIMA'S Roadmap to Hedge Funds*, The Alternative Investment Management Association. Disponible en: http://www.aima.org/download.cfm/docid/6133E854-63FF-46FC-95347 B445AE4ECFC

INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON (2010): "Hedge Funds 2010", *IFSL Research*. Disponible en: http://www.thecityuk.com/assets/Uploads /Hedge-funds-2010.pdf

IOSCO (2006): *Consultation Report. The Regulatory Environment for Hedge Funds. A Survey and Comparison.* Disponible en: http://www.fsa.go.jp /inter/ios/20060317-2/02.pdf

ITO, A.; GIL, J.J.; RUIZ, M.C. y TEJADA, M.J. (2005): *Hedge Funds Macro*, Tesina del Master de Mercados Financieros (4ª Edición), Universidad Pompeu Fabra. Disponible en: http://www.idec.upf.edu/documents /mmf/04_04_hedge_funds.pdf

JAFFEE, D.M. y RUSSELL, T. (1976) "Imperfect Information, Uncertainty and. Credit Rationing," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (4): 651-666.

JENSEN, G.R.; SOLBERG, D.P. y ZORN, T.S. (1992): "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 (2): 247-263.

JENSEN, M.C. (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2): 301-325.

-----. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 (2): 323-329.

-----. (1988): "Takeovers: Their Causes and Consequences", *The Journal of Economic Perspectives,* Vol. 2 (1): 21-48.

-----. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance,* Vol. 48 (3): 831-880.

JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics,* Vol. 3 (4): 305-360.

JENSEN, M.C. y RUBACK, W.H. (1983): "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (1-4) 5-50.

JENSEN, M.C. y SMITH, C.W. (1985): "Stockholder, Manager, and Creditor Interests". En ALTMAN, E. y SUBRAHMANYAM, M. (Eds.): *Applications of agency theory: Recent Advances in Corporate Finance*, Irwin Press, Homewood, IL, pp. 93-131.

JING, L. y LEI, W. (2007): "A Study on the Signaling Mechanism of Corporate Reputation", *International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing*, Vol. 1-15: 3277-3280.

JOHN, K. y WILLIAMS, J. (1985): "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium*", Journal of Finance*, Vol. 40 (4): 1053-1070.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A. y FRIEDMAN, E. (2000): "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (1-2): 141-186.

JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES y F., SHLEIFER, A. (2000): "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90 (2): 22-27.

JOHNSON, S.A.; LIN, J.C. y ROY SONG, K. (2006): "Dividend Policy, Signaling, and Discounts on Closed-end Funds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81 (3): 539-562

JONES, A.W. (1949):"Fashions in Forecasting", *Fortune*, marzo, pp. 88-91, 180, 182, 184, 186.

JOSKOW, P.L. (2005): "Vertical Integration". En MENARD, C. y SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 319-348.

-----. (2008): "Introduction to New Institutional Economics: A Report Card". En BROUSSEAU, E. y GLACHANT, J. M. (Eds.): *New Institutional Economics. A Guidebook*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 1-20.

KADAN, O. y SWINKELS, J. (2008): "Stocks or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and the Design of Compensation Contracts", *The Review of Financial Studies,* Vol. 21 (1): 451-482.

KAHAN, M. y ROCK, E.B. (2007): "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155 (5): 1021-1093.

-----. (2008): "The Hanging Chads of Corporate Voting", *Georgetown Law Journal*, Vol. 96 (4):1227-1281.

-----. (2009): "Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights", *Northwestern University Law Review,* Vol. 103 (1):281-322.

KAHN, C. y WINTON, A. (1998): "Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (1): 99-129.

KAPLAN, S.N. (1995): "Corporate Governance and Incentives in German Companies: Evidence from top Executive Turnover and Firm Performance", *European Financial Management,* Vol. 1 (1): 23-36.

KAPLAN, S.N. y MINTON, B.A. (1994): "Appointments of outsiders to Japanese boards. Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics,* Vol. 36 (2): 225-258.

KARPOFF, J.M. (2001): "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", *working paper*. Disponible en: http://faculty.london.edu/dgromb/papers/Karpoff (WP2001).pdf

KATZ, J.J. (2006): "Barbarians at the Ballot Box: The Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and its Effect on Shareholder Apathy", *Cardozo Law Review,* Vol. 28 (3):1483-1518.

KEYNES, J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money,* Macmillan, Nueva York.

KHANNA, N. (1998): "Optimal Contracting with Moral Hazard and Cascading", *Review of Financial Studies*, Vol. 11 (3):559-596.

KIM, K.A.; KITSABUNNARAT CHATJUTHAMARD, P. y NOFSINGER, J.R. (2007): "Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights: Evidence from Europe", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 (5): 859-880.

KINI, O.; KRACAW, W. y MIAN, S. (2004): "The Nature of Discipline by Corporate Takeovers", *The Journal of Finance*, Vol. 59 (4):1511-1551.

KLAPPER, L.F. y LOVE, I. (2004): "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (5): 703-728.

KLEIN, A. y ZUR, E. (2009): "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", *The Journal of Finance*, Vol. 64 (1):187-229.

-----. (2011): "The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders", *forthcoming in the Review of Financial Studies.*

KLEIN, P.G. (1998): "New Institutional Economics", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract _id=115811

KOHLBECK, M.J. y MAYHEW, B.W. (2004): "Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions", *Working Paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=592582

KOKE, J. (2004):"The Market for Corporate Control in a Bank-based Economy: a Governance Device?, *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (1): 53- 80.

KRUSE, T.A. y SUZUKI, K. (2009): "Steel Partners Activism Efforts at United Industrial, Ronson, and BKF Capital: The Good, the Bad, and the Ugly", *working paper.* Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1485696

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54 (2): 471-517.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; POP-ELECHES, C. y SHLEIFER, A. (2004): "Judicial Checks and Balances", *Journal of Political Economy*, Vol. 112 (2): 445-70.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 (3): 1131-1150.

-----. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy,* Vol.106 (6): 1113-1155.

-----. (2000a): "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *The Journal of Finance,* Vol. 55 (1): 1-33.

-----. (2000b): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58 (1-2): 3-27.

LAFFONT, J.J (1989): *The Economics of Uncertainty and in-Formation*, MIT Press, Massachusetts.

LANGLOIS, R.N. (1986): "The New Institutional Economics: An Introductory Essay". En LANGLOIS, R. N. (Eds.): *Economics as a Process: Essays in the New Institutional Economics*. Cambridge University Press, Cambridge, pp.1-25.

LAROSIÈRE, J. (2009): *Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE*, febrero. Disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf

LEHNE, K.H. (2008): *Informe sobre la transparencia de los inversores institucionales (A6-0296-2008).* Disponible en: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0296+0+DOC+XML+V0//ES

LEITE, T. (2007): "Adverse Selection, Public Information, and Underpricing in IPOs", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 (5): 813-828.

LELAND, H.E. y PYLE, D.H. (1977): "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32 (2): 371-387.

LEMMON, M. y LINS, K., (2003): "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance*, Vol. 58 (4): 1445-1468.

LERNER, J. (1994): "The Syndication of Venture Capital Investments", *Financial Management*, Vol. 23 (3): 16-27.

LEVINE, R. (1999): "Law, Finance and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: 8-35.

-----. (2005): "Law, Endowments and Property Rights", *Journal of Economic Perspectives* Vol. 19 (3): 61-88.

LEVINE, C.B. y HUGHES, J.S. (2005): "Management Compensation and Earnings-Based Covenants as Signalling Devices in Credit Markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11 (5): 832-850.

LHABITANT, F.S. (2006): *Fondos de cobertura: Mitos y Límites. Fondos de Inversión Especulativos de Alto Riesgo*, Gestión 2000, Barcelona.

LI, D.; MOSHIRIAN, F.; PHAM, P.K. y ZEIN, J. (2006): "When Financial Institutions are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments", *The Journal of Finance*, Vol. 61 (6): 2975-3007.

LIND, D. A.; MARCHAL, W.G. y WATHEN, S. A. (2008): *Estadística Aplicada a los Negocios*, McGraw-Hill Interamericana, México.

LIPTON, M. (2006): *Hedge Fund Attack Response Checklist*, memorandum published by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, New York.

LIPTON, M. y ROSENBLUM, S. (1991). "A New System of Corporate Governance. The Quinquennial Election of Directors", *University of Chicago Law Review*, Vol. 57 (1): 187-253.

LOOMIS, C. (1966): "The Jones Nobody Keeps up with", *Fortune Magazine*, abril, pp. 237, 240, 242, 247.

LÓPEZ DE PRADO, M.M. e ILLERA, C.R. (2004): *Invertir en Fondos de Cobertura. Análisis de su Estructura, Estrategias y Eficiencia*, Ediciones Díaz de Santos, Madrid.

LOSADA LÓPEZ, R (2007): *Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas*. Monografía Nº 25 de la CNMV. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_25.pdf

LOZANO, J. (1999): "Economía Institucional y Ciencia Económica", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 1 (1): 99-128.

MADALA, G.S. (1996). *Introducción a la Econometría*; Prentice-Hall, México.

MAK, Y.T y LI, Y. (2001): "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 (3): 235-256.

MALKIEL, B.G. y SAHA, A. (2005): "Hedge Funds: Risk and Return", *Financial Analysts Journal*, Vol. 61 (6): 80-88.

MARTIN, S. y PARTNOY, F. (2005): "Encumbered Shares", *University of Illinois Law Review,* Vol. 2005 (3): 775-813.

MATTHEWS, R.C.O. (1986): "The Economics of Institutions and the Sources of Economic Growth", *The Economic Journal,* Vol. 96 (384): 903-918.

MAUG, E. (1998): "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (1): 65-98.

MAURY, B. y PAJUSTE, A. (2005): "Multiple Controlling Shareholders and Firm Value", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 29 (7): 1813-1834.

MAZARS (2009): *Transparency Directive Assessment Report*. Disponible en: http://eng.mazars.es/Home/News/Our-publications/Surveys /Transparency-Directive-Assessment-Report

MENARD, C. y SHIRLEY, M.M. (2005): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht.

MICHAELY, R. y SHAW, W.H. (1994): "The pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-selection and Signaling Theories, *Review of Financial Studies*, Vol. 7 (2): 279-319.

MIETZNER, M. y SCHWEIZER, D. (2008): "Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists - Differences in Value Creation", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1100945

MIETZNER, M.; SCHWEIZER, D. y TYRELL, M. (2009): "Intra-Industry Effects of Shareholder Activism - Market Reactions to Hedge Fund and Private Equity Investments", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1159795

MILLER, G.J. (2005): "Solutions to Principal-Agent Problems in Firms". En MENARD, C. y SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 349-370.

MILLER, M.H. y ROCK, K. (1985): "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, Vol. 40 (4): 1031-1052.

MILLON, M.H. y THAKOR, A.V. (1985):"Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies", *The Journal of Finance*, Vol. 40 (5): 1403-1422.

MYERS, S.C. y MAJLUF, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2): 187-221.

NATHAN, C.M. (2007): "Empty Voting and Other Fault lines Undermining Shareholder Democracy: the New Hunting Ground for Hedge Funds", *Corporate Governance Advisor*, enero-febrero, pp. 1-9.

NELSON, J.M. (2006): "The "CalPERS effect" Revisited Again", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 12 (2):187-213.

NENOVA, T. (2003): "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 (3): 325-351.

NESBITT, S.L. (1994): "Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS' Effect", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol. 6 (4): 75-80.

NORTH, D.C. (1981): *Structure and change in Economic History*, W.W. Norton & Company, Nueva York, London.

-----. (1990): *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.

-----. (1991): "Institutions", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5 (1): 97-112.

-----. (1992): "Institutions and Economic Theory", *American Economist;* Vol. 36 (1): 3-6.

-----. (1993): "The New Institutional Economics and Development", EconWPA Economic History working paper nº 9309002. Disponible en: http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpeh/9309002.html

-----. (1996): "No sólo de Macroeconomía Vive el Hombre", *Estrategia económica y financiera*, Nº 238: 11-18.

OCDE (2004): *OECD Principles of Corporate Governance*. Disponible en: http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf

OCDE (2007): *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research about Private Equity Firms and Activist Hedge Funds*. Disponible en: http://www.oecd.org/dataoecd/60/11/39007051.pdf

OPLER, T.C. y SOKOBIN, J. (1995): "Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors", *Dice Center for Research In Financial Economics Working Paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46880

OROL, R. (2004): "Robots and Reform", *Daily Deal/The Deal*, 10 de mayo.

OROL, R.D. (2008): *Extreme Value Hedging: How Activist Hedge Fund Managers Are Taking on the World*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.

PALAU MONTAÑADA, J. (2005): "Los Fondos de cobertura como Instrumento de Inversión", *Harvard- Deusto Finanzas & Contabilidad*, Noviembre-Diciembre, Nº 68, pp.22-29.

PARADA, J.J (2003): "Economía Institucional Original y Nueva Economía Institucional: Semejanzas y Diferencias", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 5 (8): 92-116.

PARRINO, R.; SIAS, R.W. y STARKS, L.T. (2003): "Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover," *Journal of Financial Economics* Vol. 68 (1): 3-46.

PARTNOY, F. (1999): "The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77 (3): 619-714.

PARTNOY, F. y THOMAS, R.S. (2006): "Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation", *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-21*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=931254.

PENSIONS & INVESTMENTS (2007): *Databook*. Disponible en: http://www.pionline.com/section/DATABOOK&IssueDate=20071224

PERSONS, J.C. (1997): "Heterogeneous Shareholders and Signaling with Share Repurchases", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 (3): 221-249.

PHLIPS, L (1988): *The Economics of Imperfect Information,* Cambridge University Press, Cambridge.

PI, L. y TIMME, S. (1993): "Corporate Control and Bank Efficiency," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17 (2-3): 515-530.

PINDADO, J. y DE LA TORRE, CH. (2007): "Tratamiento de la Información y Modelos de Datos de Panel", *working paper del Curso Extraordiario sobre Tratamiento de la información y Modelos de Datos de Panel*, Salamanca, junio.

PINDADO, J.; ROFRIGUES, L. y DE LA TORRE, C.H. (2006): "Estimating the Probability of Financial Distress: International Evidence", *working paper*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=485182

PINKER, S. (1997): *How The Mind Works*, W.W. Norton & Company, New York and London.

POUND, J. (1991): "Proxy Voting and the SEC: Investor Protection versus Market Efficiency", *Journal of Financial Economics,* Vol. 29 (2): 241-286.

-----. (1992): "Raiders, Targets, and Politics: The History and Future of American Corporate Control", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol. 5 (3): 6-18.

PR NEWSWIRE US (2005):"Paulson & Co. Opposes Euro 41.92 Offer to Celanese AG Minority Shareholders as Grossly Inadequate", *PRNewswire U.S.*, 16 mayo.

PREVOST, A.K. y RAO, R.P. (2000): "Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds?", *The Journal of Business*, Vol. 73 (2):177-204.

PREVOST, A.K.; RAO, R.P. y WILLIAMS, M.A. (2009): "Labor Unions as Shareholder Activists: Champions or Detractors?", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1119328

QIU, L (2006): "Which Institutional Investors Monitor? Evidence from Acquisition Activity", *Brown Economics Working Paper Series No. 2004-21 and Yale ICF working paper nº. 04-15*. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=521803

RAMAKRISHNAN, R.T.S. y THAKOR, A. V. (1984): "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation", *The Review of Economic Studies*, Vol. 51 (3): 415-432.

RASMUSSEN, P.N. (2008): *Informe del Parlamento Europeo con Recomendaciones Destinadas a la Comisión sobre los Fondos de Cobertura y los Fondos de Capital Riesgo/Inversión (A6-0338/2008)*. Disponible en: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT +REPORT+A6-2008-0338+0+DOC+XML+ V0//ES

RECHNER, P.L. y DALTON, D.R. (1991): "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12 (2): 155-160.

RILEY, J.G. (2001): "Silver Signals: Twenty-Five Years of Screening and Signaling", *Journal of Economic Literature*, Vol. 39: 432-478.

RIYANTO, Y.E. y TOOLSEMA, L.A. (2008): "Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 32 (10): 2178-2187.

ROCK, K. (1986): "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15(1-2): 187-212.

RODRÍGUEZ-SALAZAR, O. (2001): "Economía Institucional, Corriente Principal y Heterodoxia", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 3 (4): 52-77.

ROE (2005): "The Institutions of Corporate Governance". En MENARD, C. y SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 371-400.

ROMANO, R. (1993): "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", *Columbia Law Review*, Vol. 93 (4): 795-853.

-----. (2001): "Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, Vol. 18: 174-251.

ROONEY, R. (2005): "In Praise of the Long View: Short-termism, Where Some Shareholders Sabotage Sensible Strategic Moves Because they are Seeking short-term Profit Opportunities, has been Creeping up on us for Years. Enough Already", *National Post's Financial Post & FP Investing (Canada*), 24 de octubre, p.13.

ROSALES ÁLVAREZ, R.A.; PERDOMO CALVO, J.A.; MORALES TORRADO, C.A. y URREGO MONDRAGÓN, J.A. (2010): *Fundamentos de Econometría Intermedia: Teoría y Aplicaciones,* Universidad de los Andes-CEDE. Disponible en: http://economia.uniandes.edu.co/layout/set/print/investigaciones_y_publicaciones/CEDE/Publicaciones/Apuntes_de_Clase_CEDE/2010/FUNDAMENTOS_DE_ECONOMETRIA_INTERMEDIA_TEORIA_Y_APLICACIONES

ROSENSTEIN, S. y WYATT, J.G. (1990): "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics,* Vol. 26 (2): 175-191.

ROSS, S.A. (1973): "The Economic Theory of Agency: The Principals Problem", *American Economic Review,* Vol. 63 (2): 134-139.

ROTHBERG, B. y LILIEN, S. (2006): "Mutual Funds and Proxy Voting: New Evidence on Corporate Governance," *Journal of Business and Technology Law*, Vol. 1 (1): 157-184.

ROTHSCHILD, M. y STIGLITZ, J.E. (1976): "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of imperfect Information", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (4): 629-649.

ROUSSEAU, S. (2006): "Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach", *McGill Law Journal,* Vol. 51: 617-664.

RTE NEWS (2008): "US Firm to Buy Alltracel in £20.8m Deal", *RTE news*, 22 de febrero.

RUTHERFORD, M. (2000): "Understanding Institutional Economics: 1918-1929", *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 22 (3): 277-308.

-----. (2001): "Institutional Economics: Then and Now", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 (3):173-194.

RYAN, J. (2006): "Examining Market Reaction to Activist Investor Campaigns by Hedge Funds", *working paper*. Disponible en: http://w4.stern.nyu.edu /glucksman/docs/Ryan.pdf

SADE, O. y ZUR, E. (2010): "A Leopard does not Change his Spots– Evidence of Activism Persistence in the Hedge Fund Industry", *working paper*. Disponible en: http://www.biu.ac.il/soc/ec/seminar/data/7_03_11 /HedgeFundsIndex_Sep1_2010-with%20tanks.pdf

SAHLMAN, W. (1990): "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2): 473-524.

SÁNCHEZ BURGOS, I. (2006): *Manual de Fondos de Cobertura*, Inversor Ediciones, Madrid.

SANTELLA, P.; BAFFI, E.; DRAGO, C. y LATTUCA, D. (2009): "A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the E.U. and in the U.S.", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1137491

SCHARFSTEIN, D. (1988). "The Disciplinary Role of Takeovers", *The Review of Economic Studies*, Vol. 55 (2):185-199.

SCHOTTER, A. (1981). *The economic theory of social institutions*, Cambridge University Press, Cambridge y Nueva York.

SCHOUTEN, M.C. (2010): "The Case for Mandatory Ownership Disclosure", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 15: 127-182.

SCHWAB, S. y THOMAS, R. (1998): "Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions", *Michigan Law Review,* Vol. 96 (4): 1018-1094.

SEBASTIÁN, C.; SERRANO, G.R.; ROCA, J. y OSÉS, J. (2008): *Instituciones y Economía: Cómo las Instituciones Condicionan el Funcionamiento de la Economía Española,* Fundación Ramón Areces, Madrid.

SHIRLEY, M.M. (2005): "Institutions and Development". En MENARD, C. y SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 611-638.

SHIVDASANI, A. (1993): "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16 (1-3): 167-195.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986): "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy,* Vol. 94 (3): 461-488.

-----. (1989): "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Assets", *Journal of Financial Economics,* Vol. 25 (1): 123-139.

-----. (1997): "A Survey on Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 (2): 737-783.

SHLEIFER, A. y WOLFENZON, D. (2002): "Investor Protection and Equity Markets". *Journal of Financial Economics*, Vol. 66 (1): 3-27.

SHOME, K.K. y SINGH, S. (1995): "Firm Value and External Blockholdings", *Financial Management*, Vol. 24: 3-14.

SMITH, B.D. y STUTZER, M. (1995): "A Theory of Mutual Formation and Moral Hazard with Evidence from the History of the Insurance Industry", *The Review of Financial Studies*, Vol. 8 (2):545-577.

SMITH, M.P. (1996): "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", *The Journal of Finance,* Vol. 5 (1): 227-252.

SOLARZ, B.S. (2010): "Stock Picking in Disguise? New Evidence that Hedge Fund Activism Adds Value, *The Michigan Journal Of Busines,* Vol. 3 (1):101-160.

SONG, W.L. y SZEWCZYK, S.H. (2003): "Does Coordinated Institutional Investor Activism Reverse the Fortunes of Underperforming Firms?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 38 (2): 317-336.

SPAMANN, H. (2005): "Recoding LLSV's 'Law and Finance'", *working paper*, Harvard University (agosto).

-----. (2010): "The 'Antidirector Rights Index' Revisited", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 (2):467-486.

SPENCE, M. (1973): "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87 (3): 355-374.

SPENCE, M. (1974): *Market signaling: Informational transfer in hiring and related processes,* Harvard University Press, Cambridge, MA.

SPENCE, M. (2002): "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets (Conferencia del Premio Nobel, 8 de diciembre de 2001)", *Revista Asturiana de Economía*, Nº. 25: 49-94.

STIGLITZ, J.E. (1972): "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers", *Bell Journal of Economics*, Vol. 3 (2): 458-482.

-----. (1974): "Incentives and Risk Sharing in Sharecropping", *Review of Economic Studies,* Vol. 41 (2): 219-255.

-----. (1975): "The Theory of 'Screening,' Education and the Distribution of Income", *The American Economic Review,* Vol. 65 (3): 283-300.

-----. (1985): "Information and Economic Analysis: A Perspective", *Economic Journal,* Vol. 95 (380a): 21-41.

-----. (2000): "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 115 (4): 1441-1478.

-----. (2002): "Information and the Change in the Paradigm in Economics (Conferencia del Premio Nobel, diciembre)", *Revista Asturiana de Economía*, Nº. 25: 95-164.

STIGLITZ, J.E. y WEISS, A.W. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review,* Vol. 71 (3): 393-410.

STOKMAN, N.W.A. (2007): *Influence of Hedge Fund Activism on the Medium Term Target Firm Value*, Master Thesis. Disponible en: http://www.ethesis.net/activism/Activism.pdf

SUNG, J. (2005): "Optimal Contracts under Adverse Selection and Moral Hazard: A Continuous-Time Approach", *The Review of Financial Studies,* Vol. 18 (3): 1021-1073.

TAUB, S. (2005): "Time Travails", *Alpha*, septiembre.

THIEDE, M. (2007): "Pixelpark Aiming to Become Market Leader", *Suddeutsche Zeitung*, 24 de septiembre.

THOMAS, R.S. y MARTIN, K.J. (1998): "Should Labor be Allowed to Make Shareholder Proposals?", *Washington Law Review,* Vol. 73 (1): 41-80.

THOMPSON, R. (2007): "The Limits of Hedge Fund Activism", *working paper*. Disponible en: http://works.bepress.com/robert_thompson /1/

THOMPSON, S. (2004): "Takeover Talk Boosts Sentiment EUROPE", *Financial Times (London, England)*, 21 de diciembre.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. y KVIST, H.K. (2006): "Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 (2): 246-269.

TONELLO, M. (2008): "Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors", *The Conference Board Research Working Group Series*, septiembre. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3 /papers.cfm?abstract_id=1107027.

TSE, S. (2007): *Strategic Research: European Hedge Fund Activism and IR*, Thomson Financial. Disponible en: http://www.cfo.com/search/ search.cfm?source=whitepaper&tabsource=whitepaper&qr=activism&topic =&author=

UCHIDA, K. y XU, P. (2008): "U.S. Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism", *Bank of Japan working paper Nº 08-E-3*. Disponible en: http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2008 /data/wp08e03.pdf

VAFEAS, N. y THEODOROU, E. (1998): "The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK", *British Accounting Review,* Vol. 30 (4): 383-407.

VÁZQUEZ SARIEGO, A. (2011a): "El Interés de los Inversores por los Hedge Funds Vuelve a Niveles Previos a la Crisis", *Cinco Días*, 9 de febrero.

-----. (2011b): "Fondos Hedge en Formato UCITS: Revisión del Performance 2008 - 2010", *Fondos de Inversión Libre*, 9 de marzo.

VEBLEN, T.B. (1899): *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions*, Macmillan, New York.

-----. (1919): *The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, Cosimo, New York.

WADDELL, C.W.; NGUYEN, K.; EPSTEIN, E.; CONTI-BROWN, P.; SICILIANO, F.D. y GRUNDFEST, J. (2010): "Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations", Rock *Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 90*. Disponible en: http://www.gsb.stanford.edu/cgrp/documents/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf

WAHAL, S. (1996): "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (19): 1-23.

WALSH, J.P. y KOSNIK, R.D. (1993): "Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control", *The Academy of Management Journal*, Vol. 36 (4): 671-700.

WANG, S. y ZHOU, H. (2004): "Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 (1):131-155.

WEBER, P. y ZIMMERMANN, H. (2010): "Hedge Fund Activism and Information Disclosure: The Case of Germany", *working paper*. Disponible en: http://ssrn.com/abstract=1550137

WEBSTER, A. (1996): *Estadistica Aplicada a los Negocios y la Economia*, Editorial McGraw Hill.

WEISBACH, M.S. (1988): "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1-2):431-460.

WELCH, I. (1989): "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Finance,* Vol. 44 (2): 421-449.

WILCOXON, F. (1945): "Individual Comparisons by Ranking Methods", *Biometrics*, Vol.1: 80-83.

WILLIAMSON, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, Free Press, Nueva York.

-----. (1979): "Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics*, Vol. 22 (2): 233-261.

-----. (1985): "Reflections on the New Institutional Economics", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 141 (1): 187-95.

-----. (1996): *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, New York.

-----. (2000): "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature*, Vol. 38 (3): 595-613.

WOITKE, T. (2002): "Agents Watching Agents?: Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 63 (1): 99-131.

WU, Y. (2004): "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (1): 199- 227.

YERMACK, D. (2010): "Shareholder Voting and Corporate Governance", *working paper Forthcoming in the Annual Review of Financial Economics.* Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523562

YONAY, Y.P. (1998): *The Struggle over the Soul of Economics: Institutionalist and Neoclassical Economists in America between the Wars*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

YUNG, C y ZENDER, J.F. (2010): "Moral Hazard, Asymmetric Information and IPO Lockups**",** *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16 (3): 320-332.

ZANONI, A. (2009): "Hedge Funds Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective", *Global Jurist* , Vol. 9 (4): 1-37.

ZUR, E. (2008): "The Power of Reputation: Hedge Fund Activists", *AAA 2009 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper.* Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_ id=1267397

ANEXOS

ANEXO 1: ESTRATEGIAS DE LOS *HEDGE FUNDS*

La estrategia se presenta como un elemento clave en el estudio de los *hedge funds*. Con el fin de facilitar las decisiones de inversión y el proceso de diversificación de carteras llevado a cabo por los inversores, algunos especialistas han establecido clasificaciones de las estrategias de *hedge funds* basadas en las técnicas y los estilos de inversión empleados y descritos por los propios gestores.

De forma genérica, todo el universo de estrategias de *hedge funds* se puede clasificar en dos categorías (García Santos, 2005):

- Estrategias direccionales: las que apuestan por la dirección de los mercados. En ellas se encuadrarían las estrategias basadas en acontecimientos, las macro globales, las sectoriales o las que toman posiciones sólo largas o cortas.

- Estrategias no direccionales: aquellas que buscan oportunidades de arbitraje explotando anomalías de mercado. Tratan de captar valor y al mismo tiempo eliminar el riesgo sistemático de los mercados. En este enfoque se enmarcan las estrategias neutrales al mercado.

Como se ha explicado en el Capítulo 2 las clasificaciones de las estrategias empleadas por estos fondos son numerosas. En dicho capítulo se ha presentado la clasificación aportada por Ineichen y Silberstein (2008), y a continuación, se detalla la establecida por López de Prado e Illera (2004), que agrupa las estrategias y las ordena en función de su mayor o menor neutralidad de mercado. Distingue tres grandes grupos de estrategias:

A. *Relative value*. Tratan de minimizar el grado de exposición a los movimientos de mercado.

B. *Event driven.* Pretenden sacar beneficio de situaciones específicas y, principalmente, de sucesos societarios.

C. *Opportunistic*. Buscan anticipar movimientos del mercado.

A). Estrategias de valor relativo o *relative value*

Esta clase de estrategias intentan explotar discrepancias en la fijación del precio relativo de valores íntimamente relacionados, partiendo

de la premisa de que estas irregularidades deben desaparecer con el paso del tiempo (Lhabitant, 2006). Pretenden obtener beneficio tomando dos o más posiciones en distintos instrumentos de sentido opuesto. La implementación práctica de esta filosofía varía en función de los activos de referencia, dando lugar a su vez a distintas estrategias entre las que destacan las siguientes:

1. Arbitraje de Convertibles. Los valores convertibles son instrumentos de renta fija, emitidos como deuda o como acciones preferentes, que dan a su poseedor los pagos del cupón, el rescate del efectivo, así como el derecho a convertirlos en un número fijo de acciones ordinarias. Por lo general, la mayoría de las operaciones de arbitraje de valores convertibles combinan una posición larga del valor convertible y una posición corta del activo subyacente.

Los *hedge funds* que utilizan esta estrategia tratan de conseguir rentabilidades a partir de las ineficiencias de los precios de los bonos convertibles y las acciones subyacentes. El precio del título convertible no guarda una relación lineal con el precio de la acción. Si el precio de la acción aumenta, el precio del bono convertible debería aumentar más rápidamente que las pérdidas de la posición en descubierto. Por el contrario, si el precio de la acción disminuye mucho, el precio del bono convertible debería disminuir con menor rapidez que las ganancias de la posición en descubierto. Por tanto, según Sánchez Burgos (2006), el rendimiento total obtenido por esta estrategia proviene del cupón del bono convertible, de los intereses de la venta en descubierto de la acción y del valor de la opción.

2. Arbitraje de Renta Fija o *Fixed Income Arbitrage*. Representa la aplicación de las estrategias de valor relativo a los productos de renta fija. Consiste en adoptar posiciones equivalentes, cortas y largas, en instrumentos de deuda y derivados cuyos valores están matemáticamente o históricamente relacionados, aprovechando que en este momento presentan distorsiones en los precios. En definitiva, esta estrategia busca explotar las ineficiencias de precio descubiertas entre valores de renta fija, así como neutralizar el riesgo de tipo de interés. Como las discrepancias en los precios suelen ser muy pequeñas, es necesario el uso del apalancamiento para obtener rentabilidades atractivas.

3. Arbitraje Estadístico o *Statistical Arbitrage*. Esta estrategia (denominada también arbitraje cuantitativo) pretende sacar rendimiento de las discrepancias sistemáticas o puntuales entre:

- el valor de mercado de un instrumento y
- su valor estimado mediante relaciones estadísticas y patrones sistemáticos en base a su propia historia y/o la de otras variables.

Como en el caso anterior, utilizan un elevado grado de apalancamiento para amplificar el impacto de las diferencias pequeñas de valor que tratan de explotar.

4. Mercado Neutral o *Equity Market Neutral*. El gestor consigue beneficios de las ineficiencias de los precios de valores que muestren una relación constante, neutralizando la exposición al riesgo de mercado y combinando posiciones cortas y largas (Sánchez Burgos, 2006). A través de técnicas matemáticas y estadísticas se trata de encontrar un par de instrumentos que muestren una codependencia estable y cuyos riesgos de mercado se compensen mutuamente. El objetivo principal es lograr una cobertura total del riesgo sistemático de mercado.

5. MBS arbitraje *o Mortgage-Backed Securities Arbitrage*. Hace referencia al arbitraje centrado en explotar las imperfecciones en el precio de participaciones en el mercado hipotecario. Un *Mortgage-Backed Securities* (en adelante MBS) representa la propiedad de un título de deuda hipotecaria, emitido por una institución financiera a efectos de financiar la compra de bienes inmuebles por parte de sus prestatarios. Representan un mercado en expansión, pues el éxito de este producto en EE.UU., donde se negocian aproximadamente MBS por valor de más de 1 billón de dólares, se está extendiendo ya a muchos otros países europeos.

La oportunidad de arbitraje que presentan está asociada a la opción de prepago que estos MBS llevan incorporada, cuyo valor resulta difícil de calcular correctamente. Los arbitrajistas de MBS utilizan complejos modelos matemáticos para calcular el valor de las opciones y de la *Option*

Adjusted Spread[119] (OAS), aprovechándose de las imperfecciones detectadas en las valoraciones.

B). Estrategias de eventos o *event driven*

Estas estrategias están enfocadas a obtener beneficios de las ineficiencias de valoración que se producen cuando tienen lugar ciertas contingencias en el ciclo de vida corporativo, tales como fusiones, quiebras, reestructuraciones financieras, adquisiciones o divisiones de subsidiarias. La incertidumbre acerca del devenir de los acontecimientos permite obtener rendimientos a aquel gestor de *hedge funds* que sea capaz de prever con cierta precisión el desenlace final (Comisión Clasificadora de Riesgo, 2002).

En un primer momento el gestor analiza cuidadosamente el valor de la empresa que tiene problemas o que se encuentra inmersa en alguno de los procesos comentados. A continuación, compra las acciones de las empresas que considere interesantes, aprovechándose de un importante descuento y finalmente, espera, activa o pasivamente, a que se produzca la recuperación del precio. Se dice que en ocasiones "espera de manera activa" porque, muchas veces, estas acciones o eventos corporativos son forzados por los propios gestores de *hedge funds* con la intención de obtener rendimientos de los mismos.

Como nota distintiva de estas estrategias en relación con las estrategias *relative value*, indicar que incorporan mayor riesgo que las anteriores.

Las estrategias de eventos más conocidas son dos:

1. Estrategia de Valores en Dificultades o *Distressed Securities*. Los gestores que se decantan por esta estrategia invierten el capital del fondo de cobertura en sociedades que atraviesan por dificultades financieras y/u operacionales. Estas empresas pueden presentar diversas situaciones: próximas a la declaración de quiebra, en reorganización como consecuencia de una quiebra ya producida, o en una etapa de recuperación desde una quiebra. El valor de las acciones de estas sociedades suele estar distorsionado[120] debido a que los inversores tradicionales, sin preparación

[119] Hace referencia a la prima que deben pagar los prestatarios por tener la opción de prepago.

[120] Normalmente cotizan con un gran descuento frente al sector.

para gestionar este tipo de riesgo, suelen retirar su dinero de estas compañías que atraviesan problemas.

El gestor únicamente comprará valores de esas empresas en los casos en que esté seguro de que el proceso de reorganización o reestructuración que van a tener que afrontar se va a llevar a cabo de forma exitosa, lo que propiciará que las empresas en cuestión vuelvan a obtener beneficios, y de esta forma se revaloricen las acciones adquiridas. Como ya se indicó anteriormente, algunos gestores no se limitan a esperar a que los valores adquiridos converjan con los del resto del sector, sino que participan activamente involucrándose en el proceso de reestructuración. Si en cualquier momento los gestores perciben que la situación de la compañía puede empeorar a corto plazo, éstos tomarán posiciones cortas en los valores.

Los riesgos de esta estrategia radican en la valoración adecuada de las acciones y en la estimación del tiempo que las inversiones pueden verse inmovilizadas como consecuencia de un proceso judicial de quiebra o suspensión de pagos.

Esta estrategia, en la que es fundamental la posesión de información interna sobre las empresas, está hecha a la medida de los *hedge funds*, que se caracterizan por sus contactos, discreción y grandes capitales para invertir.

2. Arbitraje de Fusiones o *Merger/Risk Arbitrage*. Consiste en invertir en compañías que se encuentran en un proceso de fusión, absorción o adquisición. Normalmente, cuando se hace pública la adquisición de una compañía o la fusión de dos compañías, el valor de las acciones de la compañía adquirida aumenta y, por el contrario, el de las acciones de la compañía adquiriente tiende a disminuir. Por ello, cuando el gestor intuye que se va a producir alguno de estos movimientos, lleva a cabo una compra de acciones de la empresa objetivo y una venta corta de acciones de la empresa adquiriente.

Según Lhabitant (2006), el principal riesgo al que se enfrenta esta estrategia es el de cancelación de la operación una vez que el gestor ha hecho las inversiones correspondientes, bien sea por razones reguladoras, falta de acuerdo entre las partes afectadas, rechazo de los accionistas u ocurrencia de un suceso inesperado. El retraso en el proceso de negociación es otro riesgo al que se exponen, ya que, si finalmente concluye

satisfactoriamente, las ganancias obtenidas serían las mismas, pero al repartirse a lo largo de un periodo más largo, el rendimiento anualizado se vería reducido considerablemente.

La viabilidad y el éxito de la estrategia de arbitraje de fusiones dependen de dos factores fundamentales:

- Volumen de fusiones: es preciso que en el mercado se negocien un número suficiente de fusiones que permita al gestor del fondo de cobertura diversificar su cartera y realizar una selección adecuada en base a sus necesidades.
- Amplios diferenciales de beneficio: un *spread* holgado en aquellas operaciones en las que se cumplan las expectativas del gestor, contribuirá a compensar las pérdidas derivadas de operaciones fracasadas.

C. Estrategias oportunistas u *opportunistic*

Estas estrategias son las que conllevan una mayor exposición al riesgo para los *hedge funds*. Suponen un alejamiento sustancial de la filosofía de estos fondos, ya que, en lugar de cubrir el riesgo de mercado como sería de esperar, se apoyan en los movimientos de un valor o del mercado para obtener beneficios.

Los gestores intentan aprovechar los cambios que tienen lugar como consecuencia de distintos acontecimientos (intervenciones de los gobiernos, burbujas especulativas, etc.), y pretenden obtener rendimientos apostando acerca de la veracidad de las expectativas que los precios de mercado llevan incorporadas.

Julian Robertson hizo popular este tipo de estrategias, aplicándose posteriormente a un gran número de *hedge funds*, y dando lugar a extraordinarios beneficios como ocurrió en el caso del "Quantum Fund" de George Soros, que en 1992 obtuvo unas ganancias próximas a los mil millones de dólares. Dentro de esta categoría se enmarcan las siguientes estrategias:

1. Estrategia Macro Global o *Global Macro*. Hace referencia al conjunto de estrategias cuya obtención de beneficios se basa en el análisis de la coyuntura económica y en las previsiones de la evolución futura de los tipos de interés, tipos de cambio, mercados de acciones y bonos, etc.

Utilizan el análisis *top-down*[121] como instrumento fundamental para detectar ciertas anomalías en los precios de los distintos activos y de las divisas que se negocian en el mundo. Se comienza con la realización de estudios macroeconómicos y econométricos que arrojan luz sobre el comportamiento de la economía en un futuro. Después, se considera el impacto de dichas previsiones en los distintos mercados, estableciendo cual será la dinámica de ajuste entre la situación actual y la expectativa futura. Finalmente, se identifican los instrumentos y posiciones de mercado que harán posible explotar esa variable macroeconómica. Los resultados dependen tanto de la calidad como de la oportunidad de los pronósticos.

Estos "macrofondos globales" invierten en mercados de todo el mundo y cambian continuamente de unas inversiones a otras. Además, su número es más bien reducido, utilizan un elevado apalancamiento, así como derivados para incrementar el impacto de los movimientos de mercado, y su tamaño, en términos de activos gestionados, supera al de la media de los *hedge funds*. Todos estos factores son determinantes a la hora de explicar la capacidad de sus gestores para manipular los mercados financieros e influir en la política financiera.

2. Estrategia de Mercados Emergentes o *Emerging Markets*. Este tipo de estrategia apuesta por el potencial de crecimiento que presentan aquellos países con un nivel de desarrollo de sus economías inferior. Los ejemplos más significativos de países emergentes se encuentran principalmente en Latinoamérica, Europa del este, la antigua Unión Soviética, África y parte de Asia.

Estos mercados emergentes son, en general, más ineficientes que los mercados de los países desarrollados, lo que provoca la aparición de precios inadecuados que son el caldo de cultivo perfecto para la entrada en acción de los *hedge funds*.

Esta estrategia alcanza rentabilidades nada despreciables, adoptando posiciones largas y cortas en deuda, acciones, activos del mercado monetario y productos derivados negociados en estos países.

[121] Literalmente de arriba abajo. Se trata de una estrategia del análisis fundamental que consiste en iniciar la toma de decisiones mediante la valoración del entorno global para, posteriormente, ir concretando hasta llegar a una decisión de inversión. Esta técnica es opuesta a la de *botton up*.

Las inversiones en estos mercados emergentes suelen ser a largo plazo al no permitirse la venta al descubierto en muchos de ellos, y además, suelen asumirse riesgos significativos. Es importante mencionar que en estos mercados la información financiera es escasa, o poco fiable, y los niveles de liquidez son bajos[122]. Además, la profunda inestabilidad política a la que suelen estar sujetos la mayoría de ellos afecta en gran medida a la valoración de los instrumentos financieros. Al riesgo de mercado también hay que añadirle en este caso el de crédito, el político y sobre todo el riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés.

3. Cobertura de Renta Variable o *Equity Hedge*. Esta estrategia se caracteriza por el siguiente procedimiento (Ito et al. , 2005):

- Compra de acciones bien de una entidad, de un índice o de un derivado que las tenga por subyacente.
- Cobertura del riesgo de mercado mediante la venta a corto de otras acciones similares, de su futuro u opción, o del futuro u opción sobre el índice.

El grado de cobertura debe establecerse atendiendo a las expectativas y el perfil de riego del gestor. No obstante, gracias a la cobertura con derivados, los gestores de fondos que lleven a cabo este tipo de estrategias deberían obtener resultados positivos estables tanto en momentos alcistas del mercado como en momentos bajistas.

4. Estrategia Largo/Corto o *Long/Short Equity*. Ésta es una estrategia no mercado-neutral en la que se adoptan posiciones direccionales largas o cortas sin cubrir el riesgo sistemático de mercado. Pretenden conseguir rentabilidad a partir del diferencial absoluto existente entre el precio de mercado de un instrumento y su valor intrínseco.

Para obtener el valor intrínseco de los activos, los gestores utilizan modelos de inversión basados, la mayoría de ellos, en algún tipo de análisis fundamental. Si se observa que el valor de mercado de estos activos es menor que el valor intrínseco obtenido, el fondo adoptará una posición larga puesto que espera beneficiarse de la subida del precio del activo. Por el contrario, si el valor de mercado es mayor que el valor intrínseco observado, el fondo tomará una posición corta (venta en descubierto) esperando beneficiarse de una caída del precio.

[122] Estos bajos niveles de liquidez explican las restricciones establecidas en relación a los periodos de reembolso de los capitales invertidos en este tipo de fondos.

Tabla A1.1. Otras Clasificaciones de las Estrategias de los Fondos de Cobertura

1.Estrategias neutrales al mercado 1.1.Largo/Corto en renta variable 1.2.Arbitraje 1.2.1.Arbitraje de bonos convertibles 1.2.2.Arbitraje de renta fija 1.2.3.Arbitraje estadístico **2.Estrategias basadas en acontecimientos** 2.1.Valores en dificultades 2.2.Arbitraje de fusiones **3.Estrategias de tendencia de mercado** 3.1.Venta en corto 3.2.Gestión con futuros	**1.No direccionales** 1.1.Neutrales con respecto al mercado 1.2.Arbitraje de convertibles 1.3.Arbitraje de renta fija **2.Condicionadas por algún suceso** 2.1.Arbitraje en fusiones 2.2.Activos en dificultades 2.3.Alto rendimiento **3.Direccionales** 3.1.Comprador/vendedor de acciones 3.2.Posiciones cortas 3.3.Global macro 3.4.Mercados emergentes 3.5.Gestión de contratos futuros
Fuente: Cambón Murcia (2004)	Fuente: Palau Montañada (2005)
1.Convertible Arbitrage **2.Dedicated Short Bias** **3.Emerging Markets** **4.Equity Market Neutral** **5.Event driven** 5.1.Distressed 5.2.Multi-Strategy 5.3.Risk Arbitrage **6.Fixed Income Arbitrage** **7.Global Macro** **8.Long/Short Equity** **9.Managed Futures** **10.Multi-Strategy**	**1.Macro globales** **2.Sectoriales** **3.Estrategias basadas en la tendencia del mercado** 3.1.Ventas en corto 3.2.Sólo largo 3.3.Oportunidad de mercado **4.Basadas en acontecimientos** 4.1.Arbitraje de fusiones 4.2.Valores en dificultades **5.Neutrales al mercado** 5.1.Largo/Corto de acciones 5.2.Arbitraje de índices bursátiles 5.3.Arbitraje de bonos convertibles 5.4.Arbitraje de renta fija 5.5.Arbitraje de valor relativo
Fuente: Credit Suisse/Tremont (2007)	Fuente: García Santos (2005)

La implantación de esta estrategia consiste, por tanto, en adoptar de forma simultánea posiciones cortas y largas en activos sobrevalorados e infravalorados respectivamente. El empleo de esta estrategia fuerza necesariamente al uso de apalancamiento, siendo además, numerosos los

instrumentos utilizados con el fin de identificar valores bien sobrevalorados o infravalorados. El primer fondo de cobertura, ya comentado, gestionado por Alfred Winslow Jones, se considera el pionero en la combinación de posiciones cortas y largas.

Antes de terminar con esta estrategia, es necesario señalar que su clasificación no está exenta de controversia. Si bien López de Prado e Illera (2004) consideran este tipo de estrategia como no neutral, otras clasificaciones, entre ellas la utilizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006), basada en una clasificación realizada por la FSA en un informe sobre Instituciones de Inversión Alternativa, incluye la estrategia de *long/short equity* dentro del grupo de las estrategias neutrales al mercado.

Finalmente, para concluir este epígrafe, en la Tabla A1.1 se muestran algunas de las clasificaciones de estrategias de *hedge funds* más empleadas. Como se puede apreciar, algunas de ellas agrupan dichas estrategias en familias, mientras que otras simplemente se limitan a presentar una enumeración de las mismas.

ANEXO 2. FONDOS DE *HEDGE FUNDS*

Los fondos de fondos (o fondos de *hedge funds*) son fondos que se caracterizan por invertir su capital en varios *hedge funds*. Éstos no apuestan por un *hedge fund* específico, sino que combinan varios productos (entre 15 y 30 *hedge funds*, y algunas veces más) con el fin de conseguir una mayor diversificación y disminuir el riesgo. Sus orígenes se remontan a 1969, año en el que *Rothschild Capital Management* creó el fondo de *hedge funds Leverage Capital Holdings.* No obstante, hace relativamente poco tiempo que estos productos han comenzado a tener una importancia significativa convirtiéndose en un importante motor para el crecimiento de la industria de los *hedge funds*.

De hecho, los fondos de fondos pueden considerarse los principales responsables de la democratización de los *hedge funds*, al permitir la participación de un mayor número de inversores sin que los requerimientos de capital se conviertan en una barrera infranqueable. De esta forma, se generan beneficios para ambas partes. Por un lado, el inversor que no dispone del importe mínimo requerido para invertir en *hedge funds* puede acceder a ellos a través de los denominados fondos de fondos. Y además, por el lado de los gestores, éstos pueden incrementar el volumen de activos gestionados y diluir riesgos entre un mayor número de participantes. De acuerdo con lo anterior, invertir a través de fondos de *hedge funds* ofrece importantes ventajas entre las que destacan (Lhabitant, 2006):

- Diversificación. Ésta se considera la ventaja más destacada que presentan estos productos financieros al permitir una reducción significativa de la exposición al riesgo de la cartera. La rentabilidad, el riesgo y la volatilidad son variables que dependen directamente de las estrategias utilizadas por los diferentes *hedge funds*. Los fondos de fondos, al seleccionar gestores que ponen en práctica distintas estrategias, permiten al inversor reducir el riesgo de tener todo el capital invertido en un mismo *hedge fund*, diversificando así la inversión. De esta forma, al aumentar el número de posiciones en la cartera, el gestor consigue reducir la volatilidad del conjunto de ésta, a la vez que mantiene el mismo nivel de rentabilidad.

- Accesibilidad. Como ya se ha indicado, son la mejor alternativa para acercar los *hedge funds* a los inversores individuales, que no

siempre disponen del patrimonio necesario para hacer frente a la inversión mínima requerida por los *hedge funds*. Éstos, en sentido estricto, se dirigen principalmente a "inversores cualificados", es decir, aquellos que tienen amplia experiencia, cuentan con un respaldo patrimonial considerable y poseen una extensa formación financiera. Esta serie de restricciones se imponen con el objetivo de garantizar que aquellas personas que invierten en *hedge funds* no van a acusar de forma notable la menor protección a la que se enfrentan derivada de las características propias de estos productos. En este contexto, los fondos de *hedge funds* se presentan como el único vehículo posible a disposición de los inversores que no cumplen estos requisitos de acceso ya que el desembolso inicial requerido es mucho más reducido.

- Gestión profesional. Los fondos de *hedge funds* permiten a los inversores beneficiarse de la experiencia y el saber hacer de los gestores profesionales en la industria de los *hedge funds*. El bagaje de éstos, así como una mejor gestión de la información, les permiten llevar a cabo con mayor acierto la evaluación y selección de fondos, realizando estimaciones más ajustadas y acertadas en cuanto al riesgo, los rendimientos, las correlaciones y otros aspectos relacionados con los *hedge funds*.

- Aumento de la transparencia. Una de las características básicas de los *hedge funds* es la falta de transparencia que los rodea. Son escasas las obligaciones de información a las que están sujetos, haciendo que poco a poco se hayan ido ganando el calificativo de "cajas negras". Por ello, crear una cartera de inversión compuesta por un conjunto de *hedge funds* requiere buscar información en un entorno opaco de escasa transparencia informativa, lo cual se convierte en una tarea costosa y prolongada en el tiempo. Todos estos factores constituyen por sí mismos argumentos de peso a favor de los fondos de *hedge funds*. Éstos, debido al volumen de activos que gestionan, consiguen un mejor acceso a la información gracias a acuerdos de confidencialidad con algunos gestores de *hedge funds* y, además, la mayoría de los gestores de fondos de fondos suelen ofrecer una mayor transparencia en relación a sus carteras que los gestores de *hedge funds*.

- Acceso a fondos cerrados. Parte de los *hedge funds* más prestigiosos y con mejor comportamiento se encuentran cerrados a nuevas suscripciones con el fin de preservar los rendimientos de los inversores existentes. No obstante, esta afirmación es susceptible de matices, ya que muchos de estos *hedge funds*, a pesar de estar oficialmente cerrados, aceptan la entrada en el fondo de nuevos inversores a largo plazo con importantes aportaciones como son los fondos de *hedge funds*[123].

Una vez expuestas las principales ventajas que ofrecen los fondos de *hedge funds*, se hace imprescindible aclarar que éstos también tienen sus debilidades**,** entre las que cabe señalar:

- Doble estructura de comisiones. Dada la forma en la que están estructurados los fondos de *hedge funds*, sus inversores pagan comisiones a dos niveles diferentes. Por un lado, deben afrontar comisiones de gestión y comisiones por rendimiento cobradas por los gestores encargados de seleccionar los *hedge funds* en los que invierte el fondo de fondos, y por otro, también tienen que sufragar las comisiones de gestión y por rendimiento de los *hedge funds* que son los que invierten y gestionan el dinero en último lugar.

  Es necesario considerar el impacto significativo que esta estructura doble de comisiones tiene sobre los resultados del inversor. No obstante, los gestores de fondos de fondos justifican este mayor coste para el inversor vía comisiones desde el punto de vista del servicio y del valor añadido que aportan. Por tanto, el impacto de estas mayores comisiones estará en función de los rendimientos obtenidos, ya que, los inversores estarán dispuestos a pagar comisiones más elevadas si a cambio obtienen apetecibles rentabilidades, nunca en caso contrario.

- Falta de control. El control que un inversor puede ejercer sobre un fondo de fondos es escaso. Ni siquiera el propio gestor del fondo de *hedge funds* ejerce un control claro sobre la forma de operar y las estrategias utilizadas por los gestores de los fondos subyacentes.

[123] Esta situación se conoce con el nombre de "cierre blando".

- Exceso de diversificación. Algunos autores defienden que a partir de un determinado nivel de diversificación (entre 15 y 25 fondos), aumentar el número de *hedge funds* en los que invierte el fondo no mejora la rentabilidad de éste sino que puede tener un efecto negativo en el rendimiento y en el riesgo global del mismo.

- Duplicidad de posiciones. Otro de los problemas asociados a los fondos de fondos es la posibilidad de duplicación de posiciones, tanto dentro de los *hedge funds* subyacentes, como dentro de los fondos de fondos.

ANEXO 3. RECOMENDACIONES RECOGIDAS EN LOS CÓDIGOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS PAÍSES EUROPEOS

Esta tabla presenta las recomendaciones relacionadas con la presencia de consejeros no ejecutivos en el Consejo y con la separación de las funciones del consejero delegado y del presidente del Consejo, que aparecen recogidas en los códigos de buen gobierno en vigor actualmente en los 15 países incluidos en la muestra, así como en los principios de gobierno corporativo de la OCDE.

País y Código de Gobierno Corporativo	**Estructura**	**Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo**	**Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo**
Alemania *Código de Gobierno Corporativo Alemán (enmienda 2010)*	Sistema dual*	Para que el Consejo de Supervisión pueda aconsejar de forma independiente al Consejo de Gestión y supervisarlo de forma efectiva, éste debe incluir un número adecuado de miembros independientes. En aquella empresas en las que el número de empleados supere los 500 (2000), éstos tienen también una representación en el Consejo de Supervisión, correspondiente a un tercio (la mitad) respectivamente.	
Austria *Código Austriaco de Gobierno Corporativo (2010)*	Sistema dual†	La junta general de accionistas debe asegurarse de que la composición del Consejo Supervisor es equilibrada, teniendo en cuenta la estructura y el negocio de la empresa, así como la experiencia y las capacidades personales de los miembros de este Consejo Supervisor. El número de miembros del Consejo de Supervisión debe ser diez como máximo (sin tener en cuenta los representantes de los empleados).	

* Alternativamente, a las empresas alemanas se les concede la posibilidad de optar por el sistema unitario extendido internacionalmente.

† Desde Octubre de 2004, se permite la adopción de un sistema unitario con ciertas restricciones.

Anexo 3. Recomendaciones Recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los Países Europeos (Cont.)

País y Código de Gobierno Corporativo	Estructura	Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo	Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo
Bélgica *Código Belga de Gobierno Corporativo (2009)*	Sistema unitario	Al menos la mitad del Consejo de Administración debe estar integrado por consejeros no ejecutivos, y al menos tres de ellos deben ser independientes.	El presidente del Consejo y el primer ejecutivo no deben ser el mismo individuo. Además, la división de responsabilidades entre el presidente y el primer ejecutivo debe estar claramente establecida por escrito y acordada por el Consejo.
España *Código de Gobierno Corporativo Unificado (2006)*	Sistema unitario	El código recomienda que la mayoría de los consejeros sean externos y que el número de consejeros ejecutivos sea el mínimo necesario a efectos de información y coordinación.	Dada la diversidad de prácticas en el ámbito internacional, así como la falta de evidencia empírica a favor de una determinada recomendación, el código no realiza ningún cometario encaminado a aconsejar sobre la separación de los cargos de presidente y primer ejecutivo. No obstante cuando los dos cargos recaigan en una misma persona, un consejero independiente debe tener la capacidad de convocar reuniones del Consejo o de incluir nuevos puntos a tratar en la agenda, de coordinar y poner voz a las preocupaciones de los consejeros externos, y de liderar la evaluación del Consejo al presidente.

Anexo 3. Recomendaciones Recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los Países Europeos (Cont.)

País y Código de Gobierno Corporativo	Estructura	Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo	Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo
Francia *Código de Gobierno Corporativo de las Empresas Cotizadas (2008*	La regulación francesa ofrece a todas las empresas la opción de elegir entre un sistema unitario (Consejo de Administración) y un sistema dual (Consejos de Gestión y Supervisión).	En aquellas empresas que opten por un sistema unitario, es importante que el Consejo cuente con la presencia de una proporción significativa de consejeros independientes, no sólo para satisfacer las expectativas del mercado, sino también para mejorar la calidad de los procedimientos. Estos consejeros independientes deben constituir más de la mitad de los miembros del Consejo en aquellas compañías con un capital disperso y sin un accionista de control. En las empresas en las que existe un accionista que tiene el control de las mismas, los consejeros independientes deben ser al menos un tercio del Consejo.	Las empresas con Consejos de Administración tienen la opción de separar las funciones de presidente y primer ejecutivo o de mantenerlas unidas. No se favorece ninguna fórmula y se permite que sean los propios Consejos de Administración los que decidan al respecto.
Grecia *Código de Gobierno Corporativo para Empresas Cotizadas(2011)*	Sistema unitario	El código requiere una mayor proporción de consejeros no ejecutivos y consejeros no ejecutivos independientes que la requerida por la Ley 3016/2002 con el fin de garantizar un equilibrio en la composición del Consejo y evitar posibles conflictos de interés. La Ley 3016/2002 requiere que al menos un tercio del Consejo este compuesto por miembros no ejecutivos y por dos miembros no ejecutivos independientes.	El Código no recomienda explícitamente la separación de los cargos de presidente y primer ejecutivo. Se deja a las compañías que decidan qué estructura se adapta mejor a sus necesidades y a su perfil de propiedad. No obstante, cuando el presidente es también el primer ejecutivo o tiene responsabilidades ejecutivas, el código recomienda el nombramiento de un vicepresidente independiente para salvaguardar la independencia del Consejo y garantizar que los miembros no ejecutivos están informados adecuadamente e involucrados en la toma de decisiones.

Anexo 3. Recomendaciones Recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los Países Europeos (Cont.)

País y Código de Gobierno Corporativo	Estructura	Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo	Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo
Holanda *Código Holandés de Gobierno Corporativo(2008)*	Sistema dual[ǂ]	Sistema Unitario: la mayoría de los miembros del Consejo deben ser no ejecutivos e independientes.	Sistema unitario: el presidente del Consejo no debería ser o haber sido un consejero ejecutivo.
Irlanda *Código de Gobierno Corporativo Irlandés (borrador, 2010)*	Sistema unitario	El Consejo debe incluir una combinación adecuada de consejeros ejecutivos y no ejecutivos (y en particular consejeros no ejecutivos independientes) de modo que ningún individuo o grupo pequeño de individuos puedan tener el control de la toma de decisiones del Consejo. En este sentido, las empresas deben explicar por qué sus Consejos están formados por un número determinado de consejeros y convencer a los inversores de que el número de consejeros no ejecutivos es suficiente. En el caso de que la empresa no cumpla con el requerimiento de que al menos la mitad del Consejo debe estar formado por consejeros no ejecutivos independientes, ésta deberá proporcionar una explicación en el informe anual sobre los motivos de tal divergencia.	Deberá existir una clara división de responsabilidades entre la presidencia del Consejo y la dirección de la compañía. Ningún individuo debe tener un poder de decisión ilimitado. Si excepcionalmente, un Consejo decide que el primer ejecutivo de la empresa debe convertirse en el presidente, el Consejo debe consultarlo con los accionistas previamente y exponer sus razones en el momento del nombramiento y en el siguiente informe anual.

ǂ En Noviembre de 2008, el gobierno de este país presentó a la *Cámara de Representantes del Parlamento Holandés* un programa con las reglas que regulan aquellos casos en los que los consejeros ejecutivos y no ejecutivos forman parte de un mismo Consejo (estructura unitaria).

Anexo 3. Recomendaciones Recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los Países Europeos (Cont.)

País y Código de Gobierno Corporativo	Estructura	Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo	Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo
Italia *Código de Gobierno Corporativo Italiano (2006)*	Sistema unitario[§]	El Consejo deberá estar integrado por consejeros ejecutivos y no ejecutivos. El número, competencias, autoridad y tiempo de dedicación de los consejeros no ejecutivos deberán ser los necesarios para asegurar que su opinión tenga un impacto significativo en la toma de decisiones del Consejo.	Es conveniente evitar la concentración de cargos en un único individuo. Cuando el Consejo conceda poderes ejecutivos al presidente, se deberá proporcionar adecuada información en el informe de gobierno corporativo sobre los motivos que han llevado a tal elección. Además, en el caso de que el presidente sea también el primer ejecutivo de la empresa, el Consejo deberá designar a un consejero independiente a la cabeza de los consejeros no ejecutivos, y en particular de los que son independientes, para que constituya un punto de coordinación y referencia en cuanto a los requerimientos y sugerencias de éstos.
Luxemburgo *Los diez principios de Gobierno Corporativo del Mercado de Valores de Luxemburgo(2009)*	Sistema unitario	Cada Consejo de Administración debe tener un número suficiente de consejeros independientes. Este número dependerá de la naturaleza de las actividades de la empresa, así como de su estructura de propiedad.	La gestión ejecutiva de la empresa debe asignarse a un cuerpo gestor, que deberá estas encabezado por un individuo distinto al presidente del Consejo. El consejo deberá distinguir claramente entre los deberes y responsabilidades del presidente y del prime ejecutivo, estableciéndolo por escrito.

§ Como alternativa a este sistema se ha introducido la posibilidad de adoptar otros dos sistemas distintos. No obstante, la implantación de estos últimos ha siso muy limitada.

Anexo 3. Recomendaciones Recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los Países Europeos (Cont.)

País y Código de Gobierno Corporativo	Estructura	Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo	Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo
Polonia *Código de Buenas Prácticas para las Empresas que Cotizan en el WSE (2010)*	Sistema dual	Al menos dos miembros del Consejo de Supervisión deben cumplir los criterios de independencia con respecto a la empresa y a las entidades con vínculos significativos con la compañía.	
Portugal *Código de Gobierno Corporativo de la CMVM (2010)*	Sistema unitario	El Consejo debe incluir un número de miembros no ejecutivos que asegure una supervisión y valoración eficiente de la actividad de los miembros ejecutivos. Al mismo tiempo, los consejeros no ejecutivos deben incluir un número adecuado de miembros independiente. El tamaño de la empresa y su estructura de propiedad deben ser tenidos en cuenta cuando se determine este número, que en ningún caso deberá ser inferior a cuarta parte del Consejo.	En caso de que el presidente del Consejo lleve a cabo labores ejecutivas, el Consejo deberá establecer mecanismos de control eficientes.
Suecia *Código de Gobierno Corporativo de Suecia (2010)*	Sistema unitario	El Código estipula que tan sólo uno de los consejeros elegidos por los accionistas puede formar parte del equipo directivo de la empresa o de cualquiera de sus subsidiarias. Generalmente, este puesto suele ocuparlo el primer ejecutivo. No obstante, también es frecuente que ninguno de los miembros del Consejo sean consejeros ejecutivos. Por tanto, los Consejos en las empresas cotizadas suecas suelen estar integrados en su mayoría, o incluso por completo, por consejeros no ejecutivos.	El primer ejecutivo podrá ser un miembro del Consejo pero no su presidente.

Anexo 3. Recomendaciones Recogidas en los Códigos de Gobierno Corporativo de los Países Europeos (Cont.)

País y Código de Gobierno Corporativo	Estructura	Presencia de Consejeros no Ejecutivos en el Consejo	Separación de los Cargos de Presidente del Consejo y Primer Ejecutivo
Suiza *Código de Buenas Prácticas para el Gobierno Corporativo (2008)*	Sistema unitario	La mayoría del Consejo debe, por norma, estar integrado por consejeros que no desempeñen ninguna función ejecutiva en el seno de la empresa (consejeros no ejecutivos).	El Consejo debe determinar si una única persona o dos individuos distintos deben ser nombrados Presidente del Consejo y máximo ejecutivo. Si el Consejo decide que un mismo individuo debe asumir los dos cargos, deberán establecerse los mecanismos de control adecuados.
UK *Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido (2010*	Sistema unitario	El Consejo debe incluir una combinación adecuada de consejeros ejecutivos y no ejecutivos (y en particular consejeros no ejecutivos independientes) de modo que ningún individuo o grupo pequeño de individuos puedan tener el control de la toma de decisiones del Consejo.	Deberá existir una clara división de responsabilidades entre la presidencia del Consejo y la dirección de la compañía. Ningún individuo debe tener un poder de decisión ilimitado. Las funciones de presidente y primer ejecutivo no deben ser ejercidas por la misma persona. Esta división de responsabilidades debe establecerse por escrito y estar acordada por el Consejo.
OECD *Principios de Gobierno Corporativo de la OECD (2004)*		Los Consejos deben considerar el nombramiento de un número suficiente de consejeros no ejecutivos capaces de proporcionar un juicio independiente en aquellos asuntos donde puede existir un conflicto de intereses.	En aquellos países con un sistema unitario, la independencia del Consejo se reforzará separando las funciones de presidente y primer ejecutivo, o en caso de que éstas sean desempeñadas por una misma persona, designando a un consejero no ejecutivo como encargado de convocar y presidir las reuniones de los consejeros externos. La separación de estos dos cargos debe ser considerada como una buena práctica, ya que ayuda a conseguir un equilibrio de poder apropiado, aumenta la responsabilidad y la rendición de cuentas, y mejora la capacidad del Consejo para tomar decisiones independientes.

ANEXO 4. COMPROMISO DE LOS *HEDGE FUNDS* ACTIVISTAS CON LAS EMPRESAS (*WOLF PACKS*)

Esta tabla presenta estadísticas descriptivas que permiten conocer el nivel de compromiso y control adquirido por los *hedge funds* activistas en aquellas empresas que reciben la inversión de varios *hedge funds* activistas durante el mismo año o durante dos trimestres consecutivos. El Panel A proporciona el porcentaje que sobre el total del capital de la empresa representa la participación inicial conjunta de los *hedge funds*. El Panel B muestra el valor de dicha participación inicial conjunta, expresado en dólares (MM). El El Panel D muestra el horizonte de inversión de los *hedge funds* activistas (desde la inversión del primer *hedge fund* hasta la desinversión del último), expresado en número de trimestres. Para estos tres Paneles se presentan los percentiles 5, 25, 50 (mediana), 75 y 95 de la muestra.

Panel A: Porcentaje del Capital Social

Percentil	% Inicial
5%	3,13
25%	4,48
50%	7,88
75%	13,16
95%	31,7

Panel B: Valor de la Participación

Percentil	Valor Inicial (MM$)
5%	7,79
25%	35,5
50%	74,03
75%	175,02
95%	735,03

Panel C: Horizonte de Inversion

Percentil	Periodo de Inversión (trimestres)
5%	1,00
25%	2,00
50%	6,00
75%	12,00
95%	19,00

ANEXO 5. CARACTERÍSTICAS QUE PRESENTAN LAS EMPRESAS 1 AÑO ANTES DE LA INVERSIÓN DEL *HEDGE FUND* ACTIVISTA (SIN WINSORIZAR)

Esta tabla muestra las características que presentan las empresas un año antes de que el *hedge fund* activista adquiera una participación igual o superior al 1% de su capital social. Véase la Tabla XI para una descripción más detallada de la estructura de esta tabla.

	Nº Observ. (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		Diferencia Media (6)	*Tests* de Diferencias	
Panel A: Tamaño de la Empresa		**Media (2)**	**Mediana (3)**	**Media (4)**	**Mediana (5)**		***Test-t* (7)**	***Test* de Wilcoxon (8)**
Capitalización Bursátil	220	1238945	247084,5	1322375	233085,5	-83430,31	-0,3376	1,205(0,2282)
Activos Totales	245	4675483	372445	5945870	337186	-1270386	-0,9259	0,480 (0,6315)
Ventas	246	1332532	312472,5	1658438	256953,5	-325905,8	-0,8710	0,055 (0,9565)
Panel B: Valor de la Compañía								
Ratio Precio-Valor de Mercado	219	3,2689	1,8047	5,4688	1,6599	-2,1999	-0,6132	1,414 (0,1575)
Q de Tobin	221	4,6851	1,291	2,0245	1,1946	2,6606	1,3281	**2,350 (0,0188)**
Panel C: Rentabilidad Operativa								
ROA	226	0,0657	3,195	1,6095	3,805	-1,5438	-0,7903	**-1,905 (0,0567)**
ROE	216	-14,9181	7,8070	-3,3075	8,6346	-11,6106	-0,8914	**-1,999 (0,0456)**
Flujos de Caja /AT	224	0,1366	0,0508	0,0288	0,0429	0,1078	1,3607	0,192 (0,8481)
Panel D: Costes de Agencia								
Efectivo/ AT	189	0,2266	0,0664	0,1283	0,0535	0,0983	1,3774	0,246 (0,8054)
Efectivo y Equivalentes/ AT	223	0,2759	0,0964	0,1629	0,0883	0,1130	1,7622*	0,595 (0,5518)
Deuda Total/ AT	237	0,6611	0,2113	0,2295	0,1929	0,4316	2,6377***	**1,826 (0,0678)**
Deuda a C.P./ AT	225	0,2119	0,0455	0,0870	0,0454	0,1250	2,1942*	0,251 (0,8021)
Deuda a L.P./ AT	234	0,4626	0,1151	0,1460	0,0890	0,3166	2,4079**	**1,997 (0,0459)**
Deuda Total/ Capital ordinario (%)	237	96,4248	41,32	99,3960	50,24	-2,9712	-0,0975	-0,036 (0,9709)
Deuda Total/Capital Total (%)	235	42,3107	33,51	36,0792	33,62	6,2315	1,6896*	**1,756 (0,0791)**
Ratio *Payout*	176	19,705	0	23,6120	14,635	-3,9070	-1,6799*	**-1,652 (0,0985)**
Rentabilidad por Dividendo	205	2,066	1,21	2,0373	1,6	0,0287	0,0743	**-1,764 (0,0778)**
Panel E: Estructura de Costes								
Costes de Capital/AT	226	0,1343	0,0273	0,0550	0,0315	0,0793	1,6174	0,176 (0,8600)

ANEXO 6. CAMBIOS EN LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS 1 AÑO DESPUÉS DE LA INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* (SIN WINZORIZAR)

Esta tabla presenta los cambios que se producen en las características de las empresas entre el año antes y el año después de que el *hedge fund* activista adquiera una participación igual o superior al 1% de su capital social. Véase la Tabla XII para una descripción más detallada de la estructura de esta tabla.

	Nº Observ. (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		Diferencia Media (6)	*Tests* de Diferencias	
Panel A: Tamaño de la empresa		**Media (2)**	**Mediana (3)**	**Media (4)**	**Mediana (5)**		***Test-t* (7)**	***Test* de Wilcoxon (8)**
Capitalización Bursátil	102	1,1449	0,5850	0,7490	0,4631	0,3959	1,1569	1,384 (0,1665)
Activos Totales	152	1,1941	0,2799	0,7861	0,2449	0,4080	0,7284	-0,164 (0,8700)
Ventas	151	17,1247	0,2751	0,4155	0,2253	16,7092	1,0134	0,981 (0,3267)
Panel B: Valor de la Compañía								
Ratio Precio-Valor de Mercado	121	-0,1064	-0,0349	0,0274	0,0499	-0,1338	-0,7451	-0,521 (0,6022)
Q de Tobin	99	0,0963	0,0544	0,1249	0,0741	-0,0286	-0,4926	-0,688 (0,4917)
Panel C: Rentabilidad Operativa								
ROA	103	-1,4835	-0,2808	-1,2606	0,0448	-0,2229	-0,1068	**-1,675 (0,0940)**
ROE	96	-2,2613	-0,1257	-16,5902	-0,0328	14,3289	0,8353	-0,011 0,9913)
Flujos de Caja /AT	96	-0,2211	-0,3059	-0,2088	-0,2857	-0,0123	-0,0143	0,274 (0,7840)
Panel D: Costes de Agencia								
Efectivo/ AT	91	1,5650	0,0589	12,3056	0	-10,7406	-1,4525	0,423 (0,6719)
Efectivo y Equivalentes/ AT	103	28,3614	0,0408	6,5083	0	21,8532	0,7867	-0,674 (0,5000)
Deuda Total/ AT	103	0,8995	-0,0348	0,3286	-0,0951	0,5709	0,6828	-0,326 (0,7446)
Deuda a C.P./ AT	94	1,2099	-0,1690	1,6853	0	-0,4754	-0,5466	**-1,740 0,0818)**
Deuda a L.P./ AT	96	3,6921	-0,0602	1,4377	-0,1282	2,2544	0,9667	1,531 (0,1257)
Deuda Total/ Capital Ordinario (%)	103	0,8856	-0,2430	0,6823	-0,1322	0,2033	0,0967	-1,395 (0,1630)
Deuda Total/Capital Total (%)	102	0,9280	-0,0790	0,2257	-0,0728	0,7023	0,6511	-0,479 (0,6319)
Ratio *Payout*	56	0,0139	0	-0,0252	0	0,0391	0,3822	0,075 (0,9404)
Rentabilidad por Dividendo	131	0,1483	0	0,0888	0	0,0594	0,2855	**2,546 (0,0109)**
Panel E: Estructura de Costes								
Costes de Capital/AT	101	1,0645	0,0792	2,4360	-0,0609	-1,3715	-0,6402	1,604 (0,1087)

ANEXO 7. CAMBIOS EN LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS 2 AÑOS DESPUÉS DE LA INVERSIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS* (SIN WINZORIZAR)

Esta tabla presenta los cambios que se producen en las características de las empresas entre el año antes y dos años después de que el *hedge fund* activista adquiera una participación igual o superior al 1% de su capital social. Véase la Tabla XIII para una descripción más detallada de la estructura de esta tabla.

	Nº Observ. (1)	Muestra Objetivo		Muestra de Control		Diferencia Media (6)	*Tests* de Diferencias	
Panel A: Tamaño de la Empresa		**Media (2)**	**Mediana (3)**	**Media (4)**	**Mediana (5)**		**Test- *t* (7)**	**Test de Wilcoxon (8)**
Capitalización Bursátil	51	1,8253	0,8279	1,8228	0,7046	0,0025	0,0025	0,619 (0,5361)
Activos Totales	76	0,6361	0,3268	1,6085	0,4638	-0,9724	**-2,2536****	**-2,086 (0,0369)**
Ventas	72	0,8260	0,3900	0,9304	0,4247	-0,1044	-0,3614	-0,842 (0,3999)
Panel B: valor de la compañía								
Ratio Precio-Valor de Mercado	63	0,9930	-0,1399	0,2267	0,1100	0,7663	1,0453	-0,089 (0,9291)
Q de Tobin	44	0,4609	0,1957	0,2403	0,0867	0,2206	1,0190	1,540 (0,1234)
Panel C: Rentabilidad Operativa								
ROA	47	3,7931	-0,68	2,5121	-0,0581	1,2810	0,2611	-0,963 (0,3356)
ROE	36	-2,7020	-0,6509	0,3189	-0,2118	-3,0209	-0,8647	-0,456 (0,6487)
Flujos de Caja /AT	40	2,2260	-0,0703	-0,6477	-0,2683	2,8738	1,6049	1,277 (0,2016)
Panel D: Costes de Agencia								
Efectivo/ AT	40	1,0793	0,0397	0,4021	0,0206	0,6771	1,2576	0,336 (0,7368)
Efectivo y Equivalentes/ AT	44	32,5861	0,0575	1,7973	-0,1052	30,7888	0,9825	0,689 (0,4911)
Deuda Total/ AT	44	0,4146	-0,0118	0,3245	-0,1398	0,0902	0,2193	1,132 (0,2576)
Deuda a C.P./ AT	39	0,2588	-0,2037	0,6931	-0,1105	-0,4343	-0,7662	-0,433 0,6653)
Deuda a L.P./ AT	39	2,3818	-0,0163	0,1230	0	2,2588	1,7575*	1,312 (0,1896)
Deuda Total/ Capital Ordinario (%)	49	1,0646	-0,0456	0,3042	-0,2499	0,7603	1,1581	1,049 (0,2940)
Deuda Total/Capital Total (%)	48	0,2657	-0,0296	0,2241	-0,0824	0,0416	0,1360	1,128 (0,2592)
Ratio *Payout*	18	-0,0843	0	0,0678	0	-0,1521	-1,2960	-0,757 (0,4491)
Rentabilidad por Dividendo	63	0,5336	0	-0,0730	-0,1230	0,6066	1,6306	**2,521 (0,0117)**
Panel E: Estructura de Costes								
Costes de Capital/AT	45	2,8691	0,0861	1,8127	0,0393	1,0565	0,5432	1,089 (0,2760)

ANEXO 8. MODELOS *LOGIT* ESTIMADOS CON DATOS DE PANEL

Como se ha comentado en la Sección 2 del Capítulo 6 sobre las herramientas metodológicas empleadas, una de las principales ventajas que presenta la metodología de datos de panel es el control de la heterogeneidad inobservable. En este sentido, los *hedge funds* activistas se caracterizan por invertir recursos en la adquisición de información, muchas veces privilegiada, sobre las empresas en las que invierten, por lo que se supone que estos fondos tienen un conocimiento bastante exhaustivo sobre dichas compañías.

Por ello no sería extraño que los *hedge funds* activistas pudieran conocer características de las empresas, más o menos constantes, de tipo cualitativo, como puede ser el caso de la cultura de la empresa, la estrategia corporativa, el tipo de relación que existe entre los accionistas de la empresa y la dirección (más o menos colaborativa), etc., que podrían influir en la capacidad de actuación de los *hedge funds* activistas en las empresas en las que invierten y que, por tanto, podrían determinar de forma significativa las decisiones de inversión de estos fondos. Por consiguiente, dado que estos comportamientos particulares pueden influir en las decisiones de los *hedge funds* a la hora de elegir a sus empresas objetivo, sería conveniente, en la medida de lo posible, controlar esta heterogeneidad inobservable.

De acuerdo con lo anterior, se decidió estimar las regresiones *logit* utilizando la metodología de datos de panel. Para ello se han utilizado paneles incompletos. Aunque los datos sobre los eventos de activismo en las empresas europeas se obtienen para el periodo 2003-2008, para este análisis ha sido necesario incluir un año adicional, el 2002, ya que se pretende analizar las características que presentan las empresas un año antes de la entrada de los *hedge funds* activistas. Además, al igual que ocurría en los modelos de sección cruzada, dado que algunas empresas han sido objetivo de varios *hedge funds* activistas[124], para este análisis únicamente consideramos la primera vez que estas compañías fueron objeto de activismo por parte de un *hedge fund*.

[124] Ver Tabla X, Panel C y sus comentarios correspondientes.

A). Información financiero-contable

La Tabla A8.1 recoge los resultados de las estimaciones de las regresiones *logit* que pronostican la probabilidad de que una empresa reciba la inversion de un *hedge fund* activista durante el año siguiente, las cuales ha sido realizadas utilizando la metodología de datos de panel. En este caso la especificación básica del modelo de regresión *logit* es la siguiente (1):

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

donde

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 \text{PTBR}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \left(\frac{\text{CASH}}{\text{TA}}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{\text{TD}}{\text{TA}}\right)_{i,t}$$
$$+ \beta_5 \text{PAYOUT}_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\text{CE}}{\text{TA}}\right)_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

y donde Y es la variable dependiente que toma el valor de 1 si un *hedge fund* activista adquiere más del 1% del capital de esa empresa durante el año siguiente, y 0 en caso contrario. PTBR, ROA, CASH, TD, PAYOUT, CE y TA se refieren al ratio precio-valor contable, la rentabilidad económica, el ratio *payout*, los costes de capital y los activos totales, respectivamente [125]. Las variables CASH, TD y CE se dividen por el total de activos. ηi hace referencia a la heterogeneidad inobservable y εit a la perturbación aleatoria.

Como se ha comentado en la Sección metodológica, existen dos alternativas a la hora de estimar las regresiones *logit* con datos de panel: modelos *logit* de efectos fijos y modelos *logit* de efectos aleatorios. Dada la dificultad a la hora de determinar qué tipo de modelo es preferible en función de la correlación de la heterogeneidad inobservable (η_i) con el resto de variables explicativas, se ha optado por presentar los resultados de las estimaciones de ambos modelos (Arellano y Honoré, 2001; Pindado y De la Torre, 2007).

[125] El subíndice i se refiere a la compañía y el subíndice t se refiere al año.

Tabla A8.1. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo. Datos de Panel (Información Financiero-Contable)

Esta tabla muestra los resultados de las estimaciones de los modelos *logit* con efectos fijos (Panel A) y con efectos aleatorios (Panel B). La variable dependiente es una variable *dummy* que toma el valor de 1 si un *hedge fund* activista adquiere más del 1% del capital de esa empresa durante el año siguiente, y 0 en caso contrario. Las variables explicativas son: PTBR: ratio precio-valor contable; ROA: rentabilidad económica; ROE: rentabilidad financiera; CASH: efectivo; CASHE: efectivo y equivalentes; TD: deuda total; TD/TC: deuda total/capital total; TD/CE: deuda total/capital ordinario; PAYOUT: ratio *payout;* DYIELD: rentabilidad por dividendo; y CE: costes de capital. Las variables CASH, CASHE, TD y CE se dividen por el total de activos (TA). Para cada una de las variables, se presentan los coeficientes *logit* estimados y los P-valor. Además, para cada modelo se especifica el número de observaciones, el número de empresas, el logaritmo de la verosimilitud (*log likelihood*) y el P-valor que determina la significación conjunta del modelo (prob>chi2). *, ** y *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

	PANEL A- EFFECTOS FIJOS									
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
PTBR	0,0167 (0,105)	0,0123 (0,371)	0,0401 (0,136)	0,0180 (0,085)	0,0406 (0,131)	0,0533 (0,010)***	0,0117 (0,432)	-0,0163 (0,516)	0,0115 (0,399)	0,0166 (0,109)
ROA	-0,0007 (0,880)			0,0001 (0,978)		-0,0002 (0,955)				-0,0001 (0,975)
ROE		-0,0007 (0,375)	-0,0003 (0,703)		-0,0003 (0,683)		-0,0011 (0,266)	-0,0005 (0,476)	-0,0006 (0,414)	
CASH/TA		0,1984 (0,492)	0,1804 (0,534)	0,1796 (0,528)						
CASHE/TA					0,0451 (0,875)	0,1859 (0,056)*				
TD/TA									0,1148 (0,444)	
TD/TC				0,0016 (0,287)						
TD/CE			-0,0001 (0,044)**		-0,0010 (0,034)**	-0,0012 (0,009)***				
DYIELD								-0,0242 (0,331)		
PAYOUT							-0,0055 (0,297)			
CE/TA										0,2157 (0,235)
Nº Observ.	1098	874	874	931	937	993	806	1019	995	1034
Nº Empresas	209	175	175	182	187	193	169	195	198	203
Prob>chi2	3,52 (0,172)	1,98 (0,577)	7,53 (0,110)	5,28 (0,259)	7,74 (0,102)	13,12 (0,011)	3,28 (0,350)	2,23 (0,526)	2,12 (0,548)	4,76 (0,189)
Log Verosimilitud	-335,9	-272,8	-270,1	-286,5	-288,9	-301,3	-252,9	-312,9	-309,8	-319,3

Tabla A8.1. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo. Datos de Panel (Información Financiero-Contable) Cont.

	PANEL B- EFFECTOS ALEATORIOS									
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
PTBR	0,02 (0,458)	0,0005 (0,865)	0,0014 (0,609)	0,0020 (0,438)	0,0015 (0,599)	0,0023 (0,378)	0,0133 (0,120)	-0,0017 (0,762)	0,0006 (0,854)	0,0019 (0,454)
ROA	-0,0015 (0,691)			-0,0002 (0,966)		-0,0011 (0,764)				-0,0015 (0,695)
ROE		-0,0008 (0,160)	-0,0008 (0,177)		-0,0007 (0,170)		-0,0008 (0,179)	-0,0008 (0,158)	-0,0008 (0,127)	
CASH/TA		0,2102 (0,051)*	0,2036 (0,059)*	0,2129 (0,048)**						
CASHE/TA					0,1816 (0,063)*	0,1859 (0,056)*				
TD/TA									-0,0005 (0,968)	
TD/TC				0,002 (0,117)						
TD/CE			-0,0004 (0,187)		-0,0004 (0,130)	-0,0002 (0,432)				
DYIELD								-0,0096 (0,631)		
PAYOUT							-0,0044 (0,161)			
CE/TA										0,0222 (0,657)
Nº Observ.	2612	2157	2156	2244	2343	2436	2206	2411	2470	2520
Nº Empresas	515	448	448	453	483	488	499	482	508	510
Prob>chi2	0,67 (0,714)	5,00 (0,172)	6,67 (0,155)	5,83 (0,212)	7,15 (0,128)	4,39 (0,356)	6,39 (0,094)*	2,01 (0,571)	2,01 (0,571)	0,83 (0,842)
Log Verosimilitud	-730,3	-604,7	-603,8	-628,6	-650,9	-674,7	-598,2	-678,7	-690,9	-705,49
Rho	6,90e-07	2,03e-07	2,03e-07	6,91e-07	2,04e-07	2,02e-07	2,28e-07	6,83e-07	2,05e-07	2,04e-07

La Tabla A8.1 muestra los resultados de la estimaciones de los modelos de efectos fijos (Panel A) y de los modelos de efectos aleatorios (panel B). Estos modelos, que recogen diferentes especificaciones del modelo básico (I)[126] teniendo en cuenta las correlaciones existentes entre las variables explicativas a fin de evitar incurrir en problemas de multicolinearidad, van a permitir comprobar si la información financiero-contable de las empresas afecta o no de forma significativa a las decisions de inversion de los *hedge funds* en Europa.

Resultan de especial interés los indicadores y *test* que proporciona la estimación de los modelos de efectos aleatorios, los cuales permiten verificar la existencia de heterogeneidad inobservable. Uno de estos indicadores es (Rho) = σ_{η}^2 / (σ_{η}^2+1), que representa la proporción de la varianza que puede explicarse por la heterogeneidad inobservable. Cuando Rho se aproxima a cero, entonces puede concluirse que la heterogeneidad inobservable no es significativa para el modelo y, por tanto, no se justifica la utilización de la metodología de datos de panel (Pindado et al., 2006).

Como puede observarse en el Panel B, el indicador Rho es muy cercano a cero, por lo que no se confirma la existencia de heterogeneidad inobservable. Además, aunque no se indique en la tabla, en ninguno de los modelos se rechaza la hipótesis nula de que el estimador de datos de panel equivale al estimador *logit* de una *pooled regression*. Por todo ello, no se justifica la utilización de la metodología de datos de panel.

B). Información de mercado

La Hipótesis 4 establece que la información de mercado de las empresas, es decir, su rentabilidad bursátil, influye significativamente en las decisiones de inversión de los *hedge funds* activistas. Por ello, se ha procedido a incorporar una nueva variable al modelo inicial, MRET.

[126] Además de las variables contempladas en la especificación básica del modelo, también se han realizado pruebas con otras variables, por ejemplo, se ha sustituido el ratio precio-valor contable (PTBR) por la Q deTobin (TOBINQ); la rentabilidad económica (ROA) por la rentabilidad financiera (ROE) y los flujos de caja operativos(CF); el efectivo (CASH) por el efectivo y equivalentes (CASHE); la deuda total (TD) por la deuda a largo plazo (LTD), deuda a corto plazo (STD), deuda total/capital ordinario (TD/CE), deuda total/ capital total (TD/TC); y ratio *payout* (PAYOUT) por la rentabilidad por dividendo (DYIELD). Algunas de estas nuevas especificaciones del modelo aparecen recogidas en la Tabla A8.1, otras se han omitido por cuestiones de espacio pero los resultados obtenidos son cualitativamente similares.

Tabla A8.2. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo. Datos de Panel (Información de Mercado)

Esta tabla muestra los resultados de las estimaciones de los modelos *logit* con efectos fijos (Panel A) y con efectos aleatorios (Panel B). La variable dependiente es una variable *dummy* que toma el valor de 1 si un *hedge fund* activista adquiere más del 1% del capital de esa empresa durante el año siguiente, y 0 en caso contrario. Las variables explicativas son: MRET: rentabilidad bursátil anual; PTBR: ratio precio-valor contable; ROA: rentabilidad económica; ROE: rentabilidad financiera; CASH: efectivo; CASHE: efectivo y equivalentes; TD: deuda total; TD/TC: deuda total/capital total; TD/CE: deuda total/capital ordinario; PAYOUT: ratio *payout;* DYIELD: rentabilidad por dividendo; y CE: costes de capital. Las variables CASH, CASHE, TD y CE se dividen por el total de activos (TA). Para cada una de las variables, se presentan los coeficientes *logit* estimados y los P-valor. Además, para cada modelo se especifica el número de observaciones, el número de empresas, el logaritmo de la verosimilitud (*log likelihood*) y el P-valor que determina la significación conjunta del modelo (prob>chi2). *, ** y *** indican un nivel de significación del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

	PANEL A- EFFECTOS FIJOS									
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
MRET	-0,1207 (0,366)	-0,0953 (0,465)	-0,1221 (0,361)	-0,1219 (0,359)	0,0265 (0,780)	-0,0205 (0,826)	-0,1490 (0,251)	-0,1362 (0,297)	0,0186 (0,842)	-0,0009 (0,992)
PTBR		0,0078 (0,607)				0,0479 (0,018)**	-0,0064 (0,667)	-0,1902 (0,520)	0,0148 (0,178)	
ROA					0,0018 (0,691)	-0,0002 (0,955)			0,0002 (0,954)	
ROE	-0,0005 (0,503)	-,0008 (0,340)	-0,0006 (0,469)	-0,0002 (0,856)			-0,0006 (0,474)	-0,0005 (0,564)		
CASH/TA	0,3561 (0,348)	0,3704 (0,340)	0,3540 (0,350)	0,3320 (0,375)	0,4949 (0,224)					
CASHE/TA						0,1758 (0,598)	0,2463 (0,466)	0,2758 (0,426)		
TD/TA									0,0281 (0,836)	
TD/TC			-0,0018 (0,754)				0,0021 (0,625)	0,0033 (0,442)		
TD/CE				-0,0007 (0,080)+	-0,0001 (0,461)	-0,0011 (0,016)**				
DYIELD								-0,0191 (0,486)		
PAYOUT					-0,0243 (0,470)					
CE/TA										0,053 (0,862)
Nº Observ.	811	788	811	811	861	902	848	846	950	983
Nº Empresas	163	159	163	163	169	177	171	170	186	192
Prob>chi2	2,53 (0,469)	2,97 (0,562)	2,63 (0,621)	6,90 (0,141)	3,24 (0,663)	11,41 (0,044)**	3,39 (0,640)	3,99 (0,678)	2,78 (0,595)	0,03 (0,985)
Log Verosimilitud	-253,7	-246,1	-253,6	-251,5	-267,1	-275,4	-264,5	-263,4	-294,7	-306,59

Tabla A8.2. Análisis *logit* de las Características de las Empresas Objetivo. Datos de Panel (Información de Mercado) Cont.

	PANEL B- EFFECTOS ALEATORIOS									
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
MRET	-0,038 (0,766)	-0,0241 (0,849)	-0,0335 (0,793)	-0,0363 (0,777)	0,085 (0,364)	0,0898 (0,324)	-0,0340 (0,136)	-0,0328 (0,789)	0,1086 (0,225)	0,0656 (0,485)
PTBR		0,0003 (0,912)				0,0020 (0,430)	0,0004 (0,901)	-0,0017 (0,746)	0,0018 (0,500)	
ROA					-0,0015 (0,691)	-0,0026 (0,525)			-0,0025 (0,545)	
ROE	-0,0009 (0,128)	-0,0008 (0,161)	-0,0009 (0,132)	-0,0009 (0,129)			-0,0008 (0,169)	-0,0007 (0,198)		
CASH/TA	0,2375 (0,029)**	0,2062 (0,062)*	0,2419 (0,026)**	0,2296 (0,034)**	0,2178 (0,042)**					
CASHE/TA						0,1924 (0,063)*	0,2190 (0,034)**	0,2193 (0,033)**		
TD/TA									0,0019 (0,895)	
TD/TC			0,0036 (0,251)				0,0044 (0,136)	0,0046 (0,120)		
TD/CE				0,0003 (0,200)	-0,0001 (0,538)	-0,0002 (0,470)				
DYIELD								-0,0019 (0,924)		
PAYOUT					-0,0151 (0,583)					
CE/TA										0,0072 (0,912)
Nº Observ.	2022	1996	2021	2020	2035	2235	2162	2114	2358	2383
Nº Empresas	431	428	431	431	414	467	461	441	491	494
Prob>chi2	6,47 (0,091)*	4,78 (0,310)	7,76 (0,100)*	8,23 (0,083)*	5,44 (0,365)	5,50 (0,358)	7,72 (0,172)	7,71 (0,26)	1,97 (0,742)	1,97 (0,742)
Log Verosimilitud	-570,7	-559,6	-569,9	-569,6	-581,98	-623,2	-601,37	-592,4	-657,23	-657,23
Rho	2,05e-07	2,05e-07	2,03e-07	2,05e-07	6,76e-07	2,01e-07	2,03e-07	6,96e-07	2,03e-07	6,98e-10

La nueva especificación del modelo es la siguiente (2):

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

donde

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 \text{PTBR}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \left(\frac{\text{CASH}}{\text{TA}}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{\text{TD}}{\text{TA}}\right)_{i,t}$$
$$+ \beta_5 \text{PAYOUT}_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\text{CE}}{\text{TA}}\right)_{i,t} + \text{MRET}_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Los resultados de la estimación de estos nuevos modelos con datos de panel se presentan en la Tabla A8.2. Al igual que en la tabla anterior se muestran tanto los resultados de las estimaciones de los modelos de efectos fijos (Panel A) como de los modelos de efectos aleatorios (Panel B). Dichos modelos pretenden comprobar si la rentabilidad de mercado de las empresas influye en la probabilidad de que las compañías reciban la inversión de un *hedge fund* activista durante el siguiente año. Como puede observase en la Tabla A8.2., la rentabilidad de mercado de las empresas no parece tener un efecto estadísticamente significativo en esta probabilidad, por lo que no se obtiene evidencia que sustente la Hipótesis 4. No obstante, debe tenerse en cuenta que el indicador Rho obtenido en la estimación de los modelos de efectos aleatorios refleja la escasa importancia de la heterogeneidad inobservable a la hora de explicar la varianza, por lo que igual que en el caso anterior, no está justificada la utilización de la metodología de datos de panel.

ANEXO 9. MATRIZ DE CORRELACIÓN

Esta tabla presenta la matriz de correlación correspondiente a las variables contables y de mercado que se utilizan para contrastar las hipótesis 1 y 4: TOBINQ: Q de Tobin; PTBR: ratio precio- valor de mercado; ROE: rentabilidad financiera; ROA: rentabilidad económica; CF: flujos de caja operativos; CASH: efectivo; CASHE: efectivo y equivalentes; TD: deuda total; STDEBT: deuda a C.P.; LTDEBT: deuda a L.P; TD/CE: deuda total /capital ordinario; TD/TC: deuda total/capital total; DPAYOUT: ratio *payout*, DYIELD: rentabilidad por dividendo; CE: costes de capital; MRET: rentabilidad bursátil anual (año natural); MRETM: rentabilidad bursátil anual (trimestre de inversión como referencia). Las variables CASH, CASHE, TD, LTD, STD y CE han sido divididas por el total de activos (TA).

	TOBINQ	PTBR	ROE	ROA	CF_TA	CASH_TA	CASHE_TA	TD_TA	STDEBT_TA	LTDEBT_TA	TD/CE	TD/TC	DPAYOUT	DYIELD	CE_TA
TOBINQ	1,000														
PTBR	0,324	1,000													
ROE	0,065	0,079	1,000												
ROA	0,072	0,016	0,719	1,000											
CF_TA	0,424	0,031	0,271	0,448	1,000										
CASH_TA	0,506	0,135	-0,099	-0,099	0,292	1,000									
CASHE_TA	0,486	0,128	-0,079	-0,128	0,291	0,864	1,000								
TD_TA	0,574	-0,087	-0,008	0,026	0,587	0,465	0,436	1,000							
STDEBT_TA	0,397	-0,100	-0,149	-0,067	0,361	0,276	0,249	0,799	1,000						
LTDEBT_TA	0,522	-0,081	0,05	0,074	0,614	0,444	0,435	0,879	0,473	1,000					
TD/CE	0,017	0,201	0,174	0,049	0,071	-0,047	-0,052	0,255	0,179	0,269	1,000				
TD/TC	-0,041	-0,078	-0,211	-0,108	0,072	-0,174	-0,220	0,358	0,379	0,379	0,331	1,000			
DPAYOUT	0,003	0,117	0,210	0,236	0,224	-0,145	-0,146	0,016	0,012	0,038	0,104	0,064	1,000		
DYIELD	0,044	-0,077	0,032	0,101	0,108	-0,097	-0,112	0,085	0,129	0,087	0,036	0,187	0,389	1,000	
CE_TA	0,393	-0,037	0,107	0,125	0,512	0,298	0,294	0,675	0,490	0,594	0,168	0,182	-0,003	-0,019	1,000
MRET	0,085	0,180	0,297	0,260	0,211	-0,051	-0,037	-0,039	-0,138	0,019	0,126	-0,034	0,001	-0,026	0,042
MRETM	0,028	0,122	0,102	0,059	0,086	0,038	0,033	-0,069	-0,123	-0,043	0,058	-0,033	-0,072	-0,012	-0,038

	MRET	MRETM
MRET	1	
MRETM	0,677	1

UNIVERSITY OF LEON

Department of Business Administration

TITLE

THE DECISION MAKING IN FINANCIAL ACTIVISM: THE HEDGE FUNDS IN EUROPE

Doctoral Thesis presented by:

Pilar Valcárcel Gil

Supervised by:

D. Enrique López González

Professor of Accounting and Finance

University of León

León, December 2011

CHAPTER 1

INTRODUCTION

1.5. Motivation and Rationale

1.6. Objectives of the Thesis

1.7. Methodology

1.8. Structure

1.5. MOTIVATION AND RATIONALE

The objective of this doctoral thesis is to deepen analysis of financial activism of hedge funds in Europe. This area of study has attracted the interest of the scientific community since it offers a significant number of research opportunities, especially relating to the theories of the economics of information and institutional economics. The present study attempts to offer an empirical analysis in order to test the hypotheses that are formulated about this new phenomenon, contributing in this way to the provision of evidence on hedge fund activism.

Firstly, it should be noted that the research carried out in the field of the economics of information aims at studying the relationships between economic agents in circumstances where there are information asymmetries. Information is a key element in decision making processes, however, in most cases, economic agents do not have the same information regarding the variables that are relevant for their choices. Therefore, the academics who specialise in this academic area, such us the Nobel Prizewinners George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz, argue that often the information available for decision making is asymmetric, which has a significant impact on the behaviour of economic agents and on the decisions made by them.

Within modern companies, which are characterized by the separation of ownership and control, these information asymmetries trigger agency problems between the shareholders and the managers. Berle and Means (1932) explained how the separation of ownership and control has important consequences for the theory of the firm. Those individuals that have enough personal capital to fund the investments that are required by a company do not always have the capacity and the will to manage the firm, while those individuals possessing management abilities very often do not have the necessary personal wealth to fund the investments. In this way, there had been an irreversible separation of ownership and control (Jensen, 1983) and, therefore, the traditional linkage between investing, making decisions, and reaping profits had been dissolved in the modern corporation. This fact has brought about the emergence of a conflict of interests among the firm's shareholders, who own the company, and the managers, who are in charge of running the firm.

When firm managers do not own the whole share capital of a company, the consequences of their decisions for their personal capital are proportional to their participation in the firm's ownership, which is usually very small in the case of public firms. Therefore, it is expected that managers carry out an excessive pursuit of private benefits (Jensen and Smith, 1985), frequently to the detriment of shareholders' wealth (Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling, 1976).

Therein lies the root of the conflict of interest between the shareholders and the managers of a company. Given that both groups have different objectives, it is necessary to supervise and control the managers in order to avoid them acting in an opportunistic way (Fama and Jensen, 1983). However, shareholders cannot control the mangers and their decisions effectively without incurring costs, mainly because of the information asymmetries that characterize the relationship between these two groups. The managers, who know the business better than most of the firm shareholders, are therefore in a privileged position to extract personal benefit at the expense of the shareholders, who lack enough information and control to stop such opportunistic behaviour.

Furthermore, these information asymmetries among the shareholders and the managers become more pronounced when ownership is dispersed in the hands of the minority shareholders. By diversifying their investment portfolios, investors reduce their risk exposure, however, when the participation of minority shareholders in the share capital of the firms decreases and the ownership structure of firms becomes fragmented, the probability increases that minority shareholders will not be interested in implementing supervision and control measures for managers, given that the costs they have to incur to control the managers are very high while the potential benefits are low.

This problem, derived from the existence of asymmetric information within companies and based on the discrepancies between a principal (the shareholders) who delegates control and decision making authority in the firm to an agent (the managers of the company) is traditionally known as "the agency problem" (see, e.g., Jensen and Merckling, 1976; Fama, 1980; Barnea et al., 1985; Ross, 1973). Therefore, there is a need for mechanisms that help align the interests of shareholders and managers, to increase the supervision and control of managers and reduce the information asymmetries between these two groups of firm participants. As a result,

shareholder activism can play a fundamental role in this field. The significant stakes that activist shareholders acquire in their target firms give them sufficient incentives to incur the costs related to the searching out of information and the monitoring of the firm managers.

Thus it is possible to refer to an activist as an investor who acquires a substantial stake in the share capital of a publicly-held company with the purpose of carrying out an active participation in the firm's management and supervision and thereby achieves the necessary changes to increase the firm's value. It should be noted that such activism is not a new phenomenon. According to Gillan and Starks (2007) and Gordon (2008), shareholder activism in the U.S. dates back to the beginning of the 20th century when mutual funds, banks and other financial institutions took an activist role in firms hoping to monitor their management and governance. From the 1940s through until the end of the 1970s, shareholder activism was dominated by individual investors. The 1980s, by contrast, saw an increase in the involvement of institutional investors, mainly public pension funds, and finally, in the last years, a "new activism" by hedge funds has emerged.

The hedge fund industry, which emerged in the middle of the last century within a framework of financial innovation, has experienced remarkable growth over the past two decades. The increase in the number of hedge funds and in the amount of funds under management during the1990s meant that the returns on many of the original strategies employed by hedge funds experienced a significant reduction as every segment of the market faced an abundance of capital and limited attractive investment opportunities. Furthermore, as high initial returns set investors' expectations equally high hoping for continued successes, these same investors started pressuring hedge funds to continue to generate high positive absolute returns as a reward for the high fees paid. This increasingly competitive marketplace, along with the macroeconomic trends (reduced volatility in almost all markets and a benign credit environment) resulted in certain hedge funds departing from their initial focus on arbitrage and macroeconomic strategies and developing distinct strategies (Citigroup, 2005) which included shareholder activism.

Hedge funds as investors present several inherent characteristics that distinguish them from other institutional investors and make them the

most suitable means of embarking on an activism process. Among these characteristics, the most noteworthy are the following:

Firstly, as hedge funds are more "eclectic" and less correlated to benchmarks or other hedge funds with similar investment styles (Kahan and Rock, 2007), they are not affected by the free rider problem, which occurs when many shareholders share the benefits of activism, but only one of them, the activist, carries the costs of developing the campaign against the target firm.

Secondly, hedge funds are relatively free from regulatory controls and are not subject to a number of requirements for diversification and liquidity, which allows them to acquire large stakes in corporations for long periods. As a result, hedge funds have the necessary incentives and power to play an active and informed role in the companies in which they have invested.

Thirdly, hedge funds do not face important conflicts of interest between fund managers and fund investors since they are independent investment vehicles and are not affiliated with any other institution.

Finally, the hedge fund manager's compensation structure, which includes performance fees, provides hedge fund managers with stronger incentives to maximize investors' returns, as it allows them personally to benefit from a successful activist campaign.

These inherent characteristics are largely responsible for the growing propensity of hedge funds to pursue activist agendas. In fact, activist hedge funds, which are sometimes included in the "Event Driven" strategy, continue to register high growth levels. This is one of the strategies that has aroused further interest among investors, and therefore, registered a higher inflow of capital, even in recent years characterized by the financial crisis. In addition, not only the growth of this strategy is noteworthy but also its returns, since it has been one of most profitable in recent years.

As a result of the economic importance of hedge fund activism, academics have tried to provide evidence of the essential aspects of this new phenomenon. The specialized literature has tried to shed light on the kind of companies that most frequently experience the investment of an activist hedge fund, the changes that these activists attempt to promote in target firms, the success of hedge funds in achieving their stated goals, the period of time they are invested in their targets, etc.

Nevertheless, despite the research effort that has been carried out in this field in recent years, the evidence provided by those studies which have attempted to analyze hedge fund activism is not conclusive given that, at this time, there is no clear consensus on a number of aspects of this activism. For example, there are significant discrepancies in determining the characteristics shown by companies that are chosen by hedge funds to carry out their activist campaigns, or the effects they have on those firms, especially in the medium and long term.

Therefore, one of the main motivations for the present study is the need to continue investigating this topic in greater depth to obtain more conclusive results about the effectiveness of hedge fund activism; about the factors that have a significant impact on the investment decisions of the activist hedge funds and about the role that these activists really play in their target companies.

Besides the interest aroused by this topic, another fact that also contributes to motivate the research effort is the scarcity of evidence relating to hedge fund activism in Europe, where this phenomenon has grown in importance in recent years. In fact, most of the evidence on hedge fund activism is based on the study of activist campaigns conducted by these funds in U.S. companies. However, the differences in the institutional context (legal, political, and cultural framework) between the U.S. and Europe, which obviously affect the tactics employed by the activists and the effectiveness of their interventions, suggest that much of the evidence on hedge fund activism in U.S. companies cannot be considered completely relevant for the European market.

It is here where the methodological contribution proposed by institutional economics takes on a certain importance. One of the main objectives of the institutions, which are understood by North (1981) as a "set of rules, compliance procedures, and moral and ethical behavioral norms designed to constrain the behavior of individuals in the interests of maximizing the wealth or utility of principals", is the reduction of transactions costs and uncertainty, issues that are essential when we study the relationship between the principal (the shareholders) and the agents (the managers) as well as the active role that activist hedge funds try to play in their target companies.

In this regard, it is especially relevant to consider those governance institutions which are external to the firms and vary across countries, since

they form the contextual framework in which the activist hedge funds carry out their monitoring and controlling actions and, therefore, determine the potential costs and benefits of the activist hedge fund investments as well as the effectiveness of the supervisory function that these funds carry out in their target companies. In this sense, Europe differs substantially from the U.S. in the institutional field and, at the same time, European countries also present significant institutional differences among themselves.

In Europe, most of the literature on hedge fund activism is focused on Germany and Italy, or analyzes specific campaigns of activism, mainly because the differences among European countries relating to information disclosure requirements make it difficult for researchers to perform studies involving different European countries.

One noteworthy exception is the study by Becht et al. (2010), which analyzes a large sample of activist events carried out by hedge funds in 15 European countries. However, this study focuses primarily on the analysis of the abnormal returns generated by hedge fund activism in companies, so there are still many other aspects that need to be examined. Other studies, such as those reported by Stokman (2007) and Tse (2007), also try to shed light on hedge fund activism in Europe, but their analyses are based on smaller samples.

As far as we know, to date, no study has provided evidence on the influence that the legal and institutional framework has on hedge fund activism in Europe, considering also the aspects related to agency problems. Thus, a more in-depth research based on evidence from Europe offers the opportunity to address this issue, since, despite the efforts to achieve a higher level of harmonization, the fact is that there are still significant differences in the legal and regulatory systems, in the levels of investor protection, in firm ownership structures, etc. across different European countries. For this reason, it is possible to examine how these institutional factors have an impact on the activism carried out by the hedge funds in European companies.

In summary, these factors reveal the need to carry out a major research effort in the field of hedge fund activism in order to provide evidence about a number of issues about which there are not currently conclusive results, and especially about the effectiveness of the supervisory function attributed to activist hedge funds, given that this aspect is

especially interesting for the other shareholders of the target firms as well as for their managers.

Finally, it should be noted that, in Europe, this phenomenon is quite recent, so the existing evidence on it is sparse. Besides, Europe offers the opportunity to go further and analyze the impact of the legal and institutional environment on hedge fund activism in order to provide relevant information to European regulators, since the results obtained from the research effort can help them know, for example, the influence of investor protection on the investment decisions of activist hedge funds.

1.6. OBJECTIVES OF THE THESIS

In light of the above, the main objective of this doctoral thesis is to examine whether, in Europe, activist hedge funds fulfil the supervisory function that is usually attributed to them, thus contributing to a reduction in the information asymmetries between shareholders and managers of the companies in which they invest, aligning the interests of these two groups and, therefore, promoting the targets' value maximization. In this regard, in this study we analyze the factors that drive activist hedge fund investment decisions in Europe and the changes that are experienced by the European target companies during the investment period of these activists.

If activist hedge funds invest in European companies basing their decisions on the accounting and financial information of these firms (market value, operating performance, cash, debt, dividend policy, etc.); on information related to the governance mechanisms of the companies (ownership concentration, board independence, etc.) or on those institutional factors that could have an impact on the effectiveness of their actions in target firms (investor protection, financial system development, corporate control mechanisms, etc) and, if, after the hedge fund investment, target firms experience significant changes leading to the value creation for their shareholders (improvements in operating performance, higher dividends, improvements in the corporate governance system, corporate control changes, changes in strategy, etc.), then we might conclude that activist hedge funds really do play a supervisory function in their targets, having an influence on decision making and gathering the information necessary to exert a greater control over the managers, in order to avoid them deviating from the objective of maximizing the companies' value.

In contrast, if activist hedge funds invest in European companies basing their decisions on the market information relating to the companies (mainly their market returns) and these target firms do not experience any significant change that entails an increase in their value after the hedge fund investment, then it might be believed that, in Europe, activist hedge funds are simply market participants with the necessary flexibility to make the most of different investment opportunities, but without any intention of getting involved further in the companies in which they invest. In these cases, activist hedge funds will not carry out any supervisory or monitoring function nor do they exert any control over the firm managers and, therefore, they will be unlikely to contribute to the mitigation of the information asymmetries between shareholders and managers.

Finally, as a particular case - and in line with the general objective of this research - we will analyze whether, by acquiring significant stakes in their target firms, activist hedge funds sometimes use their power to influence the most important decisions and use their informational advantage in order to extract private benefits from their investments in target firms, to the detriment of the other shareholders.

1.7. METHODOLOGY

To achieve the proposed objectives, this study is based on two theoretical pillars. The first one, the economics of information, allows us to consider the origin of hedge fund activism as a response to the need for increased management monitoring by shareholders. This need emerges as a result of the agency problems that affect companies derived from the conflicts of interests and the information asymmetries between managers and shareholders. The second pillar is the theory of institutional economics, which allows us to analyze the impact that institutional factors have on hedge fund activism in European companies. These two theoretical frameworks are the foundations on which this study rests and on which we have constructed the objective of this research and the working hypotheses.

Furthermore, in order to test empirically the hypotheses, it has been necessary to construct our own database, given the absence of a central database that gathers and records all hedge fund activism events. For this purpose, we have used two main data sources. On the one hand, we used the Ownership Module of Thomson One Banker Database and, on the other,

we elaborated a hand-collected dataset of hedge funds involved in at least one event of activism by performing extensive news searches in the Nexis® database using the terms "hedge fund" and "activism" as key words. Our definitive sample comprises 332 investments carried out by 45 activist hedge funds in 265 public companies located in 15 European countries (Austria, Belgium, Switzerland, Germany, Spain, France, United Kingdom, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Poland, Portugal and Sweden), from the beginning of 2003 to the first semester of 2008. This is our target sample. In addition, we also collected a control sample where each target firm is matched with another firm by country, industry, size and price-to-book ratio, taking as a reference the year before the hedge fund engagement.

Finally, it should be noted that the tools that we have used for the empirical analysis include descriptive analysis (means, medians, percentiles of the sample, etc.) and tests of differences in means and medians(t-test and Wilcoxon test), which allow us to compare the characteristics of target firms in the year before the hedge fund investment with the characteristics of the control firms in that same year, in order to identify which characteristics determine significantly the investment decisions of activist hedge funds in Europe. Similarly, the application of these tools also allows us to compare the changes that take place in target companies during the hedge fund investment period with those that take place in the control firms, with the purpose of identifying which changes can be attributed to activist hedge funds. Besides, we have used logit models estimated with cross section data (and also with panel data) which offer us the possibility of examining how the different characteristics of European companies affect the probability that they will experience the investment of an activist hedge fund during the following year.

1.8. STRUCTURE

This doctoral thesis is structured as follows:

Chapter 2 will provide a literature review of shareholder activism carried out by different types of investors during the last 30 years in order to examine the evidence provided in this regard by the most significant studies. Thus, this Chapter will deepen the analysis of several previous studies which have analyzed the activism of large shareholders, including

individuals, corporations or financial institutions which acquire substantial blocks of shares in their target firms. Next, this Chapter will analyze the evidence relating to the activist role played by corporate riders in the 1980s. These activists could be considered the most direct antecedents to hedge funds as practitioners of offensive shareholder activism. After that, this Chapter will review the literature on shareholder activism by institutional investors, notably pension funds, mutual funds and union funds, and finally it will discuss studies about the "new activism" by hedge funds.

Furthermore, this Chapter will offer a first approach to hedge funds, setting them in context and describing the salient features that distinguish them from the more traditional investment vehicles. In addition, a general overview of the hedge fund industry in Europe and an analysis of the main investment strategies of these funds will be also presented in this Chapter. Both the literature review on shareholder activism and the overview of the hedge fund industry will allow us to spotlight the research opportunities offered by this research field.

Chapter 3 will present a conceptual approach to the economics of information in order to establish the first theoretical framework which will be taken as a reference to understand and analyze the role played by activist hedge funds in the companies in which they invest. In this sense, this Chapter will perform a review of the origin and foundations of this epistemological approach and we will explore the different problems derived from the existence of information asymmetries, among which are especially highlighted the problems of adverse selection and moral hazard. This Chapter will also discuss some of the solutions traditionally proposed to mitigate these problems in the literature which include signaling, screening and incentive contracts.

In addition this Chapter will provide an analysis of the agency problems that affect companies as a result of the existence of information asymmetries and conflicts of interest between the shareholders and the managers. Finally, the Chapter concludes with two examples of companies where these agency problems are especially noteworthy as well as providing an explanation of the role of the market in corporate control in decreasing the information asymmetries that affect firms.

Chapter 4 will address the second theoretical framework, institutional economics, which will allow us to understand the importance of the institutional context when we analyze hedge fund activism. In this

regard, this Chapter will offer an insight into institutional economics, deepening understanding of its origin and outlining its main foundations and assumptions. Besides, this Chapter will present Williamson's analytical framework for the new institutional economics as well as a comparative analysis between the "new" and the "old" institutional economics. Finally, this Chapter will focus on the importance of institutional change for economic development and will conclude with an analysis of the institutions that are part of firms' governance system, and that have a significant impact on the relationships between shareholders and managers and on the actions of activist hedge funds in their targets.

The theoretical analysis carried in these first Chapters will allow us to establish the reference framework to carry out the empirical research on which the following Chapters will be focused. Thus, Chapters 5 and 6 will provide evidence on whether activist hedge funds play a monitoring and supervisory function in the European companies in which they invest, contributing to a decrease in the information asymmetries between shareholders and managers, aligning the interests of both groups and, lastly, promoting the firms' value maximization.

For this purpose, Chapter 5 will present the working hypotheses about the factors that have a significant influence on the investment decisions of activist hedge funds in Europe and the changes that target companies experience during the hedge funds' investment period. Thus, depending on the factors that are significant in explaining the activist investment decisions and the observed changes in target companies after the hedge fund investments, it might be expected, or not, that activist hedge funds will comply with their supervisory role. Once the working hypotheses are presented, this Chapter will detail the process followed to construct the database of activist hedge fund investments in European companies and their corresponding control sample, which will allow us to test the hypotheses previously formulated. Finally, this Chapter will include a description of the main characteristics of those activist hedge funds that form part of the target sample and will also describe two examples of events of activism included in the sample.

Following on from the previous Chapter, Chapter 6 will set out the methodological tools that have been used to test empirically the hypotheses and will discuss the results obtained in this regard. In this sense, this Chapter will offer an analysis of those factors that have a significant impact

on hedge fund investment decisions in Europe and those that are irrelevant, considering four main fields: accounting and financial information of companies (market value, operating performance, agency problems of free cash flow, etc.); information related to internal corporate governance mechanisms (ownership concentration, independence of the boards, etc.); the institutional factors that affect the capacity of action of activist hedge funds and that vary depending on the countries in which companies operate (investor protection, financial system development, control mechanisms, etc.) and the market information of firms (basically the stock market return).

Furthermore, this Chapter will also provide an analysis of the changes experienced by target companies after activist hedge fund investments, essentially changes in their market valuations, in their operating performance, or in their corporate governance, and the corporate events that take place during the hedge fund investment period, such us events that may have led to a change in the control of the firms, restructuring processes, etc. Finally, after presenting the results, this Chapter will offer an analysis of the obtained evidence and its implications for the main objective of this research.

Last but not least, given that activist hedge funds have power to influence the most important decisions of target firms as well as an informational advantage over other shareholders when they acquire substantial stakes in these companies, Chapter 7 will try to shed light on whether activist hedge funds frequently use their influence and their informational advantage to extract private benefits at the expense of the rest of the shareholders, instead of using them to improve the supervision to the managers and, therefore, achieve an increase in the firms' value from which all the shareholders can benefit.

In this way, this Chapter will deepen in the concept of tunneling, a term coined by Johnson et al. (2000), presenting the evidence provided by some of the most significant studies in this field. Next, this Chapter will describe one of the practices used by hedge funds to expropriate the minority shareholders of the companies in which they invest. This practice is based on the use of "empty voting" in corporate control events. Further, this Chapter will analyze two cases included in our sample in which the activist hedge funds invest in two firms that are involved in a corporate transaction, in order to improve understanding of the behaviour of these

funds when their investments result in serious conflicts of interest, and examine whether these conflicting positions always entail minority shareholders' expropriation, or not.

Finally, following the performed analyses, Chapter 8 presents the conclusions which have been obtained from the research, together with the salient contributions of this study, the limitations faced in the research process and the future lines of research that can be outlined in the light of the work that has been done.

CHAPTER 2

SHAREHOLDER ACTIVISM AND HEDGE FUNDS

2.1. Introduction

2.2. Shareholder Activism

2.3 Hedge Funds

2.4. Research Opportunities

2.1. INTRODUCTION

An activist shareholder can be defined as an investor who buys stakes in publicly held corporations with the intention of bargaining with management to bring about productive change and thereby realize profits on his investments (Pound, 1992). Activists look for firms with potential to improve, and instead of sitting back and passively waiting as the traditional pure trading strategies do, they carry out an intervention inside the firm to increase its value directly.

This activism is not a new phenomenon. According to Gillan and Starks (2007) and Gordon (2008), shareholder activism in the U.S. dates back to the beginning of the 20th century when mutual funds, banks and other financial institutions took activist roles in firms hoping to monitor the management and governance of firms. From 1942 through the end of the 1970s, shareholder activism was dominated by individual investors. By contrast, there was an increased involvement of institutional investors, mainly public pension funds in the 1980s. Finally, in more recent years, a 'new' hedge fund activism emerged.

The past few decades have witnessed significant interest among academics and practitioners in understanding the phenomenon of shareholder activism. Shareholder activism has been the subject of an academic debate over the assessment of its effectiveness in terms of producing a better performance of target companies. The debate is still open (Santella et al, 2009). In fact, to some academics, activism holds the promise of resolving monitoring and incentive problems in widely-held companies, thereby improving corporate performance (Black, 1992). To others, activism is irrelevant and even harmful for most shareholders, as activists lack the skills and the experience to second guess the target firm's management (Lipton and Rosenblum, 1991). Moreover, fund managers can occasionally be found replacing corporate managers in the pursuit of private benefits. (Romano, 1993).

In the following pages we trace shareholder activism over the past 30 years and we offer a review of previous studies on this topic[127] focusing

[127] See Black (1998), Romano (2001), Karpoff (2001) or Gillan and Starks (2007) for excellent and comprehensive reviews of shareholder activism.

mainly on the activism carried out by 4 kinds of investors: corporate raiders, large blockholders, institutional shareholders and, specially, hedge fund activists[128]. It is precisely the activism carried out by this last group of investors- hedge funds- which constitutes the object of study in which we will concentrate our research effort. The spectacular development experienced by the hedge fund industry, together with the increasing competition among these funds to get positive absolute returns in a context with limited opportunities, triggered their search for new strategies. Because of that, some of these funds started carrying out activist campaigns in target companies with the purpose of increasing monitoring of the managers in those firms. Although, at the beginning, the activist hedge funds were mainly focused on U.S. targets, the hedge fund activism has spread to Europe in recent years given the increasing number of hedge funds that have implemented this strategy and the high volume of assets under their management. It has, therefore, given rise to new research opportunities in this field.

The rest of this Chapter proceeds as follows. Section 2 discusses the existing evidence on the activist role played by four types of investors: the blockholders, the corporate raiders, the institutional investors and the hedge funds. Section 3 describes the origin and the main characteristics of the hedge funds, provides an overview of the industry and the investment strategies carried out by these funds, paying special attention to the shareholder activism. Finally, after providing a literature review on the shareholder activism and examining the main characteristics of the hedge funds, Section 4 presents the research opportunities related to hedge fund activism, which constitute one of the main sources of motivation for the present study.

2.2. SHAREHOLDER ACTIVISM

The most relevant results provided by those studies that have analyzed the activism carried out by the four most prominent types of activist investors are presented in the following subsections.

[128] We have surely omitted reference to a number of noteworthy papers – to those authors, we apologize.

2.2.1. LARGE SHAREHOLDERS (BLOCKHOLDERS)

The main motive for an active participation by investors in the monitoring of corporations is the potential to enhance the value of their investments. Given that the active investors incur all the costs associated with such activism while the benefits are distributed among all shareholders, only those shareholders with large positions are likely to obtain a large enough return on their investment to justify the associated monitoring costs (Demsetz and Lehn, 1985).

Large shareholders include individuals, corporations and financial institutions that acquire significant stakes in the firms they invest in. In this subsection we discuss several studies that tackle the activism by large shareholders in a general way or combine individual and corporate/institutional activists into their samples. In the next subsections, we will focus in more detail on the evidence provided regarding specific groups of activists that usually are large shareholders in target firms (corporate raiders, institutional investors and hedge funds).

The seminal work of Shleifer and Vishny (1986) theoretically examines the positive effects of the monitoring performed by large shareholders. They predict that the presence of a large shareholder increases the share price of the firm, as well as the probability of a takeover (either by the blockholder or a third party) and the target firm's future earnings over time. Since then, the role of active large shareholders in promoting mergers and acquisitions and improving target firm performance has been discussed by several researchers[129].

In this sense, Shivdasani (1993) reports that ownership by blockholders with no obvious ties to the management of the firm significantly rises the likelihood of a hostile takeover attempt and that these unaffiliated blockholders play an important third-party role in facilitating takeover bids. Gorton and Kahl (1999) also analyze the relation between large shareholders and the market for corporate control but they make a distinction between rich investors and institutional investors. They show that the corporate governance roles of these two types of large shareholders are distinct, and given that rich investors face no agency problems, they are

[129] See Holderness (2003) for a survey of the academic literature on blockholders and corporate control.

better at monitoring managers and engaging in hostile takeovers. On the contrary, institutional investors are characterised for being either permanent blockholding monitors or for facilitating takeovers by selling blocks to rich investors.

A number of studies have also tried to examine the causes of large shareholders' activism and its effects on the firms' share price, operating performance, corporate policy or governance structure. Although most of these studies observe abnormal returns surrounding the announcement of the block purchases, the evidence regarding the rest of effects is mixed. For example, Barclay and Holderness (1991) examine negotiated trades of large blocks of stock and find that the initial public announcements of the negotiated block trades are associated with average abnormal stock-price increases of approximately 16%. Furthermore, they observe that the abnormal increases in share value tend to be larger when control passes to the new blockholder, when management does not resist the purchaser's attempts to influence corporate policy, and when the block purchaser fully acquires the firm. The abnormally high rates of management turnover following the acquisition is/are also interesting.

Bethel et al. (1998) investigate the causes and consequences of activist block share purchases in the 1980s and find that these activists are likely to purchase large blocks of shares in highly diversified firms with poor profitability. They also notice that the activist block purchases are followed by increases in asset divestitures, abnormal share price appreciation, and in contrasts with the results of studies previously cited (Shleifer and Vishny, 1986; Shivdasani, 1993; Gorton and Kahl, 1999), decreases in mergers and acquisitions. Shome and Singh (1994) also report a positive stock market response to the announcement of new block formation, on average; however, they find weak evidence of blockholder inducing positive changes in performance and operating variables.

Thomsen et al. (2006) carry out a cross country analysis of the effects of large shareholders on firms. They find that, in Civil Law systems of Continental Europe, high blockholder ownership is associated with lower subsequent firm value and accounting profitability. However, in countries with a Common Law tradition like the U.S. and the U.K., blockholder ownership has no systematic impact on firm value. Another paper that also analyzes the effects of activism by large shareholders is that of Cronqvist and Fahlenbrach (2007). These authors focus on the heterogeneity across

these large investors and show that blockholders vary in their beliefs, skills and preferences. They also argue that those blockholders who have a larger block size, board membership, direct management involvement and a single decision maker are associated with larger effects on corporate policies and firm performance.

Finally, several studies examine the incentives and costs these large shareholders have to face when they decide to play a monitoring role in firms. For example, Admati et al. (1994) consider the loss in risk-sharing benefits to be a consequence of concentrated ownership. These authors report that market inefficiencies, which include the free rider problem, could lead the blockholder to reduce his ownership stake rather than incur the cost of monitoring. Burkart et al. (1997) argue that constraints on managers through monitoring by large shareholders may be costly precisely because sometimes managerial discretion comes with benefits derived from managerial initiative (firm-specific investment), which disappears when shareholders are likely to interfere.

Regarding the incentives that drive large shareholders to monitor public corporations, Maug (1998) reports that, although a liquid stock market reduces large shareholders' incentives to monitor because it allows them to sell their stocks more easily, it also makes it less costly and, therefore, easier to purchase additional shares and build significant stakes in listed companies. Also in this sense, Kahn and Winton (1998) show that the precision of the blockholder's private information relative to that of uninformed traders could increase his incentive to speculate in the firm' s shares rather than intervene in order to improve performance.

2.2.2. CORPORATE RAIDERS

If we want to make a review of the shareholder activism in order to understand the roots of current activist hedge funds, it is necessary to study in depth corporate raiders of the 1980s in the U.S. and the 1990s in Europe. These corporate "raiders" relying on aggressive, innovative financial techniques to engineer takeover bids could be considered the direct antecedents to hedge funds as practitioners of offensive shareholder activism (Armour and Cheffins, 2009). In fact, a significant number of these raiders, such as Carl Icahn, Nelson Peltz, Guy Wyser- Pratte, Tito Tettamanti, Edward Lampert or Warren Lichtenstein have reappeared as activist hedge fund managers in the U.S. and Europe.

Most of corporate raiders were funded by high - net - worth individuals and used public companies as vehicles for their activism in target firms in which they acquired significant stakes. In some cases, they acquired the company and liquidated it by selling off various divisions and assets of the purchased company. In this way, the corporation no longer existed as it did before the raider invested in the firm. In other cases, to avoid being liquidated, targeted corporations or other large investors offered the raiders a premium for their shares, known as greenmail, as an incentive to drop their aggressive campaigns and leave the company alone.

Unlike most current activists, raiders in the 1980s did not seek to improve value by engaging collaboratively with management of their targets. Nor did they try to make corporate governance changes such as pressuring boards to alter executive compensation plans as a means of improving the share price. The main strategy for many raiders was to give the company two options: either sell the business to a strategic buyer or force shareholders to offer them a greenmail to leave the company (Orol, 2008). Either one of these approaches typically led to profits for the raider, usually reducing the wealth of other shareholders. This is why they are frequently accused of expropriating firm investors and obtaining private benefits at their expense.

Several studies have examined the behaviour and effects of these raiders on their target firms. For example, Holderness and Sheehan (1985) measure the stock price changes associated with the first public announcements of stockholding by six raiders (Carl Icahn, Irwin Jacobs, Carl Lindner, David Murdock, Victor Posner, and the late Charles Bluhdom) between 1977 and 1982. They show that, on average, stockholders of target firms earned statistically significant positive abnormal returns when it was first announced that one of these six raiders had purchased stock in the company. Further, even when the raiders' shares were ultimately repurchased by the target firm (what we have described above as 'greenmail'), target firms' stockholders, experienced, on average, statistically significant wealth increases when the investor's entire tenure from the initial stock purchase through the repurchase as a stockholder is examined.

A similar result is obtained by Croci (2007). He examines 136 block purchases made by corporate raiders in Europe between 1990 and 2001 and reports a positive market reaction to the first public announcement of these purchases. However, when he analyzes the long-run stock price

performance, he finds that the raiders' impact on target firms' market value is positive and significant only if raiders sell off their stakes. Besides, he finds that raiders' activities do not improve the operating performance of target firms.

Walsh and Kosnik (1993) analyze the relationships between firm performance and both officer and director turnover in 59 companies targeted by 8 notorious corporate raiders. Overall, they find little evidence supporting the hypothesis that corporate raiders can accurately identify and eliminate ineffective boards of directors and entrenched management teams. Only in target companies with sustained poor performance prior to a raider's appearance, a significant rise in officer and director turnover occurred in the second year after the raider's 13D filing.

Finally, several factors that contributed to the disappearance of these raiders should be taken into account. It is notable that, in the late 1980s, a number of raiders lost their investors' money on the strategy, but maybe the most important factor that triggered their disappearance was the adoption by corporations of antitakeover protections measures such as poison pills to ward off hostile raiders, making the strategy practically impossible to pull off (Orol, 2008).

2.2.3. INSTITUTIONAL INVESTORS

As the takeover wars of the 1980s started to cease as a result of the slowdown in the business cycle, and given the growing effectiveness of defensive tactics to resisting hostile takeovers, attention moved towards institutional investors as potential activist shareholders that could answer the agency problem resulting from the separation of ownership and control and the informative asymmetries between shareholders and directors.

Institutional investors increasingly became important equity holders in the financial markets all over the world and, as the ownership of these institutional investors increased in public firms, their role as shareholders also evolved, beginning to abandon their traditional passive shareholder role and becoming more active participants in their holdings. According to Gillan and Starks (2007), nowadays, institutional investors in the U.S. are the most important category of shareholders, holding more than 60% of U.S. equities in 2005 with respect to 10% in 1953. As for the European Union,

institutional investor shareholdings vary from 25% in Italy to 80% in the U.K. and The Netherlands (Santella et al., 2009)

Gillan and Starks (1998, 2007) identify the beginnings of shareholder activism by institutional investors in 1985, coinciding with the formation of the Council of Institutional Investors (hereafter CII) whose main objective is to enable institutional investors to pool their resources, and which has evolved to the point of becoming a focal element for many institutional shareholder activists. Institutional activism expanded greatly in 1986 and 1987, as large public pension funds[130] began to submit shareholder proxy proposals in U.S., both individually and in collaboration with other shareholders. In the mid-1990s, union funds[131] also became an important force in shareholder activism, and together with pension funds and union funds, have been the most prominent activist institutional investors until the recent emergence of hedge funds. Furthermore, mutual funds[132] have also undertaken an activist role in some of the companies in which they invested.

In order to promote changes in corporate governance, these institutional activists typically negotiate in private (behind the scenes) with corporate management, release press notices of their intentions on target corporations or present shareholder proposals at corporate annual meetings. Furthermore, they affect and discipline managerial decisions through the "threat" (actual or implied) of selling their holdings and driving down the price of the targeted company - a practice known as "the Wall Street walk" (see, e.g., Admati and Pfleiderer, 2006 or Parrino et al., 2003). More recently, institutional shareholders are also carrying out "just vote no" campaigns, whereby activists encourage their fellow shareholders to withhold votes towards a director's election to express dissatisfaction with management performance or the firm's corporate governance structure (see, e.g., Del Guercio et al., 2008).

---

[130] The studies that analyze the pension fund activism tend to concentrate on the activities of a particular pension fund (For example, Nesbitt (1994), Smith (1996), Huson (1997), Nelson (2006), Budsaratragoon et al. (2010) focus on CalPERs; Carleton et al. (1998) focus on TIAA- CREF) or the actions of a broader set of pension funds (See, e.g., Wahal (1996) or Del Guercio and Hawkins (1999)).

[131] See, e.g., Schwab and Thomas (1998), Thomas and Martin (1998) or Prevost et al (2009).

[132] See, e.g., Rothberg and Lilien (2006), Ashraf and Jayaraman (2007) or Duan (2008).

If we analyze the evidence regarding the characteristics of companies targeted by institutional activists, we find that the main criterion for the targeting of a corporation has been poor performance. Besides, targeted companies have also often been characterized by having large shareholdings from other institutional investors, low inside ownership, and what investors perceive to be a poor governance structure. For example, Carleton et al. (1998) report that the likelihood of being targeted by TIAA-CREF[133], one of the largest pension funds in the U.S., is positively related to previous institutional holdings and negatively related to inside ownership. Smith (1996) finds that the firms targeted for activism by CALPERS[134] are those with poor stock price performance and with higher levels of institutional ownership relative to control samples. In fact, it is well-known that every year CalPERS publishes a list of six to twelve public companies ("Focus List") with poor financial performance and poor corporate governance principles in the hope that their managements will be motivated to make improvements in performance and/or change those governance characteristics that CalPERS believes limit value maximization (Anson et al., 2004).

Del Guercio and Hawkins (1999) also document that three of the most activist pension funds, CalPERS, NYC[135], and SWIB[136], tend to do performance-based targeting. More specifically, the median five-year stock returns for targets in excess of the S&P 500 are-97% for CalPERS,-87% for NYC and -72% for SWIB. Opler and Sokovin (1995) examine all the firms that appeared on the focus lists issued by the CII in 1991, 1992 and 1993, and find that those firms experience deteriorating earnings and exhibit below average share price performance in the year prior to their inclusion on a focus list.

While there is evidence that institutions have taken an active role in corporations, there is no strong evidence that such activism impacts positively on target firms contributing to shareholder wealth. In the following paragraphs we discuss the empirical evidence concerning the different measures devised by researchers to evaluate the effectiveness of

---

133 Teachers Insurance Annuity Association–College Retirement Equities Fund (TIAACREF).

134 California Public Employees Retirement System (CalPERS).

135 The New York City funds (NYC).

136 State of Wisconsin Investment Board fund (SWIB).

institutional activism. One potential measure of the effects of shareholder activism is whether the announcement of such activism is accompanied by an increase in the company's value, that is, the short-term stock market reactions surrounding the announcement of the activist initiatives in target firms. Overall, the studies have found very little evidence of significant abnormal returns around the assumed date of information release.

For example, Prevost and Rao (2000) study corporate governance shareholder proposals performed by pension funds and the effects these have on the value of the company surrounding the proxy mailing dates. They find that there are cumulative abnormal returns (CARs) over most intervals surrounding the mailing date and that they are negative but insignificant Del Guercio and Hawkins (1999) also find little evidence on valuation effects associated with the announcement of proposal submissions by 5 activist pension funds (CREF[137], CalPERS, CalSTRS[138], SWIB, and NYC). More specifically, they report that the two-day announcement return for the entire sample of proposals is not significantly different from zero. Consistent with these results, Gillan and Starks (2000) analyze the short-term stock market reaction to the revelation of a corporate governance proposal. For a whole set of proposals' sponsored by institutional investors or coordinated groups, they observe a negative but statistically insignificant reaction over the [-1, +7] window surrounding the proxy.

In contrast, Carleton et al. (1998) do find statistically significant stock-price reactions around the date the pension fund TIAA-CREF first contacted the target. Further, several studies have identified significant positive abnormal returns in firms surrounding the announcement of targeting by CalPERS (see, e.g., Smith, 1996; Wahal, 1996; Anson et al., 2004; English et al, 2004). This positive wealth effect associated with CalPERS performance targetings has been popularly dubbed the "CalPERS effect". However, Nelson (2006) revisits this "CalPERS effect" and only finds evidence supporting the results obtained by Smith (1996) and Wahal (1996), which use CalPERS' targetings from 1987-1993. He contends that the results obtained by the rest of studies that document the persistence of the "CalPERS effect" in later samples are driven by the inclusion of

[137] College Retirement Equities Fund (CREF).

[138] California State Teachers Retirement System (CalSTRS).

targetings from 1992 to 1993 and from various problems related to the event study methodologies employed.

Whether institutional shareholders play an active role issuing proposals and obtaining support for them is another way to measure the effectiveness of their activism. Overall, evidence suggests that proposals sponsored by institutional investors have received substantially more support than proposals sponsored by other shareholders. In this sense, Gordon and Pound (1993) report that the involvement of institutional investors in making shareholder proposals is relatively limited in both number and form. However, they find that the proposals sponsored by large institutional investors receive more votes.

Similarly, Gillan and Starks (2000) find that institutional or coordinated sponsorship has a significantly positive influence on the voting outcome given that, on average, proposals sponsored by institutional or coordinated investors receive over 175% more votes than those sponsored by individuals. Thomas and Martin (1998) focus their analysis on labour union funds and report that labour union proposals as a whole get as much or even more support than similar proposals made by other shareholder groups do. Contrary to these studies that document a positive relation between voting outcome and public pension funds, Bizjak and Markete (1998) analyze shareholder proposals to rescind poison pills and they do not find that proposals sponsored by individuals receive less support than proposals sponsored by pension funds or other institutions.

While the stock market reactions to activist announcements and the voting outcomes on proposals are both short term indicators of the success of institutional activism, the effects of this activism could also be revealed over a longer period of time. For that reason, a number of studies have focused on the analysis of the long term performance both on the market returns and the operating performance of target firms. For example, Smith (1996) reports that CalPERS' targets experience significant increases in operating income, especially over the year when they become targeted, but these changes do not differ from those found in the corresponding industry matched sample. Prevost and Rao (2000) show that firms that are targeted by public pension funds only once exhibit positive but insignificant long-term changes in operating performance, while those repeatedly targeted show a strong declining performance. Consistent with these findings, Del Guercio and Hawkins (1999) report, that companies targeted by pension

funds generally have higher market returns than the S&P 500 index, but not statistically significantly higher, during the three years after the activism was initiated. Moreover, they also observe that targets' operating performance does not rebound faster than that of performance-matched control firms.

Wahal (1996) finds no evidence that pension fund activism generates significant long-term improvements in either stock price or accounting measures of performance in the post-targeting period. English et al (2004) find limited evidence of abnormal returns beyond 6 months following CalPERS' public targeting of firms in the Wall Street Journal, at least when more consistent estimation techniques are used. Crutchley et al. (1998) also analyze the returns of companies targeted by CalPERS by calculating the cumulative monthly excess returns the year following the announcement. When the whole sample is taken into account, they observe that the cumulative excess return is positive for each month, but it is statistically significant only up to eight months following the announcement. Likewise, when the entire year is considered, they report that the cumulative excess return of the portfolio of targeted firms is not different than the return of the S&P 500 index.

Along these lines, Song and Szewczyk (2003) find positive one and two-year buy-and-hold abnormal returns (BHAR) for targeted firms following the announcement of CII's Focus List. However, the BHARs of Focus List firms are not significantly different from those of the benchmark group created by these authors by replicating the procedure employed by the CII to generate its Focus List firms. Therefore, given that the stock price rebound occurs for the benchmark firms as well as the Focus List firms, it cannot be attributed to the inclusion in the Focus List.

Finally, an alternative way of measuring the impact of the institutional activism on target firms can be done by observing whether the managers of these companies make significant changes in the governance structure and corporate policies as a result of the activist involvement, or whether these institutional activists appear to mobilize support for further governance activity such as takeovers. Del Guercio and Hawkins (1999) analyze this issue and find that the pension fund target sample experiences greater turnover in top management, more non-control governance events (shareholder suits, non-sample proposals or letters, and "no" votes for directors), and greater management response (asset sales, restructuring,

reorganizations, and layoffs) than those in their control sample. Furthermore, they observe that firms receiving exclusively antitakeover proposals, those targeted by CalPERS, and those with passing proposals are associated with a significantly higher probability of a takeover attempt.

In a similar fashion, Cremers and Nair (2005) and Gaspar et al. (2005) also highlight the importance of institutional investors in facilitating takeovers (market for corporate control) having a strong bargaining position on them, especially when they are long term investors with a significant stake in the firm. What is more, Prevost et al. (2009) observe that labour-sponsored shareholder proposals are followed by changes in managerial entrenchment, board independence, and CEO equity incentives among unionized target firms where the proposal achieved a majority vote. Hartzell and Starks (2003) document that firms with a more concentrated institutional ownership have lower managerial compensation and higher pay-for-performance sensitivity. In addition, Wu (2004) finds that public naming by CalPERS induces CEOs to restore corporate reputation by reducing the number of inside directors who remain fulltime employees. Besides, he also shows that being listed by CalPERS increases the likelihood of CEO dismissal and the strength of the performance - dismissal relation.

Nevertheless, the idea that institutional investors have been successful in influencing the corporate governance practices of firms contrasts with Song and Szewczyk's (2003) evidence. These authors analyze corporate events such as stock repurchases, financing activities, and a firm's potential for being a merger or acquisition target after appearing on the CII Focus List and find that, within three years following Focus List announcements, there are no significant differences between Focus List firms and CII benchmark firms for stock repurchases or the probability of being merger or acquisition targets.

According to what has been exposed above, and as it is summarized in several surveys (Black, 1998; Karpoff, 2001; Romano, 2001; or Gillan and Starks, 1998, 2007), the empirical evidence regarding the effectiveness of institutional activism is mixed. While, overall, the literature suggests that institutional investors have been successful in influencing the corporate governance practices of firms, there is little evidence of improvement in the share value or in the long-term operating performance of the target firms.

This inability to improve firm performance of targets can be due to several factors. These include insufficient managerial skills among institutional activists, political motivation of activists particularly among public pension funds (Woitke, 2002), short-term focus and little money and time wasted on activism (Black, 1998). Besides, institutional activists suffer from serious conflicts of interest (Davis and Kim, 2007), are subjected to numerous regulatory restrictions (Kahan and Rock, 2007; Black. and Coffee, 1994), and face the "free rider" problem (Grossman and Hart, 1980) as well as potential liquidity costs (Coffee, 1991). All these factors contribute to explain the very modest results obtained in target firms by institutional investors.

2.2.4. ACTIVIST HEDGE FUNDS

The brand of shareholder activism associated with hedge funds became a major corporate governance phenomenon in the mid-2000s. During the past few years, hedge funds have assumed a prominent role in the activist arena, increasing their importance as monitors of corporate performance and agents of change. Unlike institutional investors, hedge funds have greater incentives to monitor and to intervene in the governance of companies.

Academics and practitioners have responded expeditiously to the rise of hedge fund shareholder activism and have provided valuable evidence on key aspects of the phenomenon. They have prompted a series of papers addressing various important questions concerning hedge fund activism such as: "Which public companies are targeted?", "What changes do hedge funds seek to promote?", "Do they achieve their stated objectives?", "What is the time horizon of hedge funds that engage in shareholder activism?", "Does hedge fund activism improve the share price performance of targets?", "Do hedge funds have a counterproductive self-serving agenda – a *dark side* that requires a regulatory response?", " Is it likely that hedge fund activism remain an important part of the corporate governance landscape for some time to come?" (Armour and Cheffins, 2009). Given that hedge fund activism is our main object of study, in this subsection we will review more in depth this recent evidence on hedge fund activism, discussing the main

contributions and results obtained by the most noteworthy studies[139](Table I, which is shown at the end of this Section, offers a summary of the main results obtained by the studies that we will comment in the following pages).

The first studies that tried to shed light on this new phenomenon were based on anecdotal evidence and focused mainly on the comparison of the hedge fund activism with previous activism performed by other institutional investors, as well as on the analysis of the potential problems of this new activism and the role it can play in the corporate governance of target firms. In this sense, Thompson (2007) offers a detailed description of the advantages of hedge funds as activist shareholders compared to other traditional institutional investors, and also analyzes the different typologies of hedge fund activism. He argues that hedge fund activism can only be understood in the context of the legal restrictions affecting shareholders and he explains two sets of limits that should be considered regarding hedge fund activism: internal limits that might block the growth of hedge funds as a prime shareholder discipline of management, and limits related to the possible conflicts of interest between hedge funds and other investors or constituents.

Likewise, Partnoy and Thomas (2006) focus their analysis on the three areas in which shareholders are most able to exert influence (voting, litigation, and change of control transactions) and they argue that institutional activists have been unable, or unwilling, to get heavily involved in promoting significant corporate changes. Their study also offers some observations about the differences between hedge funds and traditional institutional investors, making a special mention to the increased use of financial innovation by hedge funds. They also analyze the costs and benefits of four major types of strategies pursued by activist hedge funds: "information asymmetry and convergence trades"; "capital structure motivated trades"; "merger and risk arbitrage"; and "governance and strategy". Finally the authors assess the ways in which hedge funds can act to fill the gaps left by other institutional investors. They conclude that, although hedge funds obtain major benefits from their activism and have better incentives than other institutions to play an activist role , these funds also raise clear costs and new challenges for regulators.

[139] Brav et al. (2010) and Barrachdi (2008) also offer a review of the academic literature on hedge fund activism.

Another early work of great impact is that of Kahan and Rock (2007). These authors highlight the role played by activist hedge funds in both corporate governance and corporate control by providing illustrative stories of hedge fund activism in companies in the United States. They argue that hedge fund activism differs from activism by traditional institutional investors (mutual funds and pension funds) in that it is directed at significant changes in individual companies, it entails higher costs, and it is strategic and ex ante. These differences occur especially because hedge funds are not subject to a great number of regulatory constrains, they suffer from fewer conflicts of interest between fund managers and fund investors, and have important incentives to expend resources on activism. They also point out several conflicts generated by hedge fund activism such us the divergence of interests of hedge funds from those of their fellow shareholders, the stress fractures that this activism creates for the regulatory system, or the excessive hedge fund short-termism (what these authors call the dark side of activist hedge funds). Despite this, they do not believe in legal intervention as a response to these problems but consider that market forces and adaptive devices taken by target companies are better designed to deal with them than any additional regulations.

Precisely, Hu and Black (2007) focus their work on the analysis of this dark side of activist hedge funds. They present evidence that shows how hedge funds have been especially creative in decoupling voting rights from economic ownership ("new vote buying"[140]) through largely hidden transactions. They explain that the use of derivatives and share lending have made it increasingly feasible and affordable for hedge funds to accrue large blocks of voting rights without the corresponding economic ownership ("empty voting"), which suggests that, sometimes, their interests in the target firm can diverge from those of the rest of shareholders.

Briggs (2007) and Bratton (2007) go a step further and try to provide evidence on the hedge fund activism by including an empirical chapter based on limited samples that cover only a small number of events of activism in the U.S. Briggs (2007) offers a legal, empirical, and theoretical study of how hedge fund activism actually happens and whether it improves corporate governance in the U.S.. After explaining in detail the legal foundations of hedge fund activism, he analyzes 52 instances of hedge fund

[140] See Chapter 7, Section 3.

activism during 2005-2006 and reports that the combination of wolf pack tactics and the increasing influence of activist proxy advisory firms have made hedge fund activists a real power in corporate governance: "when hedge funds choose to get involved, they can be a real force with which to be reckoned" (Briggs, 2007, p.708). Last, he examines whether the problems usually associated to hedge fund activism (short positions, conflicts of interest with other shareholders, etc.) occur here but he finds very limited evidence in this regard.

Bratton (2007) studies the interaction between hedge funds and their targets. For this purpose, he collects information on 130 U.S. firms identified as targets of an activist hedge fund in the business press between January 2002 and June 2006.The survey results show that hedge funds concentrate their attention on small capitalization and poor performing firms, and once they have acquired a significant stake in these companies, they usually look for the sale of the whole firm or specified assets, the disgorgement of uninvested cash or a cost cutting. Regarding the outcomes, this author reports that activists have an impressive record of success, measured as target concessions to their demands, which leads him to suggest that these activists could contribute to mitigate the problem derived from the separation of ownership and control. Finally, he finds no evidence to suggest that activist hedge funds are short term investors that extract cash and exit immediately, or that they carry out destructive cost cutting.

After these initial exploratory and descriptive analyses, which help to gain a first insight into this new phenomenon, a number of studies examine in depth several aspects such us the characteristics of target firms or whether shareholder activism by hedge funds results in significant changes and wealth creation in target companies[141]. Maybe Ryan's (2006) could be considered the first analysis of this kind. He carries out a very brief study of the abnormal returns following the initiation and conclusion of 40 activist campaigns in the U.S. from 2001 to 2005. He finds that activist investors appear to create positive excess returns at the commencement of an activist campaign since target companies experience a mean cumulative excess

[141] Regarding the effects of activism, we will focus only on those works that examine the impact of hedge fund activism on target shareholders. However, and although it is beyond the scope of our analysis, it should be noted that several studies have looked at the impact of hedge fund activism on bondholders' wealth. (see, e.g., Aslan and Maraachlian, 2009; Klein and Zur, 2011 and Kahan and Rock, 2009).

returns of +8.6% during the 61-day period [-30, +30] around the beginning of the campaign. Besides, those companies with underperforming shares, strong cash flow and significant activist investor's holdings are reported to be the most likely to provide excess returns.

Brav et al. (2008a) create an extensive set of observations of hedge fund activism in the U.S. consisting of 236 activist hedge funds and 1,059 hedge fund-target pairs for the period 2001-2006. It is worth mentioning that this sample includes both hostile and non-hostile interactions between funds and targets since they find that hedge fund activists are openly hostile in less than 30% of cases. By analysing this sample, they find that target firms tend to be small and profitable, and have slightly higher leverage and lower cash in hands in the year before they are targeted. They also observe that hedge funds achieve all their stated goals or at least part of them in two-thirds of the cases.

Further, consistent with the view that hedge fund activism creates value, they find a positive market's reaction to intervention announcements, reporting that an activist fund's investment in a target firm results in large positive average abnormal returns, in the range of 7% to 8%, during the [–20,+20] announcement window, which are not reversed over time. This positive market reaction is in line with ex post evidence of a reduction of agency problems associated with free cash flow and an improvement in return on assets and operating profit margins, although this takes longer to manifest. A higher CEO turnover after the hedge fund engagement is also observed by the authors.

They complete this work with a second paper (Brav et al., 2008b) that adds additional analysis on hedge fund performance. In order to check whether these campaigns of activism are profitable to the activist hedge funds, they benchmark activist performance against that of other self-reported non activist hedge funds and they find that activist, on average, perform better. They even they create an activism index and find that it tracks the S&P 500 very closely up to mid-2000, and then departs significantly upwards.

A contemporary study that also examines the U.S. hedge fund activism by using an extensive sample of activism events is carried out by Klein and Zur (2009). Unlike Brav et al. (2008a, 2008b), their sample includes only targets of hedge fund activists with a specific intent, that is, "confrontational activism", and excludes targets of hedge fund activism that

is initiated for "investment purposes" only. Using a hand-collected dataset composed of 151 target events by hedge funds and 154 target events by other entrepreneurial activist investors in the U.S. from 2003 to 2005, they find that hedge fund activists prefer more profitable and financially healthy firms, with higher levels of cash on hand than other entrepreneurial activist targets do. They also provide evidence that both groups of activists are successful in achieving their objectives and generating abnormal share price reactions around the initial intervention announcements, specially the hedge funds, whose target firms earn a mean size-adjusted return of 10.3% over a [-30, +30] window. In addition, hedge fund (other activist) targets earn a significant abnormal return of 11.35% (17.82%) over the subsequent year. However these abnormal returns are consistent with different value-enhancing changes to the target firms. While hedge funds appear to address the free cash flow problem by increasing the long-term debt and decreasing the cash and short-term investments of their targets, other entrepreneurial activist targets experience significant declines in R&D and capital expenditures after the activist engagements.

While the previous studies only examine activist campaigns by hedge funds, Clifford (2008) examines the differences between the same hedge fund's passivist and activist holdings[142] in U.S. firms from 1998 to 2005. He finds that firms which are targeted by hedge funds for active purposes earn larger, positive event window returns (3.39% excess return surrounding the filing date) than firms targeted by hedge funds for passive purposes (a 1.64% excess return), and experience a large, positive 1.22% increase in operating efficiency (ROA), and a significant increase in the dividend yield in the year following the acquisition by the hedge fund. Besides, he also analyzes the hedge fund performance and organizational structure, and obtains that hedge funds with longer lock-up and redemption notification periods are more likely to initiate activist campaigns, and that hedge funds themselves earn larger holding period returns (8%-21% larger) on their active blocks than on their passive blocks[143].

---

[142] He classifies a blockholding as active when the hedge fund has specific plans to influence the firm and therefore files a schedule 13D. In contrast, a blockholding is classified as passive when the hedge fund purchases the firm shares for investment purposes only, filing a schedule 13G.

[143] Complementing the work of Brav et al. (2008b) and Clifford (2008), which study the performance of the activist hedge funds, Gantchev (2010) estimates the cost of each stage

Boyson and Mooradian (2008) also try to provide evidence on the hedge fund activism examining the prevalence, outcomes and reasons for hedge fund activism along with the impact on target firms' short-term and long-term performance. For this purpose they use a sample of 418 separate activist events involving 111 hedge funds and 397 target firms in the U.S. during the period 1994-2005. Regarding the characteristics of target firms, they document that these companies are often "value" stocks, with smaller size, higher book to market ratio, lower Tobin's Q, and inferior stock performance but with better operating performance than the corresponding matches. Besides, they observe that hedge funds are quite successful in achieving their stated objectives and improving not only the short term stock market return (the return in excess of the matched sample during the [–25, +25] period is about 11%) but also the long term operating performance, specially in the case of aggressive activists and activists targeting changes in corporate governance. This might precisely be the reason why the risk-adjusted annual performance of hedge funds practicing aggressive activism and/or seeking changes in corporate governance is about 7-11% higher than for non-activist hedge funds and hedge funds pursuing less aggressive activism.

These authors continue their analysis on hedge fund activism in a second work (Boyson and Mooradian, 2009). Here they use 272 hedge fund activism cases carried out by 78 hedge funds in the U.S. from 1994 to 2005. These authors create an index of activism intensity and examine the stock and operating performance during the first, second and third year following the initiation of hedge fund activism in U.S. companies, and also during the first, second and third year following the hedge fund's exit from activism. This index of activism intensity incorporates the stated motive of the hedge fund, the method by which the hedge fund acquires target firm shares, the types and variety of securities acquired, and the extend of hedge fund control over the target firm. They find that targets of hedge fund activism significantly outperform a matched sample of non-targets, both in the short and long term, but this outperformance is entirely driven by the subsample of targets of intense activism, which significantly outperforms targets of less intense activism. Further, they report that estimated returns to intense hedge fund activists exceed returns to non-activists investing in the same firms, for raw returns, size-adjusted returns, and market returns.

---

of the activist process carried out by hedge funds and finds that the net return is considerably lower than previously thought.

A common characteristic to all of these papers is that they tend to attribute the reported high announcement returns to improvements in operational performance, or reductions in the agency costs of free cash flow of target firms as a result of the hedge fund engagement. Greenwood and Schor (2009) offer a new perspective about where the announcement premium comes from. They analyze a sample of 980 activist events of activism in the U.S. from 1993 to 2006 and argue that both the announcement returns and the drift in long-term returns following the initial activist filing are largely explained by the ability of activists to force target firms into a takeover, and thereby collecting a takeover premium. Therefore, this evidence is consistent with the idea that activist targets are bought in the expectation of a takeover.

The work of Greenwood and Schor (2009) is in line with the evidence provided by Huang (2010) regarding the effects of activist hedge funds on shareholders' wealth gains in corporate control transactions, and more specifically in leverage buyouts (LBOs). This author analyzes a sample of 237 buyout proposals involving U.S. public corporations during the period of 1990-2007 and a hand-collected dataset of hedge fund holdings in those firms, and observes that 73% of these deals have at least one activist shareholder before the announcement, suggesting that active hedge funds seem to participate very frequently in LBOs. Further, he finds evidence that hedge funds have a positive effect on target shareholder wealth in LBOs, as the initial buyout premium is increasing in the preannouncement presence of hedge funds, especially in those targets with less liquid stocks. It is also interesting the fact that hedge funds increase their holdings significantly over the one-year period before the announcement of the LBO and after it, while mutual funds and public pension funds are significant net sellers of target shares after the announcement. As explanation for these results, he argues that by accumulating blocks of target shares, hedge funds can potentially use their voting power to hold out a transaction, and therefore, force the bidder to make a higher preemptive bid. There is no evidence that these results are consequence of the information advantage that hedge funds might have.

An alternative channel through which hedge fund monitoring activities increase firm value is pointed out by Cheng et al. (2010). They analyze a sample of 2,981 hedge fund activist events in the U.S. from 1994 to 2008 and find evidence of significant increases in tax avoidance in the target firms following activist hedge fund interventions. Besides, they also

document a positive association between the increase in the tax avoidance level and the increase in value (Tobin's Q) for target firms when hedge fund activists have significant influence over these companies, suggesting that hedge fund intervention and monitoring are associated with reducing inefficiencies in target firm's tax management in order to improve firm value.

Zur (2008) also extends the body of research that examines the influence of hedge fund activists on the valuation and performance of target firms as he studies the cross-sectional variation of returns to shareholder activism (Schedule 13D announcement premium) with respect to target firm characteristics, hedge fund characteristics and the hedge fund activist's reputation for success and/or aggression. He analyzes 695 active investments in the U.S. from 1994 to 2006, and finds that the Schedule 13D announcement premium is significantly higher when the target firm's prior stock performance and the level of cash are positive, when the hedge fund is run by a manager with an MBA degree who accordingly collects higher incentive fees, and when the hedge fund gained at least one seat on the previous target's board or if the previous target initiated or increased a dividend payment. In contrast, he finds that these abnormal returns are not associated significantly with hedge fund reputations for being aggressive in past actions and that a failure in the previous target makes hedge funds experience lower excess returns. These results indicate that hedge funds can gain a reputation for being successful (and be rewarded by the market), and conversely, can weaken its reputation by failing (and experiencing lowered market returns). Therefore, the evidence provided by Zur highlights the importance of the hedge fund reputation to explain a greater portion of the excess stock returns around the filing of the Schedule 13D, although he also reports that investors attach decreasing weights to hedge fund reputation as time passes.

Corroborating the results provided by the above mentioned studies, Solarz (2010) presents evidence that shows how activist hedge funds earn excess returns by doing more than picking stocks. He uses a sample of 718 investments by activist hedge funds, of which 393 are classified as active and 325 as passive, spanning from 2000 through 2008, and he compares activist returns to passive returns in order to test whether outperformance represents more than stock picking in disguise. By doing so, he observes that activist investments outperform the same hedge funds' passive investments, in fact, over two months, they earn 3.8% greater returns, and

over two years, they earn 18.4% greater returns. Furthermore, he documents that activism earns these significant short-term and long-term returns by unlocking shareholder value, that is, by improving profitability, increasing payouts, spinning off assets, selling target firms, improving business strategies or redesigning corporate governance.

As an alternative to these large-sample analyses of hedge fund activism, several authors have opted for the "case study" methodology. They argue that the large-sample studies fail to examine in detail the entire activism process, the objectives of hedge funds and their means of action particularly when facing target resistance. Further, large sample studies might fail to assess accurately whether an activism process could be considered as a success or not for the hedge funds. Consequently, a number of researchers have focused their attention on case studies of hedge fund activism that give them the opportunity to deeply investigate how a hedge fund manages its position in a target company and how the context and the process of the offensive can mitigate its success (Bessière et al., 2010).

For example, Becht et al. (2009) managed to gain access to the entire records of the Hermes U.K. Focus Fund (HUKFF), the fund manager owned by the British Telecom Pension Scheme, in order to analyze in detail the activist campaigns carried out by this fund. They find that, in this case, shareholder activism is predominantly executed through private interventions by the HUKFF[144] , which usually seeks to restructure the firms, focus their activities, limit acquisitions and capital expenditures, change boards and altering financial policy, by raising cash payouts. The authors report that the HUKFF achieve its objectives in target firms most of times and that after the fund engagement takes place, the operating performance of target firms recovers substantially and the market valuations are restored to the levels prior the decline in performance. Therefore, it is not surprising the success of the HUKFF in generating returns for its investors, measured by both annual raw returns net of fees of 8.2%, and abnormal returns net of fees of 4.9% a year against the FTSE All-Share Index over the period 1998-2004.

[144] In contrast to other studies like Brav et al. (2008a), Klein and Zur (2009), etc., who mainly use publicly available information.

Bessière et al. (2010) analyze the activism process carried out by two activist hedge funds, Centaurus and Pardus, in the French information technology company Atos Origin, from October 2006 to May 2008. These authors offer a timeline analysis of the battle between the hedge funds and Atos, in which Centaurus and Pardus, despite their initial success associated with positive market reactions, progressively abandon their primary objectives of selling the company and fall back on a less ambitious goal: board representation.

Kruse and Suzuki (2009) focus on the activism efforts of Steel Partners, one of the most active hedge funds, at three of their targets (Ronson Corp., BKF Capital Group Inc. (BKF) and United Industrial Corp (UIC)), in which the hedge fund achieves different degrees of success. Although Steel Partners follows a similar approach with all three target firms, beginning with several attempts to privately communicate and meet with the management and board, the outcome greatly differs. In the case of Ronson Corp, the target adopts a hostile attitude rebuffing all Steel efforts to negotiate and keeping its independence. In the case of BKF, although the target complies with the initial demands of the hedge fund, its performance significantly deteriorates as BKF begins to lose clients and fund managers after the hedge fund engagement. Finally, United Industrial can be considered a success both in terms of returns and compliance with the hedge fund requirements. Therefore, the authors argue that the definition of a successful campaign employed by empirical studies that are based on large samples of events and rely solely on stated goals can be distorted since the achievement of the stated objectives at target firms does not guarantee a successful investment.

Bellini (2009) tries to examine whether the differences regarding the regulatory backgrounds and the firm' s ownership concentration between U.S. and Italy affect hedge fund activism in the latter by making it significantly different from its U.S. counterpart. To analyze it, she explains in detail the case of hedge fund activism involving Generali Spa, a leading Italian insurance company, and Algebris Investments (U.K.) LLP (Algebris), an affiliate of the activist hedge fund The Children Investment Fund in 2007. She discusses the patterns of engagement followed by the activist hedge funds in Italian companies, and specifically by Algebris in Generali, and the objectives that activists pursue on those firms. From her analysis she concludes that, overall hedge fund activism in Italy and in the U.S. presents substantial similarities, and highlights the possibilities that the

Italian regulatory framework offers to activists, such as the power to submit slates for the appointment of directors and/or statutory auditors.

As we have just seen, these case study analyzes have allowed the study of hedge fund activism not only in the U.S. but also in other countries. Whereas the data for the U.S. is directly available on the EDGAR database[145] provided by the SEC, data on hedge fund activism in other countries is much harder to obtain. In Europe, the regulatory differences among countries regarding the information disclosure make it difficult to carry out a cross country analysis, so several papers examine the hedge fund activism in specific countries. Italy and Germany are the countries that have received more attention.

Regarding Italy, Erede (2009) focuses his analysis on the regulatory and legal environment surrounding activist hedge funds in Italy. He compares the key factors that helped hedge fund activism develop in the U.S. system, with those that may serve the same function in the Italian system, suggesting that hedge funds can play any role as activist shareholders in a context where corporations have a rather concentrated ownership structure or are dominated by controlling shareholders. More precisely, he offers an interesting description of the "vote" and "exit" powers that Italian regulation bestows on minority shareholders as a means to put pressure on directors and majority shareholders.

One of the most interesting findings is that Italy's corporate law, effective from January 2007, requires both the board of directors and the board of auditors to have at least one member elected by minority shareholders, who, in order to be able to submit a list of candidates, need from 0.5% to 4.5% shareholding in the company. Finally the author describes hedge fund activism in Italy by analyzing how 29 hedge funds that hold more than 2% of the capital of Italian listed companies exercise the rights that Italian law bestows on them to exert influence on the firms. The preliminary results obtained from this analysis suggest that a large part of these hedge funds with significant shareholdings operating in Italy have been quite "passive", failing to exercise their rights.

There are also several papers that try to study hedge fund activism in Germany. It could even be said that Germany is the European country that

[145] See http://www.sec.gov/edgar.shtml

has awaken more interest among academics. For example, Achleitner et al. (2008) examine whether hedge funds and private equity funds, which have distinct business models but act on the same playground, follow similar or different investment strategies in public equity markets, [146]. They use a sample of 96 hedge fund targets and 57 private equity targets in Germany between 1998 and 2007 and find that hedge funds and private equity follow distinct investment strategies. Regarding our object of study, they document that hedge funds usually acquire minority stakes in firms with large free float, lack of controlling shareholders, important dividend potential and firms where the CEO has been in office for a relatively long time. In addition, hedge fund investment is found to be strongly related to M&A activities, indicating that they act as corporate control agents.

Mietzner and Schweizer (2008) also look for differences between private equity funds and activist hedge funds investing in public companies in Germany. They collect a dataset of 175 German firms that were targeted by hedge funds (67 hedge fund targets) and private equity investors (108 private equity targets) between 1993 and 2007, and compare the performance of hedge funds to that of private equity funds as shareholder activists. They find that the market perceives the announcement of the acquisition of large stakes in target firms favorably for both groups of investors, that these abnormal returns surrounding the announcement of the investment are consistent with reductions in the agency costs only for investment of private equity funds, and that both samples of target firms experience significant negative buy-and-hold abnormal returns 250 days after the event.

In addition, by using the same sample of target firms and incorporating a sample of 223 German industry rivals, Mietzner et al. (2009) extend the previous work providing empirical evidence on the valuation effects of a change in ownership structure by activist blockholders on directly affected rival firms. The authors document that the announcement of a change in ownership structure generates statistically significant intra-industry effects of between 0.875% and 2.682% for competitors to private equity targets (consistent with the information signaling hypothesis), and

[146] It is important to note that this study is only focused on the drivers of hedge fund and private equity investment choices but does not include the consequences of the involvement of these investors such as share price developments or changes in the firms' financials or operations.

between -2.480% and -3.636% for rivals of hedge fund targets (consistent with the competitive hypothesis). Moreover, they also analyze the long term market reaction and find that hedge fund rivals experience negative buy-and-hold abnormal returns of -26.27% on average for up to 250 days after the announcement, while private equity rivals suffer statistically significant losses of -12.23% for up to the same period (both consistent with the competitive hypothesis).

Bessler et al. (2008) also try to provide empirical evidence on hedge fund activism in Germany. They argue that, as the role of banks and their influence on German corporate governance has changed dramatically over the last decade, activist hedge funds could play an important role influencing or enforcing key decisions in target firms and, therefore, taking advantage of the control vacuum resulted from the reallocation of corporate control from banks to capital markets. In this context, they use a sample of 324 events of activism taking place in Germany between January 2000 and June 2006 and analyze whether hedge fund interventions on German targets generate both short-term or/and long-term valuation effects on those firms. Regarding the short-term valuation effects, they report that target firms outperform the CDAX benchmark significantly by 10.36% over the entire period [-80; +80]. Interestingly, most of the price adjustment (5.72%) already takes place in the pre-event window [-80;-3].

They also observe a substantial run-up period starting around 45 trading days prior to the event. As a result, their analysis of short-term valuation effects indicates that price adjustments take place before and during the event window. The authors ascribe these results to small and illiquid stocks and stronger information asymmetries, to rumors about a pending attack and target lists circulating among traders "long before an activist investor reveals his identity", and to the German insider trading law which is less strict and is not as strongly enforced as in the U.S (Bessler et al., 2008, p.22). Finally, regarding the long-run performance analysis, they do not find conclusive results as they vary depending on the methodology employed.

Drerup (2010) is also interested in the analysis of the effects of hedge fund investments in Germany. By using a hand-collected sample of 278 instances of hedge funds owning significant stakes in German public companies (142 activist blockholdings) between 1999 and July 2010, the author observes that the reaction of the market is strong only when

learning about the acquisition of voting rights by a hedge fund known for following an activist strategy. Only in these cases, the market realizes significant abnormal returns of 4.22% over the 20 day period leading up to the investment. However, in the long run, the immediate increase in valuation is reversed and flattens out to a zero effect. Furthermore, these results are corroborated by firm fundamentals showing no improvement subsequent to activism, so activist target firms do not reveal a permanent overperformance after hedge fund investment.

The study of Weber and Zimmermann (2010) extends the existing research on hedge fund activism in Germany by examining the trading activities of hedge funds in this country. These authors take advantage of the legal framework in Germany that provides a specific publication procedure which allows for a detailed analysis of the information disclosure process and the related price effects during major changes in shareholdings. In this sense, the authors define a hedge fund activism event as a transaction in a listed non-financial company by a hedge fund where a so-called "notifiable threshold" is touched or passed, and consider three dates of interest: the transaction date (the date where a hedge fund reaches or falls below a notifiable threshold), the announcement date (the date when the hedge fund informs the target company and the BaFin about the crossing of a notifiable threshold) and the publication date (the date when the transaction is released to the public).

Taking this into account, they collect a sample of 230 published transactions corresponding to 51 hedge funds and analyze the price and volume reaction of target companies' shares around these three dates separately, in order to determine whether such reactions are due to information or price pressure effects. They obtain a significant abnormal price reaction in the three dates in both the buy sample and the sell sample but they find that the positive information effect related to the announcement of hedge fund acquisitions in public companies is only a part of the overall price reaction surrounding these events, which is explained to a greater extend by the price pressure effect.

Despite the above mentioned difficulties to carry out cross-country studies of hedge fund activism in Europe, some authors have recently employed diverse procedures to collect samples that comprise events of activism that have taken place in several European countries. For example, Stokman (2007) studies 94 hedge fund activism cases in Europe from 2000

to 2007 and compares them with other 94 activism events in North America (U.S. and Canada). His main objective is to examine whether activist hedge funds actually create value for target firms in the short and medium term or if they just generate a temporary shift in the stock prices. In this sense, he finds that target firms experience significant abnormal returns in the range of 9.5% to 12.19% in a short term period around the initial filing, both in Europe and North America, and that this effect is not offset on the medium term of 6 months after the initial filing date, although it is less strong. He also compares the activism in Europe with the activism in North America, and obtains that hedge fund activism in North America is more successful creating value than Europe's.

An exploratory work focused only on Europe is provided by Tse (2007), who studies a reduced sample that comprises 30 examples of hedge fund activism in Europe from 2004 to 2007 and document that activist hedge funds in Europe demand seats on the Board of Directors (in 26% of the events) and requests to spin-off parts of the business (in 20% of the events). Further, in 63% of the cases, activist hedge funds were able to successfully influence corporate strategy in their favour.

Nonetheless, maybe one of the most comprehensive attempts to understand hedge fund activism in Europe to date is the one carried out by Becht et al. (2010), who use a large sample of activist interventions. This sample not only includes 305 public European activist events carried out by 29 hedge funds but it also incorporates 57 private interventions of 5 activist funds that provide the authors with proprietary information. All these interventions are spread across 15 European countries and take place between 1997 and 2008.

Regarding public database, they report that the mean abnormal returns around the block disclosure are 4.4%. Further, when they analyze these abnormal returns by fund style, they find that for activist specialist funds (those which are exclusively activists) the abnormal returns are 6.9% and 0.6% for non specialist funds (multi-strategy hedge funds). It is also interesting that the buy and hold raw and abnormal returns to the end of December 2008 for all public engagement are 9.6% and 2.1% respectively, while for all private engagements are 14.8% and 6.2% respectively. The authors also point out that they intend to construct an "Ease of Activism

Index" in order to examine whether the profitability of hedge fund engagements is affected by the jurisdiction of the target company[147].

But researchers have not only focused on the U.S. and Europe. Two studies have also analyzed hedge fund activism in Japan. Uchida and Xu (2008) study the factors that drive activist hedge funds to target Japanese firms and the market reaction to the cross border as well as domestic hedge fund activism. By using a sample of 67 shareholder activism events in Japan initiated by the U.S. hedge fund, Steel Partners (30 events), and the Japanese activist fund, Murakami Fund (37 events), they find that target firms tend to have more cash and sometimes lower market-to-book ratios and leverage than a sample of matched firms. They also document that the target stocks exhibit an average excess return of 5.6 % for the [-2, +2] window around the announcement of activist events, being this market's reaction to hedge fund activism more favorable when the targets are more leveraged and have more cash and lower market valuations. Regarding the persistence of the effects in the long term, they report that the positive abnormal returns do not revert in the long run.

Furthermore, Hamao et al. (2010) construct a database of 916 filings of block acquisitions in Japan by activist shareholders including hedge funds, and observe that companies that are more likely to be targeted by activists are those "value firms" with high cash balances and low leverage that are held predominantly by foreign investors. They show that, on average, the market reacts favourably with a 1.8% positive abnormal return to the first filings by activist investors and that target firms experience positive long term returns only for events involving hostile funds. In contrast, they do not find evidence that activism events are associated with improvements in measures of operational performance (such as return on assets or sales growth) but they show that that targeted firms increase shareholder payouts in the form of higher dividends and especially, share buybacks.

Another two studies that should be included in this literature review of hedge fund activism are Sade and Zur (2010) and Armour and Cheffins, (2009). These works offer a different approach from the previous cited studies. The first one (Sade and Zur, 2010), focuses on investigating performance persistence in the activist segment of the hedge fund industry.

[147] This analysis is not available yet since it is a preliminary version of the study.

By using a list of 117 activist hedge funds that engaged in large investments in U.S. during the period 1994-2006., they obtain evidence that activism is persistent, in other words, they observe that a past record of activism on the part of a hedge fund is a good predictor of future confrontational investment. Besides they also document that characteristics of the hedge funds, such us management fees, incentive fees and minimum investments; or manager skills like the manager attendance at a top MBA program, are positively related to various measures of activism.

The second work (Armour and Cheffins, 2009) offers a discussion about the impact of the recent financial crisis on hedge fund shareholder activism and its future evolution. The authors distinguish the "offensive" (more aggressive) form of activism by hedge funds from other "defensive" interventions undertaken by institutional investors such us pension funds or mutual funds, and use the market for corporate influence as a heuristic to identify factors likely to dictate how offensive shareholder activism will be at a particular point in time. From this analysis they obtain that shareholder activism will remain a permanent feature of U.S. corporate governance, although they find the impact of the financial crisis in the hedge fund activists more difficult to predict.

Finally it is important to note that hedge fund activism has not only received the attention of academics. Over the last years, a number of institutions and industry participants have written several reports in an attempt to shed light in this recent phenomenon and provide recommendations to those target firms that have to face activist hedge funds. One of these reports was launched by Citigroup (2005), and describes the factors that are responsible for the growth in hedge fund activism, the characteristics of those firms that have typically been targeted and the market response to hedge fund engagements. This report also offers several suggestions about how firms should change their financial strategy in light of potential activism and how firms should respond to hedge fund involvement.

Along these lines, Lipton (2006) offers a checklist to help firms to prepare an individual and specifically crafted plan to avoid becoming the target of a hedge fund, or if an attack takes place, how to deal with it. All the suggestions and recommendations included in this *aide memoire* are given to place companies in the best possible position to respond to an attack by activist hedge funds.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism

	PANEL A: EMPIRICAL ARTICLES/WORKING PAPERS	
	Authors	
	Achleitner et al. (2008)	Becht et al. (2009)
Sample and Period	96 hedge fund targets and 57 private equity targets in Germany between 1998 and 2007.	All activist interventions by the Hermes U.K. Focus Fund (HUKFF) over the period 1998-2004.
Target Characteristics	Hedge funds target firms with large free float, lack of controlling shareholders, important dividend potential and firms where the CEO has been in office for a relatively long time. Further, they also prefer takeover targets or firms with acquisition plans.	
Valuation Effects		When hedge fund objectives are achieved, there are economically large and statistically significant positive abnormal returns around the announcement date of the change. The mean abnormal returns are 5.30% in the seven-day event window around the announcement date.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...		The operating performance of target firms recovers substantially after the hedge fund engagement. The HUKFF has an important effect on corporate activities.
Other Results	They document that they usually acquire minority stakes.	Shareholder activism is predominantly executed through private interventions by the HUKFF. The HUKFF usually seeks to restructure the firms, focusing their activities, limiting acquisitions and capital expenditure, changing boards and altering financial policy. The HUKFF generates annual raw returns net of fees of 8.2% and abnormal returns net of fees of 4.9% a year against the FTSE All-Share Index over the period 1998-2004.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Becht et al. (2010)	Bellini (2009)
Sample and Period	305 public European activist events carried out by 29 hedge funds (from 2000 to 2008) and 57 private interventions of 5 activist hedge funds (from 1997 to 2008) in 15 European countries.	Case study: Activism process carried out by the activist hedge fund Algebris Investments (U.K.) LLP (Algebris) in the Italian company Generali SpA from 2007 to 2008.
Target Characteristics		Prior to the hedge fund engagement the company was undervalued by approximately 40% (according to the hedge fund).
Valuation Effects	Public events: -positive abnormal returns around the block disclosure, especially for activist specialist funds. -buy and hold raw and abnormal returns to the end of December 2008 of 9.6% and 2.1% respectively. Private events: -buy and hold raw and abnormal returns to the end of December 2008 of 14.8% and 6.2% respectively.	
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...		Generali began a process for the enhancement of its corporate governance and appointed an external advisor for this purpose. The hedge fund failed to gain enough support to appoint the chairman of the board of directors.
Other Results	The average holding period for the public sample is 621 days (median 487 days), and the average stake size at disclosure is 6.1%.	It is also interesting the discussion which is provided in this study about the differences regarding the regulatory backgrounds and the firm´s ownership concentration between U.S. and Italy. Other examples of hedge fund activism in Italy are also explained in order to explore in more detail the role of activist hedge funds in Italy.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Bessiere et al. (2010)	Bessler et al. (2008)
Sample and Period	Case study: Activism process carried out by the activist hedge funds, Centaurus and Pardus, in the French company Atos Origin, from October 2006 to May 2008.	324 hedge fund interventions in German public firms between January 2000 and June 2006.
Target Characteristics	Before the hedge fund engagement, Atos had serious problems: the growth-through-acquisitions model was running out of steam, its organic growth was becoming negative, it experienced poor stock performance. Profit warning. Takeover rumours. Diffuse ownership structure.	Hedge funds investments are significantly biased towards small cap stocks and are not restricted to low market-to-book (value) stocks. The average target company is barely profitable in the fiscal year preceding the event date and has a high level of insider ownership. A significant number of target companies are not covered by stock analysts at all.
Valuation Effects	The market reacted positively when both hedge funds acquired their corresponding stakes in the firm (significant positive abnormal returns are observed around the announcement of the acquisitions). When the takeover discussions were brought to an end, the market reaction was strongly negative.	Short- term valuation effects: it is reported that target firms outperform the benchmark significantly by 10.36% over the period [-80; +80], being interesting the fact that most of the price adjustment (5.72%) takes place in the pre-event window [-80;-3]. Long- term valuation effects: no conclusive results are found.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance…	Hedge funds obtained representation on the supervisory board but they failed to achieve their initial goal: the sale of the company.	Cash holdings tend to decrease, and the profitability measures such as the return on equity and the return on assets generally increase at the end of the fiscal year in which the event takes place.
Other Results		

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Bessiere et al. (2010)	Bessler et al. (2008)
Sample and Period	Case study: Activism process carried out by the activist hedge funds, Centaurus and Pardus, in the French company Atos Origin, from October 2006 to May 2008.	324 hedge fund interventions in German public firms between January 2000 and June 2006.
Target Characteristics	Before the hedge fund engagement, Atos had serious problems: the growth-through-acquisitions model was running out of steam, its organic growth was becoming negative, it experienced poor stock performance. Profit warning. Takeover rumours. Diffuse ownership structure.	Hedge funds investments are significantly biased towards small cap stocks and are not restricted to low market-to-book (value) stocks. The average target company is barely profitable in the fiscal year preceding the event date and has a high level of insider ownership. A significant number of target companies are not covered by stock analysts at all.
Valuation Effects	The market reacted positively when both hedge funds acquired their corresponding stakes in the firm (significant positive abnormal returns are observed around the announcement of the acquisitions). When the takeover discussions were brought to an end, the market reaction was strongly negative.	Short- term valuation effects: it is reported that target firms outperform the benchmark significantly by 10.36% over the period [-80; +80], being interesting the fact that most of the price adjustment (5.72%) takes place in the pre-event window [-80;-3]. Long- term valuation effects: no conclusive results are found.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...	Hedge funds obtained representation on the supervisory board but they failed to achieve their initial goal: the sale of the company.	Cash holdings tend to decrease, and the profitability measures such as the return on equity and the return on assets generally increase at the end of the fiscal year in which the event takes place.
Other Results		

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Bratton (2007)	Brav et al. (2008a)
Sample and Period	130 U.S. firms identified in the business press between January 2002 and June 2006 as targets of an "activist" hedge fund.	236 activist hedge funds and 1,059 hedge fund-target pairs from the U.S. for the period 2001 to 2006 (both confrontational and non confrontational events).
Target Characteristics	Hedge funds concentrate their attention on small capitalization and poor performing firms in the stock markets.	Target firms tend to be small, profitable and have slightly higher leverage and lower cash in hands in the year before they are targeted.
Valuation Effects		They document average abnormal returns, in the range of 7% to 8%, during the [–20,+20] announcement window, which are not reversed over time.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...	There is no evidence that activist hedge funds are short term investors that extract cash and exit immediately, or that they carry out destructive cost cutting. Activist hedge funds clearly alter the terms of the mergers and acquisitions that take place in target firms.	After the hedge fund interventions they observe a reduction of agency problems associated with free cash flow, an improvement in the ROA and operating profit margins and an increase in the CEO turnover in target firms.
Other Results	Hedge funds look for the sale of the whole firm or specified assets, the disgorgement of uninvested cash or a cost cutting program. Hedge funds are very successful achieving their demands in target firms.	The median holding period for completed deals is about 1 year. The median initial (maximum) percentage stake that a hedge fund takes in the target is 6.3% In 40.6% of the cases hedge funds achieve their main stated goals, and in 25.8% of the cases they achieve a partial success.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Brav et al. (2008b)	Briggs (2007)
Sample and Period	236 activist hedge funds and 1,059 hedge fund-target pairs from the U.S. for the period 2001 to 2006 (both confrontational and non confrontational events).	52 instances of hedge fund activism in the U.S. during 2005 and the first eight months of 2006.
Target Characteristics		
Valuation Effects		
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...		
Other Results	Activist hedge funds on average perform better than other self-reported non activist hedge funds. An activism index tracks the S&P 500 very closely up to mid-2000, and then departs significantly upwards.	This article offers a legal, empirical, and theoretical study of how hedge fund activism actually happens and whether it improves corporate governance in the U.S. The combination of wolf pack tactics and the increasing influence of activist proxy advisory firms have made hedge fund activists a real power in corporate governance.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Cheng et al. (2010).	Clifford (2008)
Sample and Period	2,981 hedge fund activist events that took place in the U.S. from 1994 to 2008.	1114 passivist blockholdings (13G filing) and 788 activist bockholdings (13D filing) acquired by 197 hedge funds in U.S. firms from 1998-2005.
Target Characteristics		Firms targeted by activists have significantly larger average ROA and ROE, but lower levels of cash and market to book ratios than firms which are targeted by passivists. Besides, regarding the market adjusted excess returns, firms targeted by passivists outperformed firms targeted by activists by 19.45% in the year leading up to the targeting.
Valuation Effects		Firms targeted by hedge funds for active purposes earn larger, positive event window [-2,+2[returns (3.39% excess return surrounding the filing date) than firms targeted by hedge funds for passive purposes (1.74% excess return).
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...		Firms targeted by activist hedge funds experience an improvement in the operating performance (ROA and ROE) in both 1 and 2 year period following the hedge fund acquisition. This improvement is caused by a reduction in firm assets. Firms targeted by activists also increase the dividend yield by 0.24 percentage points in the year following the acquisition.
Other Results	Target firms of hedge fund activism experience increases in the levels of tax avoidance after fund intervention. These greater tax savings are positively associated with increases in the target firms' value only when hedge fund activists have significant influence (block ownership).	Shareholder activism is more likely in hedge funds which have a lower investor demand for liquidity and a lower leverage. The median annualized holding period return on hedge funds' activist investments is 32.19%, while the median annualized holding period return for the hedge fund's passive investments is 10.44%.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Drerup (2010)	Erede (2009)
Sample and Period	The final sample consists of 278 significant stakes of hedge funds in170 German firms between 1999 and July of 2010. 53 of the 111 different hedge funds are classified as activists, resulting in 142 activist blockholdings.	29 hedge funds that hold more than 2% of the capital of Italian listed companies in April 2008.
Target Characteristics	Contrary to public opinion, activist hedge funds' targets are not particularly profitable (or unprofitable), hold large amounts of cash or exhibit other fundamentally different characteristics than comparable firms.	The companies in which hedge funds are investing in Italy are extremely different to each other under several aspects: business field, market capitalization, earnings ratios or even ownership structure.
Valuation Effects	The market reacts strongly only when learning about the acquisition of voting rights by a hedge fund which is known to follow an activist strategy. The average abnormal return over the 20 day period leading up to the event is significantly positive at 4.22%.	
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance…	Long-run returns to activism are not significantly different from zero by using any benchmark or test. Besides, firm fundamentals show no improvement subsequent to activism.	Several examples are reported of hedge funds seeking higher dividends or a change in the corporate governance of target firms.
Other Results	Activist blocks are larger than those bought with passive purposes both in terms of capital commitment as well as purchased stakes, although they are held for equally long.	A large part of the hedge funds operating in Italy with significant shareholdings have been quite "passive" by failing to exercise their rights. It is also provided a comparison of the key factors that help the growing hedge fund activism in the U.S. system, with those that may serve the same function in the Italian a system.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Gantchev (2010)	Greenwood and Schor (2009)
Sample and Period	1492 activist events summarized in 7200 filings in the U.S. by 200 hedge funds from 2000 to 2007.	980 activist events: 784 events were initiated by 139 unique hedge funds, and 196 events were initiated by 38 unique non-hedge funds. Period: 1993-2006.
Target Characteristics		Target firms tend to be small stocks with low market- to-book ratios and little or no analyst coverage, and have underperformed their industry over the previous 24 months. A fair amount of industry concentration is also observed.
Valuation Effects		It is reported that the average abnormal return for the [-10, +5] window is 3.5%. They report abnormal announcement returns of more than 5% for those events for which an acquisition was announced or completed within 18 months of the initial 13D filing. Regarding the long term returns, events in which an acquisition was announced or completed earn post-filing abnormal monthly (18 months) returns of 25.85%.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...		There is no improvement in operating performance among targets that have not been acquired.
Other Results	Hedge funds achieve their primary objectives in only 19% of all campaigns. The average campaign that reaches a proxy fight costs 10.5 million dollars, which represents 12% of the mean activist ownership stake. Subtracting costs reduces deal returns by two thirds. The mean (median) gross deal return drops from 55.69% (1.31%) to 19.4%(-2.10%).	It is reported a 9.8 % average initial ownership in their sample. Takeover is one of the most likely outcomes. Activists saw drops in the value of their portfolios during a period when market-wide takeover interest fell.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Hamao et al (2010)	Huang (2010)
Sample and Period	916 filings of block acquisitions by activists, included hedge funds, in Japan in the period between 1998 and 2009.	237 leverage buyout (LBOs) proposals involving U.S. public corporations during the period of 1990-2007 a hand-collected dataset on hedge fund holdings in those firms.
Target Characteristics	The companies that are more likely to be targeted by activists are those "value firms" with high cash balances and low leverage that are held predominantly by foreign investors.	LBO targets tend to be poorly performing firms, as evidenced by the fact that target stocks underperform the market by 5.34% during the one-year period before announcement.
Valuation Effects	On average, the market reacts favourably, with a 1.8% positive abnormal return to the first filings by activist investors of an acquisition of a stake exceeding 5% of shares. Target firms experience significantly positive long term returns only for events involving "hostile" funds, but insignificant results for "non-hostile" funds.	Hedge funds have a positive effect on target shareholder wealth in LBOs as the initial buyout premium is increasing in the preannouncement presence of hedge funds. Hedge funds use their voting power to hold out a transaction and therefore force the bidder to make a higher preemptive bid.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...	There is no evidence that activism events are associated with improvements in measures of operational performance (such as return on-assets or sales growth). Targeted firms increase shareholder payouts in the form of higher dividends and, especially, share buybacks.	
Other Results		Hedge funds seem to participate very frequently in LBO.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Klein and Zur (2009)	Kruse and Suzuki (2009)
Sample and Period	151 target events by activist hedge funds and 154 target events by other entrepreneurial activist investors in the U.S. from 2003 to 2005 (confrontational events).	Case Study: activism campaigns of Steel Partners at three of their U.S. targets, Ronson Corp., BKF and UIC.
Target Characteristics	Hedge funds prefer more profitable and financially healthy firms, with higher levels of cash on hand than do other entrepreneurial activist targets.	Steel looks for undervalued stocks with good potential returns. UIC had a relatively high institutional ownership.
Valuation Effects	Hedge fund target firms earn a mean size-adjusted return of 10.3% over a [-30, +30] window. Hedge fund targets earn a significant abnormal return of 11.35% over the subsequent year.	
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance…	Hedge fund target firms increase their long-term debt and dividends and decrease their cash and short-term investments after the hedge fund engagement but do not become more profitable in terms of return on assets or cash flows from operations. Both groups are particularly successful at gaining board representation on the target firm.	*Ronson corp*: none of the hedge fund proposals were adopted by the firm. *BKF*: Steel gained 3 seats on the board but the profitability of the company plummeted after the hedge fund involvement. *UIC*: the hedge fund gained board representation, even Lichtenstein became the board chair. A share repurchase program was also initiated and the company was finally sold.
Other Results	Hedge fund activists enjoy a 60% success rate.	Steel Partners' concerns involve looking for ways of adding value via asset sales or the sale of the entire company, the reduction of management entrenchment via takeover defenses and board structure, and the reduction of excessive compensation and high costs in general. Only Steel's involvement with UIC was profitable for the hedge fund.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Mietzner and Schweizer (2008)	Mietzner et al. (2009)
Sample and Period	67 German firms that were targeted by hedge funds and 108 German firms that were targeted by private equity investors between 1993 and 2007.	67 German firms that were targeted by hedge funds and 108 German firms that were targeted by private equity investors between 1993 and 2007.
Target Characteristics	It is reported that hedge funds prefer smaller targets with higher growth valuations and higher interest expenses compared to sales. Further, the probability that a company will be targeted by a hedge fund is higher if another hedge fund is already a blockholder prior to the acquisition, and if the biggest blockholder is a hedge fund.	
Valuation Effects	It is documented a significant positive market reaction of 6.24% for the [-20;+20] window to purchases of at least 5% of voting rights of target firms by hedge funds. Regarding the long term performance, they report significant negative buy-and-hold abnormal returns (BAHR), especially for hedge funds at the end of the 250-day period after the event.	It is reported that the announcement of a change in ownership structure generates statistically significant intra-industry effects of between 0.875% and 2.682% for competitors to private equity targets, and between -2.48% and -3.636% for rivals of hedge fund targets. Moreover, they also document a long term significant negative market reaction in both rival firms' samples.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...	They find no support that hedge funds, unlike private equity funds, enhance share-holder value due to a reduction of agency costs. Only the abnormal trading volume is found to positively affect the CAARs.	
Other Results	Hedge fund managers buy smaller stakes and seek the presence of other blockholders, preferably other hedge funds.	

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Ryan (2006)	Sade and Zur (2010)
Sample and Period	40 activist campaigns in the U.S. from 2001 to 2005.	117 hedge funds that engaged in 695 active investments in the U.S. during the 1994-2006 period.
Target Characteristics		
Valuation Effects	Target companies experience a mean cumulative excess returns of +8.6% during the 61-day period [-30, +30] surrounding the commencement of the campaign. Companies with underperforming shares, strong cash flows and significant holdings by the activist investor are reported to be the most likely to provide excess returns.	
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance…		
Other Results		They provide evidence on the activism persistence: past activism is positively correlated with future fund intention toward confrontational activist activity in future purchases. Hedge fund activism is positively correlated with management fees, incentive fees, minimum investment and manager attendance at a top MBA program.

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Stokman (2007)	Uchida and Xu (2008)
Sample and Period	94 hedge fund activism cases in Europe and 94 activism events in North America (U.S. and Canada) from 2000 to 2007.	67 shareholder activism events in Japan initiated by the U.S. hedge fund, Steel Partners (30 targets), and the Japanese activist fund, Murakami Fund (37 targets). Period: 2001-2006.
Target Characteristics		Steel Partner's targets typically have more cash but lower market valuations, whereas Murakami Fund targets cash-rich firms only. Both, Steel Partners and Murakami Fund tend to target firms with less leverage and higher foreign and individual holdings.
Valuation Effects	Target firms experience significant abnormal returns in the range of 9.5% to 12.19%around the initial filing. This positive effect on the market valuation is not offset on the medium term of 6 months after the initial filing date. Activist creates more value for firms in North America than in Europe.	It is reported an average excess return of 5.6 % for the [-2, +2] window around the announcement of activist events. The stock market reacts more favourably when targets have more cash and lower market valuations. The positive abnormal returns do not revert in the long term.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance...		
Other Results	Activists acquire on average 7.31% of the voting rights. In over half of the events, the activist hedge fund pursued a strategy that involved a (potential) merger or sale of the target firm. Hedge funds were totally successful in achieving their demands in 42% of the events.	

Table I. Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

	Authors	
	Weber and Zimmermann (2010)	Zur (2008)
Sample and Period	230 published transactions corresponding to 51 hedge funds in 44 target companies between the years 2005 to 2008.	117 hedge funds that engaged in 695 active investments in U.S. firms from 1994 to 2006.
Target Characteristics		Hedge fund activists target profitable and financially healthy firms, with positive excess return in the year prior to the fund's investment. Target firms are also small in size with low market-to-book ratios and, on average, were mentioned in the press 187 times in the year prior to the fund investment.
Valuation Effects	It is reported a significant abnormal price reaction in the three dates analyzed (the transaction, announcement and publication dates) in both the buy sample and the sell sample, but it is found that the overall price reaction surrounding these dates is explained in a greater extend by the price pressure effects.	The Schedule 13D announcement premium is significantly higher when the target firm's prior stock performance and the level of cash are positive, when the hedge fund is run by a manager with an MBA degree who accordingly collects higher incentive fees, and when the hedge fund has gained at least one seat on the previous target's board or if that target initiated or increased a dividend payment.
Other Effects: Operating Performance, Capital Structure, Governance…		
Other Results		

Table I. Summary of the Main Results Obtained by the Studies Focused on Hedge Fund Activism (Cont.)

PANEL B: REPORTS AND THEORETICAL ARTICLES/WORKING PAPERS

Authors	**Main issues addressed**
Armour and Cheffins (2009)	This paper distinguishes the "offensive" (more aggressive) form of activism by hedge funds from other "defensive" interventions undertaken by institutional investors such us pension funds or mutual funds. Furthermore, the authors use the market for corporate influence as a heuristic to identify factors likely to dictate how offensive shareholder activism will be at a particular point in time and also offer an analysis about the impact of the recent financial crisis of 2008 on hedge fund shareholder activism.
Barrachdi (2008)	This paper presents a literature review of hedge fund activism.
Brav et al. (2010)	This paper offers a literature review of hedge fund activism.
Citygroup (2005)	This report describes the factors that are responsible for the growth in hedge fund activism, the characteristics of target firms, and the market response to hedge fund engagements. Besides, it also offers several suggestions to companies about how they should proceed when they become targeted by an activist hedge fund.
Hu and Black (2007)	This paper presents evidence on the techniques used by hedge funds to decoupling voting rights from economic ownership ("new vote buying") through largely hidden transactions.
Kahan and Rock (2007)	This article focuses on the role played by activist hedge funds in both corporate governance and corporate control by providing illustrative stories of hedge fund activism in companies in the United States and analyzing the incentives and advantages of hedge funds to perform strategies of activism. Finally, they also point out several conflicts generated by activist hedge fund in their target firms.
Lipton (2006)	This report offers a checklist to help firms to prepare an individual and specifically crafted plan to avoid becoming the target of a hedge fund, or if an attack takes place, how to deal with it.
OCDE (2007)	This report analyzes the incentive structure, the objectives and the strategies followed by hedge funds and private equity firms, as well as the implications of these alternative investment vehicles for corporate governance.
Partnoy y Thomas (2006)	This paper discusses three areas where shareholders are most able to exert influence (voting, litigation, and change of control transactions) and compares hedge fund activism with the activism carried out by other institutional shareholders. Moreover, it analyzes the costs and benefits of the major types of strategies pursued by activist hedge funds.
Thompson (2007)	This paper offers a detailed description of the hedge fund advantages as activist shareholders and also explains the legal restrictions and other limits that should be considered regarding hedge fund activism.
Tonello (2008)	This report includes recommendations to corporate directors, executives, and investment professionals in order to help them to address changes in the investment climate generated by the increasing presence of activist hedge funds.

The Conference Board Research Working Group on Hedge Fund Activism also develops a set of recommendations to corporate directors, executives, and investment professionals which are disclosed in Tonello et al. (2008) in order to help them to address changes in the investment climate generated by the increasing presence of activist hedge funds. These recommendations include monitoring securities holdings, responding to requests for change, ensuring voting integrity and overseeing hedge fund management.

Finally, the OECD Steering Group on Corporate Governance issued a report in 2007 about the implications of private equity firms and activist hedge funds for corporate governance. This report analyzes the incentive structure, the objectives and the strategies followed by these alternative investment vehicles as well as their preferences regarding target firms. Moreover, it examines whether these investors contribute to fill the gaps in the corporate governance landscape and whether their behaviour is consistent with the OECD Principles.

2.3. HEDGE FUNDS

Given that this research focuses on the analysis of hedge fund activism in Europe, it is necessary to study this type of investors in depth, to be able to detect more clearly the research opportunities that this topic offers. In this sense, the following subsections comment the origin and the main characteristics of hedge funds, provide an overview of the industry and its evolution over the last years and present the different strategies that are developed by these funds, which include the shareholder activism.

2.3.1. HEDGE FUNDS: ORIGIN, DEFINITION AND MAIN CHARACTERISTICS

In the last decades, the financial world has witnessed a significant increase in the number of products that are available for investors. The financial innovation is responsible for it to a great extent since it makes possible the creation of new products, which usually result from complex financial engineering processes and which are oriented to provide additional welfare for the individuals and for the whole society.

Although there are many reasons that can contribute to explain the emergence of financial innovations, there is a clear consensus that the significant growth experienced by the innovation processes has been a consequence of a combination of elements such as: 1) the need to manage the increasing volatility of the interest rates, the inflation, the exchange rates, the share prices, etc.; 2) the technological advances; 3) the competition among financial intermediaries; 4) the higher professional training of the agents; 5) the globalization and democratization of finance; and 6) the update of regulations and taxes that were previously considered inappropriate.

Precisely, hedge funds have emerged within the framework of the financial innovation. These funds have become an alternative for those investors who are interested in products that carry out differentiated strategies and allow them to obtain attractive returns that are not highly correlated with other investment vehicles. Alfred Winslow Jones is often credited with having started the first hedge fund in 1949 in the U.S. In that year he wrote a freelance article for Fortune called "Fashions in Forecasting", which reported on various technical approaches to the stock market. His research for this story convinced him that he could make a living in the stock market and, early in 1949 he and four friends formed A. W. Jones & Co. as a general partnership with 100,000 dollars as initial capital, of which Jones himself put up 40,000 dollars (Ineichen and Silberstein, 2008).

Jones merged two investment tools: leverage and short sales. His investment approach involved using leverage to increase exposure and magnify returns while at the same time using short selling of stocks to remove market risk. His aim was to hedge market risk by taking as many short positions as long positions so that his fund was "market neutral". In other words, returns would depend not on whether the stock market went up or down but purely on whether he picked the right stocks (Hedge Fund Working Group, 2007). In its first year, the partnership's gain on its capital came to a satisfactory 17.3%.

Jones generated very strong returns while managing to avoid significant attention from the general financial community until 1966, when Carol Loomis wrote in Fortune the article called "The Jones Nobody Keeps Up With" (see Loomis, 1966), describing how Jones' fund outperformed the best mutual funds, even after applying a 20% incentive fee. This article

attracted the attention of the investment community and hedge funds became more popular.

However, hedge funds did not turn into one of the fastest growing areas of the investment management universe until the 1990s, and as a result, one of the characteristics of this decade was that the hedge fund industry became extremely heterogeneous. In 1990, nearly 90% of hedge fund managers used either macro or equity long/short strategies[148]. Throughout the decade, more avenues became available for investors to invest in and the correlation between hedge funds fell as sources of return became more dispersed. This trend allowed funds of funds[149] and other investors to combine risky hedge funds to construct conservative portfolios, favouring the institutionalisation of the whole hedge fund industry.

Due to this heterogeneity, the term "hedge fund" does not lend itself easily to definition. Hedge funds can differ significantly in their structure, investment style and the types of financial instruments they trade so these funds are easier to recognize than to define. Although the financial press and policy makers usually utilize the term "hedge funds", it is difficult to find a definition which marks them out as identifiable and clearly different from other investment vehicles and/or financial market participants (OECD, 2007). Indeed, many, if not most, OECD countries, including those that regulate hedge funds or their managers, have not adopted a formal, legal definition of a "hedge fund" for regulatory purposes (IOSCO, 2006).

However, despite the absence of a formal definition, a number of features generally characterise most hedge funds[150]. Ackermann et al. (1999) outline five of them, which include:

1) A largely unregulated organisational structure: hedge funds generally are not subject to registration and have fewer restrictions than "mainstream" institutional investors (e.g. mutual funds and pension funds) with respect to the financial transactions they can engage in and the obligations of hedge fund

[148] See subsection 2.3.3 and Appendix 1.

[149] Funds of hedge funds are investment companies whose holdings consist of shares in hedge funds.The first fund of hedge funds, Leveraged Capital Holdings, was created by Georges Karlweis in 1969 in Geneva (see Appendix 2).

[150] None of these characteristics completely define hedge funds because, while some hedge funds will share some, all or many of these characteristics, others will not.

managers towards their own investors and beneficiaries regarding the diversification rules and the limitations on illiquid investments. All this translates into much more than a lenient disclosure regime (Tonello, 2008).

2) Flexible investment strategies: this limited regulation allows hedge funds a substantial flexibility with respect to investment. Unlike other pooled investment vehicles, hedge funds can use short selling, extensive leverage, derivatives, and highly concentrated investment positions to magnify returns or reduce systematic risk. Furthermore, hedge funds also have the flexibility to reconsider tactics without obtaining shareholders' or investors' approval, and are therefore capable of adapting to evolving market conditions and opportunities so as to continue to optimize performance.

3) Relatively sophisticated investors: hedge funds are prevented from publically offering their services (Brown et al., 2001). Their investors are usually required to make high minimum initial investments and must demonstrate a level of sophistication that shows they understand the risks involved. Additionally, hedge funds often limit the investor's liquidity with lock-up periods, which entails that hedge fund investors need to have a solid patrimonial structure which allows them to immobilize their investment for a specific period of time.

4) Substantial managerial investment: the relationship between investors and fund managers can be characterized by principal-agent models (Ross, 1973; Holmstrom, 1979). In this sense, hedge fund managers often invest a substantial amount of their own money in the fund in order to align investors' goals with fund managers' incentives.

5) Strong managerial incentives: hedge fund managers are compensated with contracts that pay a management fee, ranging from 1 to 2% of the assets under management, and a performance fee (incentive fee), typically around 20% of earned profits. In addition, most of these contracts contain a "high water mark" provision that requires the manager to make up past deficits before earning the incentive portion of the fee (Brown et al., 2001; Hodder and Carsten, 2007).

Last but not least, another important characteristic, common to virtually all hedge funds, is their aim to deliver positive absolute returns in all market conditions. All these aspects of hedge funds are in sharp contrast to the organizational structure of the more common pooled investment mechanism, mutual funds, which are, by contrast, more closely regulated, can offer their services directly to retail investors, rarely receive incentive-based compensations and are much more conservative in employing investment options such as leverage, derivatives, concentrated investments or short selling.

Although there is a strain of sensationalist reporting on hedge funds which assumes that the practices of a handful of unscrupulous operators are prevalent throughout the sector (AIMA, 2007, p. 14), the vast majority of hedge funds offer significant benefits for investors and financial markets. On the one hand, hedge funds provide investors with attractive returns, which are not highly correlated with other investment vehicles, as well as portfolio diversification. On the other hand, hedge funds play a key role in the reallocation of risks among market participants; contribute to (and actively benefit from) financial innovation, and improve the functioning of financial markets by providing them with liquidity and having a significant stabilizing influence by spreading risks across a broad range of investors (European Commission, 2006).

2.3.2. HEDGE FUND INDUSTRY IN EUROPE: AN OVERVIEW

The global hedge fund industry has experienced remarkable growth over the past two decades. Hedge funds have seen explosive growth in numbers as well as total capital under management. In 1990, less than 2,000 hedge funds managed 50 billion dollars in assets. Seventeen years later, in 2007 (before the financial crisis), this explosive growth had led to a greater than five-fold increase in the number of hedge funds and a greater than twenty-fold increase in assets under management.

The long upward trends in markets and the important progress made in the technology sector (which allowed the modernization of the financial sector) made investors move progressively more of their capital to those hedge funds that offered different sources of returns and risk profiles from the traditional equity and fixed income portfolios. Besides, high management and performance fees, together with low barriers to entry,

fuelled further growth as traditional fund managers and other investment professionals were attracted to the sector.

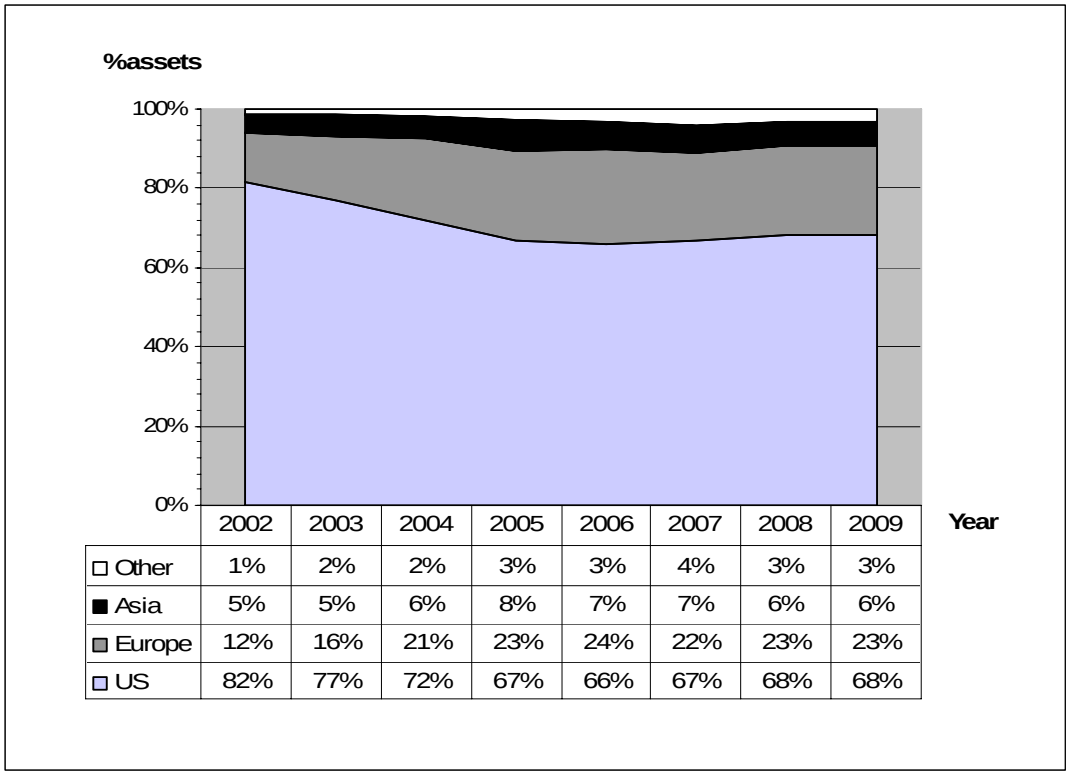
This spectacular success was only interrupted in 2008 by the global economic slowdown. In this year, assets under management of the hedge fund industry fell by nearly 30%, mainly due to a combination of negative performance, liquidation of funds and a surge in redemptions as a result of losses, risk aversion and the reputational damage inflicted by the Madoff fraud.

However, the hedge fund industry is starting to recover again after the sharp fall of 2008 and the first half of 2009. According to the last survey published by International Financial Services London (2010), assets under management of the hedge fund industry increased by 13% in 2009 to 1,700 billion dollars, new hedge fund launches exceeded the number of liquidations in the second half of 2009, and the 19% return in 2009, the best hedge funds performance in a decade, more than made up for the 85 billion dollars in net outflows.

This tendency is confirmed by the numbers obtained in 2010, when over 22 billion dollars were invested into the hedge fund industry (the highest amount in the last three years) and when 57% of the funds, that is to say, 80% of the industry assets, beat their high water mark. Further, the expansion of both the offer of hedge funds and funds of hedge funds has also continued. In fact, 192 hedge funds and funds of hedge funds have been launched between 2009 and 2010 (according to Hedge Fund Research, Vázquez Sariego, 2011a).

Regarding the geographical distribution of hedge funds (see Figure 1), they are predominantly managed from onshore locations. The U.S., is by far the leading location for management of hedge fund assets accounting for 68% of the total at the end of 2009. This is not surprising given that the U.S. is the source of the bulk of hedge fund investments, however, it should be noted that the share of this country has decreased over the past years, as 80% of the total management of hedge fund assets was concentrated in the U.S. at the start of the last decade. In contrast, Europe has gained in importance during this period. Europe's share almost doubled to 23 % of assets in 2009, revealing a transfer of assets under management from the U.S. to Europe. On the contrary, other locations have not experienced a significant variation in their share over the last few years.

Figure1. Management Location of Global Hedge Fund Assets



	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Other	1%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%
Asia	5%	5%	6%	8%	7%	7%	6%	6%
Europe	12%	16%	21%	23%	24%	22%	23%	23%
US	82%	77%	72%	67%	66%	67%	68%	68%

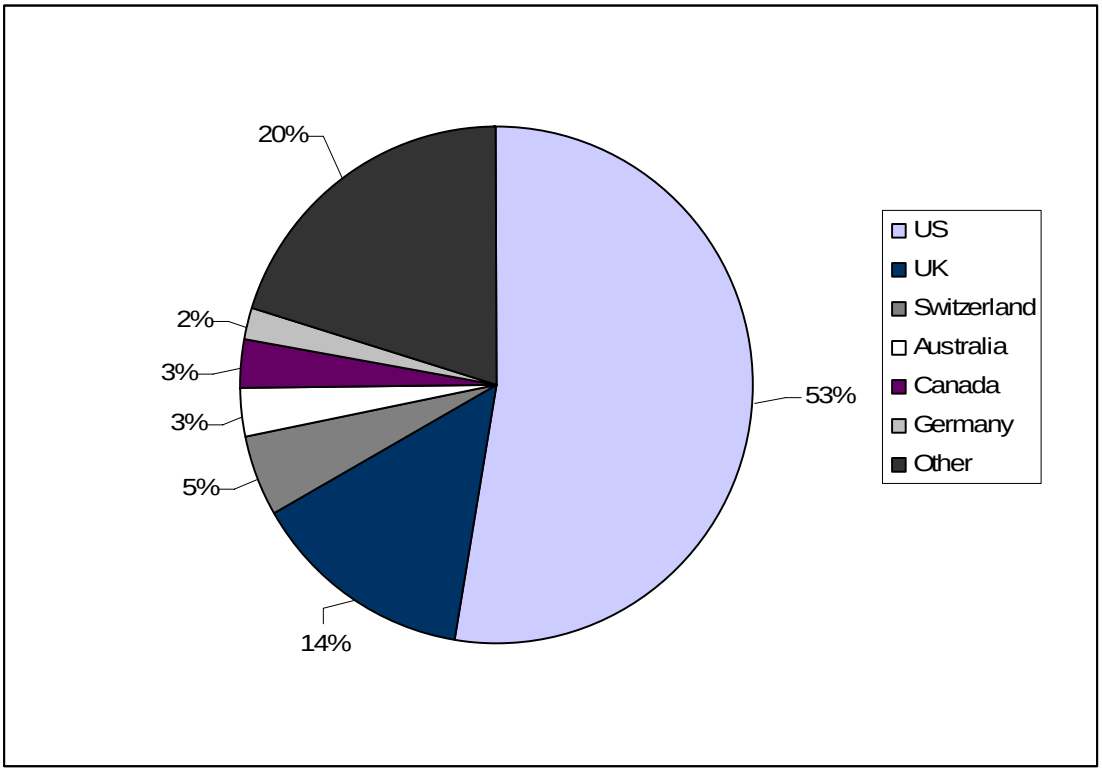
Year

Source: IFSL estimates, available at International Financial Services London (2010)

This growth in the European-based hedge fund industry has primarily been driven by increased investment from institutional investors who were attracted by risk diversification, flexibility of investment options and ability to deliver non-market correlated returns. In the 1990s, most hedge fund investments came from high net worth individuals. In recent years, however, institutional clients such as pension plans and endowments have become the biggest source of capital for hedge funds. Figure 2 displays the geographical breakdown of institutional investors. As it shows, more than half, 53%, originate in the U.S., followed by the U.K. on 14%, Switzerland on 5%, Australia on 3%, Canada on 3% and Germany on 2%.

To gain an insight into the European hedge fund market, Figure 3 shows the variation in the number of funds and the assets under management over the last 10 years. In 2009, there were nearly 1,300 European-based hedge funds, whereas there were just 300 in 2000. Furthermore, European single manager hedge fund assets climbed from 42 billion dollars in 2000 to 382 billion dollars in 2009, although it still remains a long way short of the all-time European high of 575 billion dollars that was recorded at the end of 2007, before the industry was severely hit by the global financial crisis.

Figure 2. Institutional Investors in Hedge Funds by Country of Origin

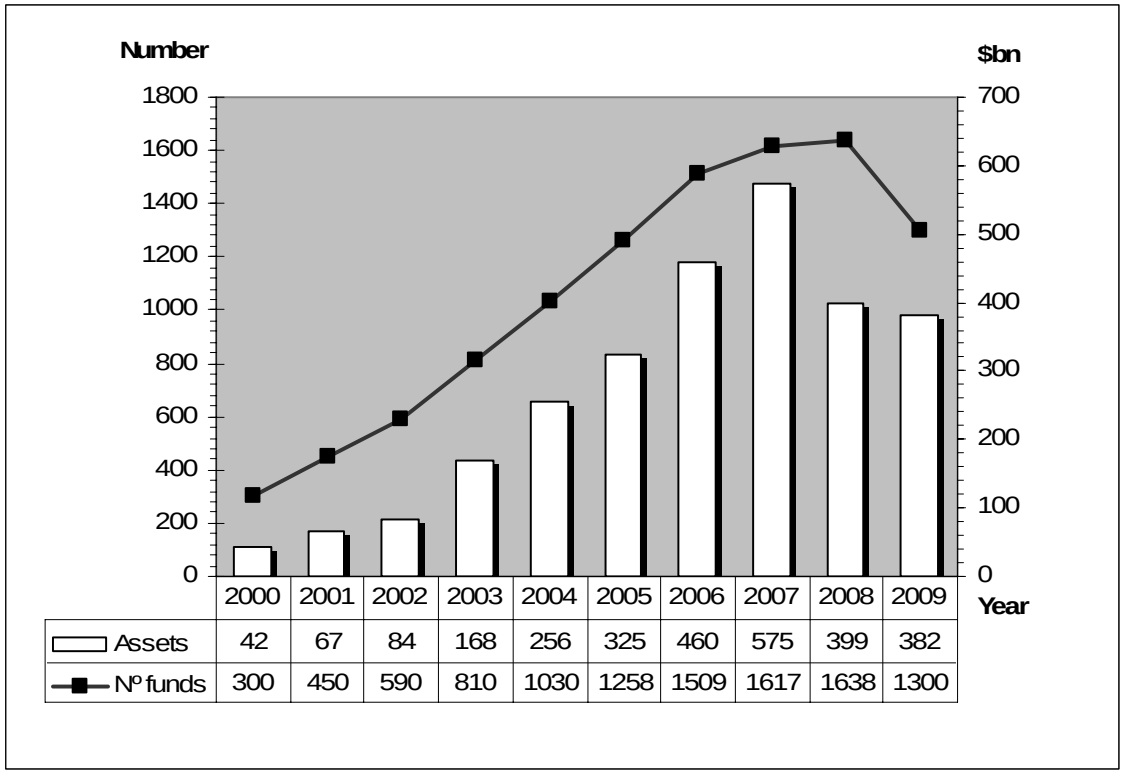


Source: Preqin, available at International Financial Services London (2010)

The consequences of the financial crisis can also be seen in Figure 3, since the number of funds and the assets under management experienced a significant decrease in 2008 and 2009. However, the European hedge fund industry is starting to recover quickly from this earlier downturn. One of the main reasons for this recovery is the fast growing area of UCITS-compliant hedge funds. Many hedge funds in Europe have recently launched UCITS III-compliant stand-alone onshore fund vehicles which are allowed to be distributed throughout the EU to institutional and retail clients. These funds employ a range of strategies that use derivatives and limited leverage within a regulated framework (Hedge Fund Intelligence, 2010).

In 2010, hedge funds' assets under management increased by approximately 52%, from 60 to 92 billion euros (according to data provided by Alix Capital, see Vázquez Sariego, 2011b). However, very few of the UCITS-compliant hedge funds, have experienced a growth in their assets above 100 million euros.

Figure 3. European Hedge Fund Market.
Number of Funds and Assets under Management



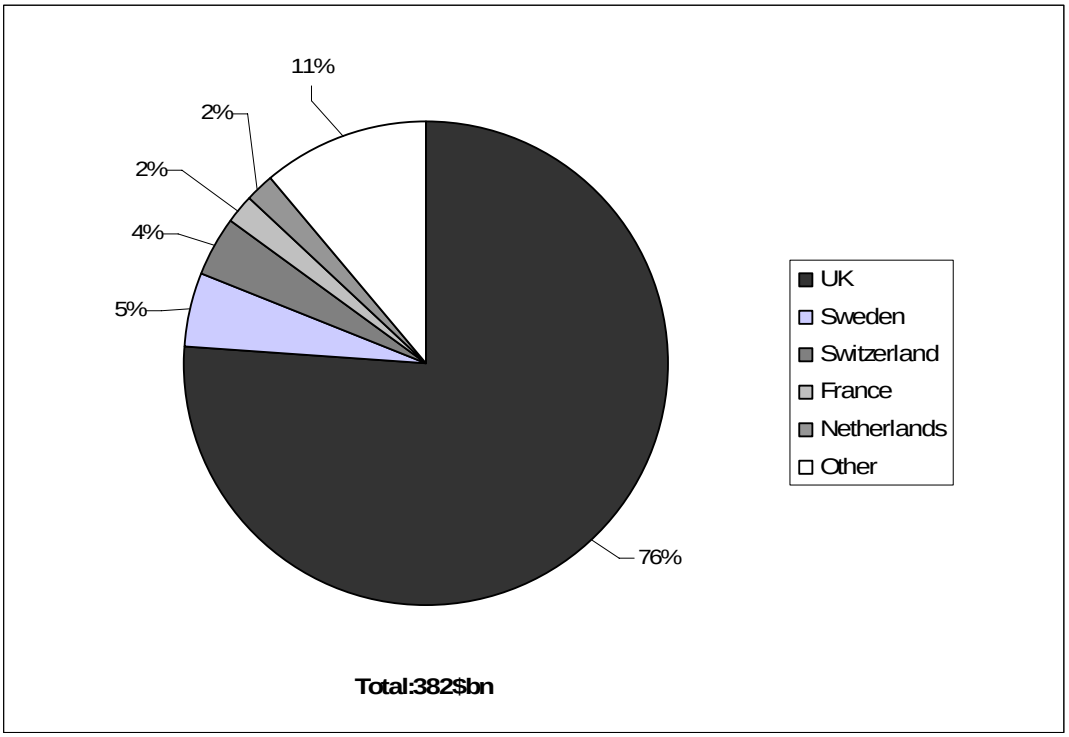
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Assets	42	67	84	168	256	325	460	575	399	382
Nº funds	300	450	590	810	1030	1258	1509	1617	1638	1300

Source: Eurohedge, available at International Financial Services London (2010)

Furthermore, according to a risk-return analysis of the main strategies for the period 2008-2010, it could be noted that most of the pure hedge funds strategies have obtained better returns than their UCITS analogous, although it should be taken into account that the pure hedge fund strategies have assumed a higher risk (Vázquez Sariego, 2011b). All of this suggests that the greater flexibility inherent to the pure hedge fund strategies, together with the fact that not all pure hedge fund strategies can be replicated in the UCITS format, have allowed them to capitalize on the inefficiencies that are present in the financial markets.

Regarding the most important centres for hedge fund management in Europe, London is by far the largest one. According to Eurohedge data, at the end of 2009, 76% of European hedge fund assets were managed out of the U.K., the vast majority from London (see Figure 4). Other important locations for hedge fund managers in Europe include Sweden (5%), Switzerland (4%), France (2%) and The Netherlands (2%).

Figure 4. European Hedge Fund Market. Assets under Management by Country

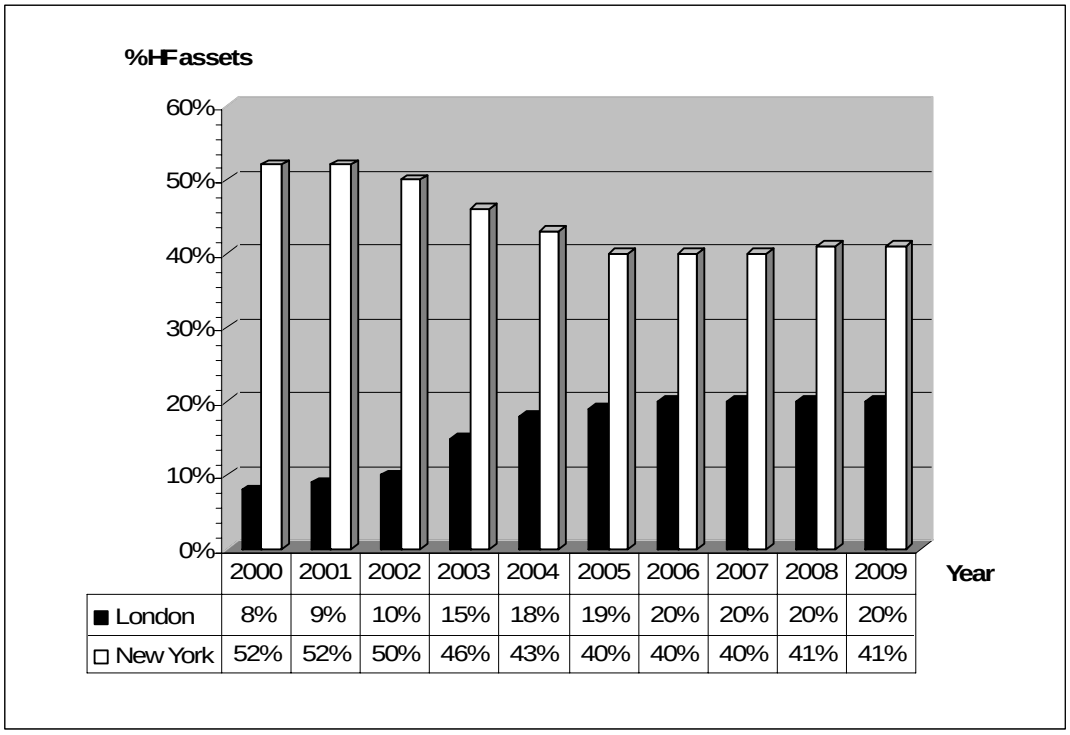


Source: Eurohedge, available at International Financial Services London (2010)

In addition, London is also second centre in the world, after New York, for hedge fund managers, with 20% of global hedge fund assets managed there in 2009, as shown in Figure 5. Its structural advantages, such as local expertise, proximity of clients and markets, as well as a strong asset management industry, make it an attractive location for hedge fund management. In fact, since the year 2000, London has been increasing its share in this field, at New York's expense. Moreover, London is also a leading centre for hedge fund services such as administration, prime brokerage, custody and auditing.

Finally, in order to have a complete picture of the hedge fund industry in Europe, it is necessary to make reference to the new regulatory framework for hedge funds at European level, which is currently under discussion and will be implemented in the next few years. Recent difficulties in financial markets have underlined that many hedge fund strategies pose several important risks to investors, credit counterparties and financial markets in general (European Commission, 2010a).

Figure 5. Hedge Fund Assets by Location of Manager. Top Hedge Fund Cities



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
■ London	8%	9%	10%	15%	18%	19%	20%	20%	20%	20%
□ New York	52%	52%	50%	46%	43%	40%	40%	40%	41%	41%

Source: IFSL estimates, available at International Financial Services London (2010)

Although hedge funds are not the in origin of the financial crisis[151], recent events have put the sector under pressure since the risks associated with their activities have become evident, having contributing in some way to the market turmoil. Therefore, the European Parliament (Rasmussen, 2008; and Lehne, 2008), and the High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Larosière, 2009) have emphasized the need to establish an harmonized regulatory and supervisory framework capable of addressing these risks and providing reliable information for investors.

In recognition of these weaknesses, and also due to the importance of hedge funds and other alternative investment funds to the European financial system, on 30 April 2009, the European Commission submitted to the Council its proposal for a Directive[152] of the European Parliament and of

[151] This argument has been defended by British Financial Services Authority in the following report: "Assesing the possible sources of systemic risk from hedge funds" (FSA, 2010).

[152] This Directive is available at http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lng1=es,en&lang=&lng2=bg,cs,da,de,el,en,es,et,fi,fr,hu,it,lt,lv,mt,nl,pl,pt,ro,sk,sl,sv,&val=576076:cs&page=&hwords=null

the Council on Alternative Investment Fund Managers[153] (AIFMs), amending Directives 2004/39/EC and 2009/65/EC. In November 2010, the European Parliament approved this Proposal for a Directive on Alternative Investment Fund Managers, whose content is in line with the action plan of the G20 summit in London, which paved the way for hedge fund regulation.

The Directive identifies, as one of its central objectives, the creation of a comprehensive and effective regulatory and supervisory framework for AIFMs in Europe. It provides robust and harmonized regulatory standards for all AIFMs within its scope and enhances the transparency of the activities of AIFMs and the funds they manage for investors and competent authorities. As a result, this enables Member States to improve the macro-prudential oversight of the sector and to take coordinated action to ensure the proper functioning of financial markets. Furthermore, the Directive helps to fill in gaps and inconsistencies in existing regulatory frameworks at national level and provides a secure basis for the development of the internal market (European Commission, 2009).

Furthermore, this Directive is intended to allow AIFMs to provide their services and market their products in the internal market when they comply with a series of strict requirements, promoting in this way the market integration as well as the development of a single European market. With regards to the issues that this Directive tackles, it is worth pointing out that the most probably noteworthy ones are the authorisation that is required to the AIFMs when their assets under management go above specific thresholds as well as the range of transparency requirements and robust safeguards that are introduced in relation to the use of leverage by AIFMs.

2.3.3. HEDGE FUND STRATEGIES: ACTIVISM

Classifying hedge funds is notoriously difficult. Different providers of data and information use vastly different ways to classify the universe of hedge funds. Hence, rendering any classification will always be subjective, incomplete and inconsistent with different hedge fund data vendors. Regardless of this, classifications are still useful since different strategies have different risk-return relationships as well as different sources of

[153] The Alternative Investment Fund Managers (AIFMs) include hedge funds, commodity funds, open-ended real estate funds, listed closed-ended funds, private equity funds and venture capital funds, among others.

returns, which allow the investor to capture diversification benefits by investing not in one strategy but in many.

The following classification is only one of the many possible ways to examine hedge fund strategies. Figure 6 below, first divides the universe into relative-value, event-driven and directional strategies. This classification divides the universe of hedge funds into three categories: *relative value*, *event-driven* and *directional*[154]. The logic behind this classification is that the directional bias increases from left to right.

Relative value: The term "relative-value" is often used as a synonym for "market neutral". Strategies in this category typically have very little or no directional correlation to the underlying equity or bond market. This class of investment strategy seeks to profit by capitalising on the mispricings of related securities or financial instruments (Ineichen, 2000).

Event Driven: These strategies focus essentially on identifying and analysing securities that can benefit from the occurrence of extraordinary events. Therefore, event-driven strategies concentrate on companies that are, or may be, subjected to restructuring, takeovers, mergers, liquidations, bankruptcies, or other special situations.

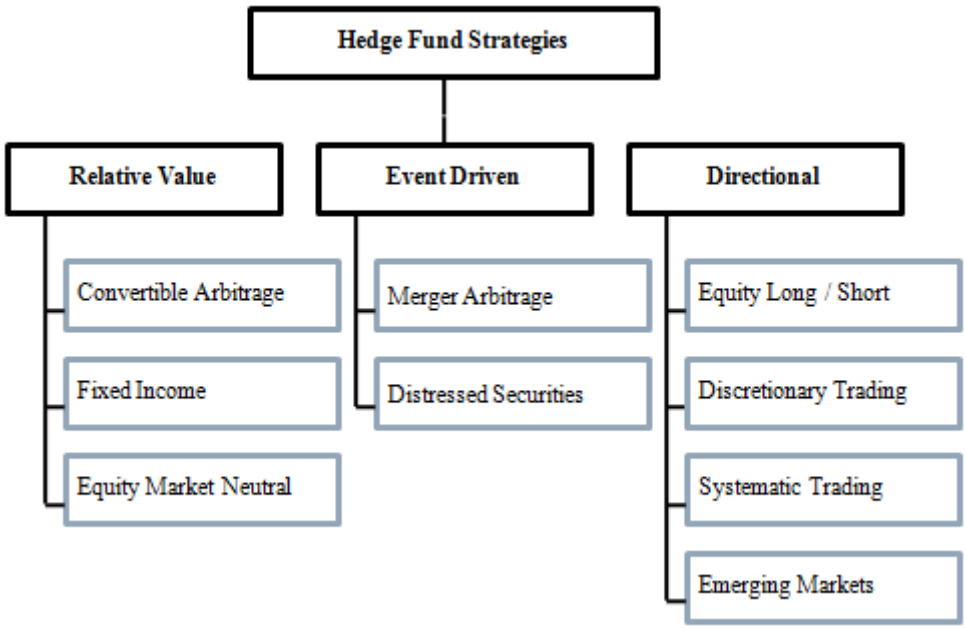
Directional: Essentially, this covers all hedge fund styles that have a directional bias and do not fit into the other two categories.

Given the increase in the number of hedge funds and in the amount of funds under management during the1990s, the returns on many of the original strategies employed by hedge funds, such us convertible bond arbitrage, market neutral, or fixed income arbitrage, experienced a significant reduction as every segment of the market faced an abundance of capital and limited attractive investment opportunities. Moreover, as high initial returns set investor expectations equally high for continued successes, these same investors started pressuring hedge funds to continue to generate high positive absolute returns as a reward for the high fees paid. This increasingly competitive marketplace, along with the macroeconomic trends (reduced volatility in almost all markets and a benign credit environment) resulted in certain hedge funds departing from their initial focus on arbitrage and macroeconomic strategies and developing distinct strategies (Citigroup, 2005).

---

[154] Taking into account the great diversity of classifications, in the Apendix 1 we also present the classification provided by López de Prado e Illera (2004) and explain in more detail each of the sub-strategies that compose the three categories in which this author also divides the total spectrum of strategies.

Figure 6. Classifying Hedge Funds by Strategy



Source: Ineichen and Silberstein (2008)

Hedge fund activism was one of these new strategies. Its emergence was also aided by the need for increased scrutiny of business leaders and their boards of directors in the wake of corporate scandals such as Enron and Worldcom (Briggs, 2007; and Tonello, 2008). When markets are not perfect but characterised by information asymmetries and costs of collective action, management might pursue their own goals and interests rather than acting in the best interest of the company and its shareholders (Jensen and Meckling, 1976). In these circumstances, "active" investors can play a crucial role since they have the necessary incentives to invest in both acquiring and using information to mitigate managers' opportunist behaviour.

An activist hedge fund can be defined as an investor who acquires a substantial stake in a publicly listed company with the purpose of carrying out changes and influencing the corporate behaviour and the organization through an active participation in the firm that the hedge fund believes will increase the company's value. Activists look for firms with potential for improvement, and instead of sitting back, passively waiting as is the norm in a traditional pure trading strategy, they carry out an intervention inside the firm to increase its value directly. Given that these activist hedge funds can act as catalysts for change by creating a triggering event, they are sometimes included in the "Event Driven" category (See Figure 6 above).

In 2007, hedge funds deploying activist investment strategies managed an aggregate pool of capital close to 100 billion dollars, which represented around 5% of the total hedge fund industry (according to data reported in Pensions and Investments (2007)). Furthermore, an analysis of industry constituents in early 2008 found that activism continues to register high growth levels, with activist and event-driven funds outperforming several other industry segments (Tonello, 2008). More recently, in 2010, data published by *Credit Suisse* (2010) reveal that "Global Macro" and "Event Driven" have been the strategies that have aroused most interest among investors, and therefore, these strategies have registered a higher inflow of capital, which reflects investors' preference for more tactical strategies which have demonstrated historically that they can resist/face environments with high volatility better than the rest of the strategies. Furthermore, hedge funds employing an event driven strategy have been one of the top performers (12.6%), only behind "Global Macro" hedge funds (13.5%), as shown in Table II. This strategy has been favoured by the increase in the volume of mergers and acquisitions that took place at the end of 2010, reaching the highest level since 2007.

Besides, it is important to know that the Event Driven strategy not only has demonstrated a fantastic performance during 2009 and 2010, but it also has been one of the strategies that experienced lower losses in 2008, as can be seen in Table III.

The growing propensity of hedge funds to pursue activist agendas and the good returns of this strategy, as it has just been shown, have been favoured by several inherent characteristics in these funds that make them the most suitable vehicles to afford an activism process. Firstly, hedge funds are not affected by the free rider problem, which occurs when many shareholders share the benefits of activism, but only one of them, the activist, carries the costs of developing the campaign against the target firm. This problem affects specially traditional funds as they compete mainly on the basis of fund expenses, whereas hedge funds do not need to worry if competitor funds free-ride on their activism and obtain higher return falling into lower cost, since they are more "eclectic" and less correlated with benchmarks or with another hedge funds with similar investment style (Kahan and Rock, 2007). In addition, by assuming most of the costs of the activist campaign, hedge funds remove the main obstacle to the activism by other institutional investors and encourage them to vote in line with hedge funds' proposals and benefit from activism without significant expenditures.

Table II. Hedge Fund Performance Statistics by Strategy

	Sector Weights	2010 Performance	2010 Volatility	2010 Sharpe Ratio	Nº of Positive Funds	Nº of Negative Funds	Best Performing Fund	Worst Performing Fund
Broad Index	100.0%	11.0%	6.0%	1.82	377	84	95.4%	-76.9%
Convertible Arbitrage	1.6%	11.0%	4.5%	2.40	22	-	72.7%	0.0%
Dedicated Short Bias	0.2%	-22.5%	18.3%	-1.24	-	7	-3.8%	-29.7%
Emerging Markets	7.2%	11.3%	8.6%	1.31	61	16	95.4%	-35.6%
Equity Market Neutral	2.1%	-0.8%	6.8%	-0.14	12	10	43.7%	-16.2%
Event Driven	25.1%	12.6%	7.0%	1.78	61	5	40.1%	-76.9%
Fixed Income Arbitrage	4.9%	12.5%	2.7%	4.64	23	3	45.7%	-8.2%
Global Macro	20.2%	13.5%	3.7%	3.62	26	10	38.7%	-23.2%
Equity Long Short	20.9%	9.3%	9.1%	1	116	26	52.9%	-17.0%
Managed Futures	4.8%	12.2%	12.4%	0.97	28	5	52.9%	-10.6%
Multi-Strategy	13.0%	9.3%	4.7%	1.96	28	2	34.3%	-11.5%
S&P 500		15.1%	19.3%	0.77				
Dow Jones Global Index		11.9%	20.6%	0.57				
Barclays Global Agg. Bond Index		5.5%	6.6%	0.82				
DJ-UBS Commodity Index		16.8%	19.2%	0.87				

Source: Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index, Bloomberg. Available at Credit Suisse (2010)

Table III. Hedge Fund Performance by Strategy (2008 – 2010)

	2008 Return	2009 Return	2010 Return	2008-2010 Return
Broad Index	-19.07%	18.57%	10.95%	2.11%
Emerging Markets	-30.41%	30.03%	11.34%	0.25%
Equity Market Neutral	-40.32%	4.05%	-0.85%	-14.92%
Event Driven	-17.74%	20.38%	12.63%	3.71%
Fixed Income Arbitrage	-28.82%	27.41%	12.51%	0.67%
Global Macro	-4.62%	11.55%	13.47%	6.48%
Equity Long Short	-19.76%	19.47%	9.28%	1.56%
Managed Futures	18.33%	-6.57%	12.22%	7.45%

Source: Credit Suisse/ Tremont. Available at Vázquez Sariego (2011b)

Secondly, hedge funds are relatively free from the regulatory controls, which has important implications regarding the requirements for diversification and liquidity. On the one hand, hedge funds are not subjected to diversification restrictions, so they are allowed to hold highly concentrated investment positions in their portfolios without penalty, often using short selling, high leverage and derivatives to achieve it. On the other hand, hedge funds have also a greater ability to invest in illiquid assets than do mutual funds, since they can typically lock up investor capital for six months or even longer. Besides, they require advance notice for withdrawals, which could be allowed only at specific points in time, and impose limits on the amounts an investor can withdraw at any point. As a result, these larger stakes acquired in corporations for long periods give hedge funds the incentives and the power that are required for them to play an active and informed role in the companies in which they have invested.

Thirdly, mutual funds and public pension funds face important conflicts of interest between fund managers and fund investors when they are affiliated with financial institutions or when the management of corporate pension plans is an important source of revenues for them. Kahan and Rock (2007) analyze these conflicts individually for mutual and pension funds, and Davis and Kim (2005) find positive relations between mutual funds propensity to vote with management and the volume of pension business these funds have. Nevertheless, unlike these funds, hedge funds, by and large, do not face such conflicts and, therefore, they will not

be deterred from challenging management, since they are independent investment vehicles and are not affiliated with any other institution.

Finally, hedge funds are not subjected to any of the pay-for-performance restrictions imposed on traditional institutional investors. Hedge funds' compensation structure provides their managers with stronger incentives to explore alternative investment strategies that can maximise investors' returns, and allows them to benefit personally from a successful activist campaign. Moreover, as hedge fund managers frequently invest a significant portion of their personal wealth in the hedge fund, their incentives are even higher.

All these characteristics make hedge funds more apt and incentivized to be activist. The overall objective of these activist hedge funds is to persuade publicly traded companies to take actions that increase the companies' value. To achieve this, they try to influence board and management decisions about the company's capital structure and its use of capital; influence the company's operational strategies; intervene in the market for corporate control and seek changes to the company's governance structures or processes (OECD, 2007).

The diversity of objectives pursued by hedge funds, together with their own tactical history, suggests that hedge fund activism can take different forms, which can vary from mild to very aggressive and confrontational types of intervention. Thus, occasionally, the actions of hedge funds are collaborative and only intended to communicate with the board or management with the purpose of enhancing shareholder value and market valuation, but, in other cases, their interventions are much more hostile and confrontational. This includes launching a proxy contest and using public pressure and media attention to achieve their objectives. This variety of strategies can be employed in sequence, according to the different phases of the process, or even simultaneously. Moreover, many activist hedge funds openly work together with other hedge funds, developing a cohesive group strategy which allows them to limit capital investments and control risk exposure. An example of this is an increasingly common practice known as "wolf packs" which involves activist hedge funds co-operating on the basis of an informal understanding, which usually remains undisclosed, in order to avoid triggering the ownership thresholds that force hedge funds to reveal their investment positions.

Finally, it is important to note that hedge funds have blurred the distinction between themselves and private equity by adopting these activist strategies. However, it is still possible to find some distinctions between activist hedge funds and private equity funds since, overall, private equity funds usually focus on new companies (venture capital funds), maintain their engagement with firms for a longer period of time and acquire much more controlling stakes, as well as making public companies private for the period of restructuring and governance changes (leveraged buyout funds).

2.4. RESEARCH OPPORTUNITIES

As seen from the literature review that we have presented in Section 2, the debate about the effectiveness of shareholder activism remains open and focuses particularly on the actions of today' s most prominent activists, hedge funds. The inherent characteristics of hedge funds give them strong incentives to become activist, which contributes to explain the significant growth and expansion of this strategy, as well as its remarkable return. The significant number of studies that have tried to shed light on this new phenomenon reveals the interest aroused by hedge fund activism among the scientific community. However, there are still many issues related to this topic that have not been tackled yet or require a greater research effort to provide more evidence.

In this sense and, as seen in the literature review, those studies that have attempted to analyze the activities of hedge funds provide inconclusive evidence given that there is still no clear consensus on a number of aspects regarding this activism. For example, there are significant discrepancies in determining the characteristics shown by companies that are chosen by hedge funds to carry out their activist campaigns, or the effects they cause in those firms, especially in the medium and long term. It is therefore necessary to continue studying this topic in greater depth to obtain more conclusive results.

Furthermore, the fact that most of the evidence on hedge fund activism is based on the study of activist campaigns conducted by these funds in U.S, companies, together with the increasing importance of hedge fund activism in Europe, have triggered the emergence of new research opportunities. In this regard, the differences in the institutional framework (legal, political, and cultural framework) between U.S. and Europe, which

obviously affect the tactics employed by the activists and the effectiveness of their interventions, suggest that much of the evidence on hedge fund activism in U.S. companies cannot be extrapolated to cases in Europe[155].

Besides, as noted above, in Europe, most of the studies on hedge fund activism are focused on specific countries, mainly Germany and Italy, or analyze specific campaigns of activism. It is due to the differences between European countries related to the information disclosure requirements, which make it difficult for researchers to perform studies involving several European countries. As far as we know, only one study, Becht et al. (2010), analyzes a large sample of activist events carried out by hedge funds in 15 European countries. However, this study focuses primarily on the analysis of the abnormal returns generated by hedge fund activism in companies, so there are still many other aspects that need to be studied. Other studies, such as those reported by Stokman (2007) y Tse (2007), also tried to shed light on hedge fund activism in Europe, but their analyses are based on smaller samples.

Therefore, the opportunity presents itself to further analyze hedge fund activism in Europe, where, given the differences in the legal and regulatory systems, in the levels of investor protection, in the firm ownership structures, etc. across the European countries, it is also possible to examine how these institutional factors have an influence on the activism carried out by hedge funds in European companies. As far as we know, no study has provided evidence on it yet.

As a result, all these research opportunities related to hedge fund activism in Europe, together with the interest of this new phenomenon, are the main source of motivation for this study. Further research effort in this field is required in order to shed more light on it and improve the knowledge that market participants have about this relatively recent phenomenon in Europe.

[155] For example, poisson pills are forbidden in Europe, which makes it easier for hedge funds to acquire substantial stakes in target firms or to facilitate takeovers.

CHAPTER 3

THEORETICAL FRAMEWORK (I): THE ECONOMICS OF INFORMATION

3.1. Introduction

3.2. A New Paradigm in Economic Science: the Economics of Information

3.3. Types of Information Asymmetries and Associated Costs

3.4. Ways to Overcome the Problems Derived from Information Asymmetries

3.5. The Theory of the Firm: Agency Problems

3.6. Two Examples of Firms Where the Agency Problems are Especially Noteworthy: Start-Ups and Firms Involved in IPO Processes

3.7. The Role of the Market for Corporate Control in Mitigating Informational Asymmetries in Firms

3.8. The Economics of Information and Hedge Fund Activism

3.1. INTRODUCTION

The studies carried out in the field of the economics of information analyze the relationships among agents in situations where there are information asymmetries. The most noteworthy academics in this field, including the Nobel prizewinners George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz, argue that, in most cases, the available information for decision making is incomplete, which affects significantly the behaviour of the agents and, therefore, of the markets.

In this context, this Chapter establishes a reference framework that, starting from the premise of imperfect information on which the economics of information is based, will allow us to analyze the problems resulting from the information, the uncertainty and the divergence of interests in the economic relationships among the owners of the companies (the principles) and the managers (the agents). These agency problems, together with the existence of transaction costs that prevent their solution through contracts, make ever more necessary the governance of companies, an area which activist hedge funds try to influence in order to favour the convergence of the interests of shareholders and managers and to mitigate the information asymmetries between the both groups.

The rest of the Chapter is structured as follows. Section 2 analyzes the origin and the foundations of the economics of information. Section 3 explores the different problems derived from the existence of information asymmetries and the associated costs. Section 4 discusses some of the solutions traditionally proposed to mitigate these problems. Section 5 analyzes the agency problems that affect companies as a result of the existence of information asymmetries and conflicts of interest between the shareholders and the managers. Section 6 analyzes (with two examples) companies where these agency problems are especially noteworthy and Section 7 provides an explanation of the role of the market for corporate control in decreasing the information asymmetries that affect firms.

3.2. A NEW PARADIGM IN ECONOMIC SCIENCE: THE ECONOMICS OF INFORMATION

In the last century, important changes took place in the science of economics, both in the field of ideas and methodologies. But perhaps the change which involved the most profound rupture with the past was that which led to the appearance of the economics of information (Stiglitz, 2000). In the late 1960s, there was a shift in the job description of economic theorists. Prior to that time, microeconomic theory was mainly focused on studying the purely competitive, general equilibrium model based upon profit maximization by firms and utility maximization by consumers (Akerlof, 2002). For more than 100 years, formal modelling in economics was concerned with models that assumed that information was perfect, although everyone recognized that this hypothesis was not usually justified since, in most economic transactions, there are a number of differences regarding the quantity and quality of the information that is available for the parties involved.

They hoped that economies in which information was not too imperfect would look very much like economies in which information was perfect, although later it was demonstrated that this was not true and that even a small amount of information imperfection could have a profound effect on the nature of the equilibrium[156]. The main reason why models with imperfect information were not developed was that it was not obvious how do to so, given that, while there was a single way in which information could be considered perfect, there are an infinite number of ways in which information can be said to be imperfect (Stiglitz, 2002).

Work on the economics of information began by questioning each of the underlying premises of the neoclassical synthesis, which states that each participant in the economy was solving a maximization problem, with full access to information, interacting in markets where institutions were not important. One of the keys to the success of the first studies wedded to

[156] The most important reason why markets with imperfect information differ from those with perfect information is that, in the first case, actions and choices convey information, market participants know this, and this affects their behaviour (Stiglitz, 2002).

the new paradigm[157] was in their formulating simple models in which the set of relevant information could be fully specified and in which the precise ways in which information was imperfect could also be fully specified. These highly simplified models of *particular* markets allowed them to think through carefully each of the assumptions and conclusions, identifying in this way, particular features and informational assumptions which seemed to be more relevant in one market or another. A whole variety of realistic behaviours where agents have different levels of information was therefore incorporated into economic theory.

Information is a key element in the decision-making process, however, in most cases, economic agents do not have the same information regarding the variables that are relevant for their choices. Therefore, asymmetric information is said to exist where one of the parties involved in a contract does not have all the relevant information about the characteristics of the other party involved[158]. The analysis of asymmetric information carried out by Akerlof (1970) in "The Market for Lemons" was a very early step toward the development of behavioural macroeconomics in the original spirit of Keynes' General Theory (1936).

In this study, Akerlof (1970) provides the first formal model, illustrating how dramatically asymmetric information can affect equilibrium trades. He uses the automobile market and considers a population of car owners, each of whom must choose whether to purchase a new car or hold onto the old one. While used cars look alike to potential buyers, the actual quality varies. There are good cars and bad cars (which in America are known as "lemons"). Only the current owner, who has owned the car for a length of time, knows the true quality of his car.

From previous experience, buyers anticipate the average quality of used cars that are traded. The market price of a used car thus reflects the average quality of a car on the market. Good cars and bad cars must still sell at the same price since it is impossible for a buyer to differentiate

---

[157] Some studies that attempt to provide a literature review on the economics of information include Stiglitz (1985, 2000), Phlips (1988), Laffont (1989), Hirshleifer and Riley (1992) and Riley (2001).

[158] For example, workers know more about their ability than does the firm and the person buying insurance knows more about his health and risks than the insurance company. Similarly, the managers of a firm know more about the firm than shareholders and the borrower knows more about his risk and risk-taking than the lender (Stiglitz, 2002).

between a good car and a bad one. If quality differences are large, then those who own cars of sufficiently high quality find it more suitable to keep their old cars rather than sell them as they cannot obtain the true value of their vehicles, which lowers the average quality of cars being traded. As a result, this incentive to withdraw from the market can lead to an equilibrium in which only the very worst cars (the "lemons") are traded. Therefore, one of the main implications of this paper is that asymmetric information can make markets narrower or can even drive them out of existence.

The credit market offers us other illustrative examples about how informative frictions can discourage borrowers from participating in the market given the exclusion of safer projects. In this market, different borrowers have different probabilities of repaying their loan depending on the risk of their projects. Therefore, creditors prefer borrowers who are more likely to repay given that the expected return to the creditors obviously depends on the probability of repayment. As it is difficult to identify "good borrowers", creditors use a variety of screening devices. The interest rate which an individual is willing to pay may act as one such screening device.

As the creditors lack the necessary information to classify bad debtors, they fix an interest rate that effectively punishes those debtors with relatively safer projects. The interest rate at which the expected return to the creditor is maximized will be *r*, where the demand for funds exceeds the supply of funds. This excess demand for loans, must be corrected by bidding up the interest rate until demand equals supply. However, given that the expected returns depend on the repayment, an increase of the interest rate does not necessarily entail a correlative increase in the expected return to the creditors. Indeed, it can lead to a decrease in the quality of debtors demanding funds by forcing out of the market those debtors with a lower probability of insolvency (those who carry out less risky projects) since they do not expect to obtain cash flows which are variable enough to afford the more expensive funding.

Borrowers would have to make investments with a higher return and, therefore, with a higher risk to be able to face the higher financial payments resulting from the increase in the interest rate. Because of that, the interest rate that maximizes the benefit of creditors, r, entails an excess of demand that requires the rationing of available credit (see, e.g., Stiglitz and Weiss,

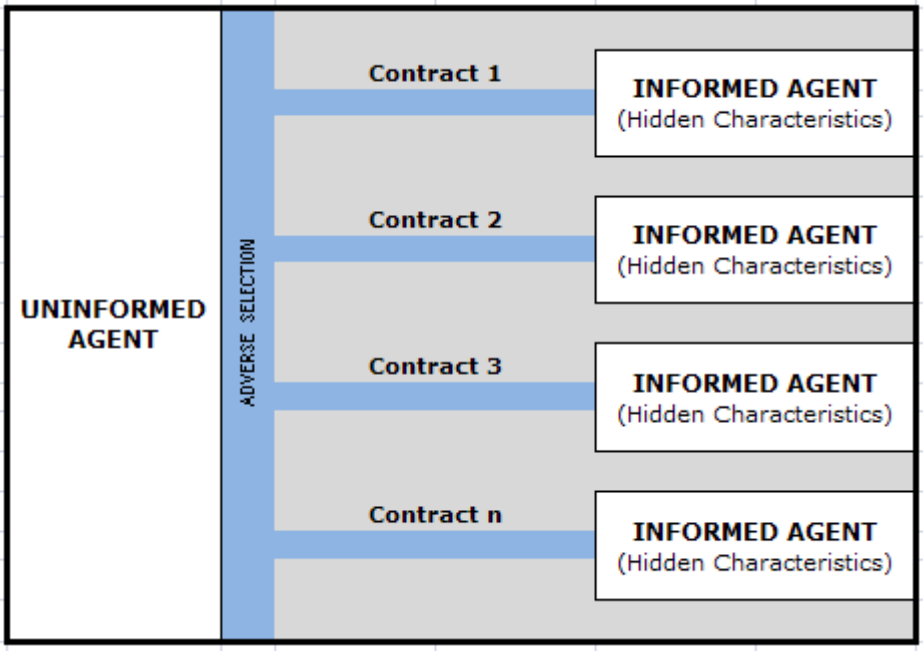
1981; Jaffee and Russell, 1976; Besanko and Thakor, 1985; Chan and Thakor, 1987).

Furthermore, asymmetric information also affects firms` issue-invest decisions and can help to explain the existence of limitations in the use of equity finance. Myers and Majluf (1984) offer a discussion of adverse selection when a firm must issue common stock to raise cash to undertake a valuable investment project. They explain how in a specific sector, firms may appear identical in the eyes of an uninformed investor although they really differ in their true value. Firms with lower than average profitability will therefore be overvalued by the stock market where, of course, uninitiated investors also trade. Such firms will therefore prefer to finance new projects by issuing new shares (as opposed to debt). In contrast, firms with higher than average profitability will be undervalued and will find it costly to expand by share issue. Therefore, due to asymmetric information, the "low- quality" firms (with low future profitability) tend to grow more rapidly than "high-quality" firms, implying that the market will gradually be dominated by "lemons".

3.3. TYPES OF INFORMATION ASYMMETRIES AND ASSOCIATED COSTS

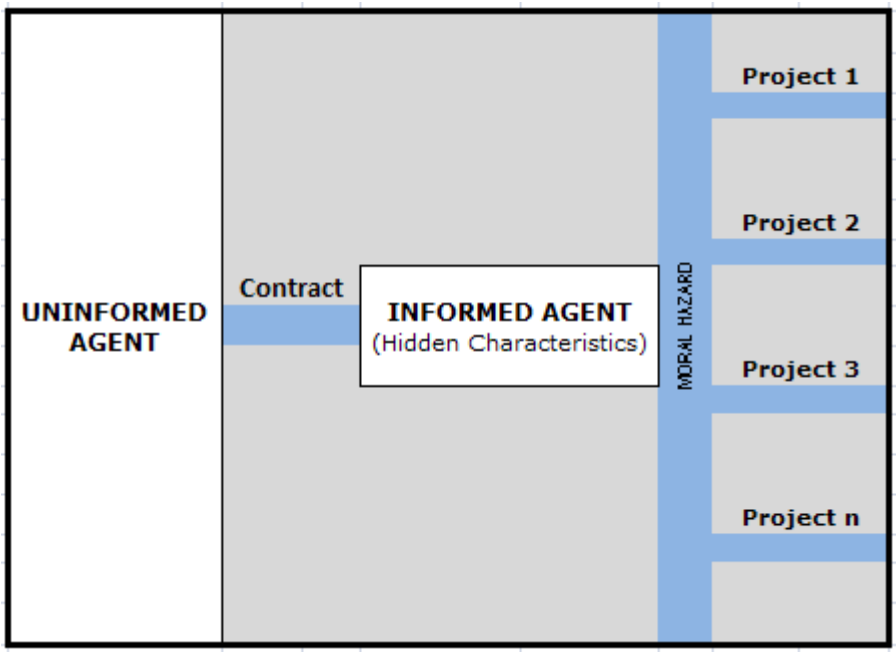
Asymmetric information in markets creates several problems such as adverse selection or moral hazard. The problem of adverse selection emerges when an individual has hidden characteristics, that is, characteristics which one party to an economic transaction knows about, but which are unknown to the other party (Figure 7). If we use the credit market to illustrate the problems resulting from informative asymmetries, we can say that creditors suffer from a problem of adverse selection when they cannot distinguish among projects with different levels of risk at the point of credit allocation. In a debt contract and equal expected return, the creditor prefers the most secure contracts while the debtor prefers the riskiest ones. In this context, entrepreneurs working on risky projects often find it necessary to hide the true nature of the project, exploiting in this way the relative disinformation of the creditor (Bebczuk, 2000). As it has been mentioned, Akerlof (1970) was the first author to show how information asymmetries can create adverse selection problems in the markets.

Figure 7. Adverse Selection



On the other hand, Arrow (1963) points out a new category of problems derived from asymmetries of information: incentive problems or moral hazard problems (Figure 8). These appear when one party in an economic transaction carries out actions that cannot be observed by the other party. Although all participants have the same information when they establish a relationship or sign a contract, an informative problem can arise if, *a posteriori*, one of them gets private information or makes a decision or performs an action that is not observable by the other participant. Continuing the previous example, we consider moral hazard as the creditor's ability to assign the funds to a use which is different from that agreed with the debtor, given the partial information and control of the latter. In this case, when the borrowed resources are assigned to projects subject to a higher risk than that agreed in the initial negotiation, the risks will be borne not only by the person directly involved in the operation, but also by the debtor.

Figure 8. Moral Hazard



The main difference between these two problems both of which derive from the existence of information asymmetries, is that the adverse selection problem arises before the relationship is established or the contract is signed, while the moral hazard problem arises after it. Furthermore, it should be taken into account that the complexity and the uncertainty related to the creation of a contract and derived from the existence of information asymmetries are one of the most important causes of transaction costs arising. These costs are incurred prior to the entering into a contract and are existent during its negotiation and development, which allows us to distinguish between ex ante and ex post costs. Ex ante costs are those derived from the actions and tasks implied in the contract establishment and can be summarize in information, negotiation and monitoring costs. On the other hand, ex post costs can be bad adaptation costs, haggling costs, set up and management costs and the cost of seeing through commitment (Williamson, 1979).

3.4. WAYS TO OVERCOME THE PROBLEMS DERIVED FROM INFORMATION ASYMMETRIES

As has been mentioned, there are many markets in which there is a scarcity of information. These informational gaps, which are widely acknowledged, may modify the functioning of such markets. But how can market distortions derived from information asymmetries be avoided? Finding answers to this question was one of the main motivations that launched Spence (1973) on a search for things that he came to call signals[159], actions which transfer information from those with more, to those with less information[160]. In this way, and under certain conditions, well-informed individuals can improve the results of their transactions by signaling properly their private information to those individuals that are less well-informed.

In order to introduce the concept of signaling in a simple way, we will use the example of education in a job market context[161]. In this market, potential employees have attributes that the employer cannot observe but which affect the individual's subsequent productivity. At the time an employer hires an individual, he is not sure of the productive capabilities of the new employee. The employer needs time to get to know his capabilities, so he has to make the recruitment decision in an uncertain context. However, what the employer does observe is a set of observable characteristics and attributes of the individual, which ultimately determine his assessment of each of the candidates.

Among these observable attributes attached to the individual, some of them are essentially unalterable, which are known as indices (for example, age, sex, religion, social origin), while others can be manipulated by him. The latter are called *signals*. In this sense, education can be considered as a signal since the job applicant can invest time and money in it (signaling costs). Given that educational achievement can be altered by the job applicant, educational certificates can be considered to be a kind of

[159] Although the theory of signalling is attributed to Michael Spence, Robert Jervis was the first to introduce the terms "indices" and "signals" (Spence, 2002).

[160] In his seminal study, Akerlof (1970) mention the existence of numerous institutions that arise to counteract the effects of uncertainty.

[161] Spence (1973) uses this simple example to develop a model that illustrates the definitions and properties of signalling equilibria. See also Spence (1974).

filter that allows employers to identify the capacities of job applicants. Consequently, the job applicant will try to obtain a high level of education as his educational certification will be interpreted as a signal of his productivity and competence.

Taking into account previous experience in the market, the employer will make a conditional probability assessment of productive capacity given various combinations of signals and indices. Furthermore, job applicants will choose those signals (in this case educational attainment) so as to maximize the difference between wages offered and signaling costs. By hiring individuals and subsequently observing how their productive capacities relate to the signals they showed, the employer will receive a feedback from the job market, which will help him to adjust his conditional probabilistic beliefs, starting a new cycle, and so on until an equilibrium is reached.

It is necessary to indicate that a signal should be excessively expensive for those individuals with less capacity to perform the job in order to be useful and mitigate the consequences of asymmetric information. As a result, *cheap talk* is ineffective. Besides, from this intuitive example, it can be noted that some individuals will be interested in transferring information while others will prefer just the opposite, because this transference of information could weaken their image or influence negatively their capacity to appropriate rents. In either case, the fact that actions transmit information leads people to modify their behaviour and necessarily triggers a change in market functioning. This is the reason why information imperfections can have profound effects on markets.

This scheme can be applied to numerous markets for goods and services. For example, in the credit market, the literature mention two types of signals that contribute to transfer information about the real nature of a borrower: guarantees and own funds. Guarantees are assets owned by the debtor that would pass to the creditor if the revenue generated by the project did not allow the paying back of the total debt. Therefore, a debtor who offers a guarantee to cover part of the debt in case the project fails is stating implicitly that the likelihood of that project being successful is high since the debtor will lose the guaranteed asset if the project fails.

The provision of own funds is another way to transfer information about the real nature of the borrower. It is another signal used in the financial markets as it allows the linkage of the debtors' personal fate to the

fate of the project, narrowing in this way their limited liability. In this sense, Leland and Pyle (1977) develop a simple model of capital structure and financial equilibrium in which entrepreneurs seek the financing of projects whose true qualities are known only to them. They show that, in this context, information on project quality may be transferred if the actions of entrepreneurs can be observed. One such observable action, for example, is the willingness of the person(s) with inside information to invest in the project, since this willingness to invest may serve as a signal to the lending market of the true quality of the project allowing the lenders to place a value on the project that reflects the information transferred by the signal.

Dividends are also an interesting signal used in financial markets by managers[162]. The dividend signaling models developed by Bhattacharya (1979), John and Williams (1985), and Miller and Rock (1985)[163] suggest that dividend announcements convey information about future and/or current cash flows in an environment of asymmetric information where outside investors and inside managers have different levels of information about a firm's current state and future opportunities. Therefore, if managers have information about future and/or current cash flows that investors do not have, investors will interpret a dividend increase as a signal that management is relatively confident that the higher payments can be maintained and anticipates permanently higher cash flows, whereas a dividend decrease will be interpreted as a signal that management expects permanently lower cash flows.

For example, consistent with the predictions of the dividend signaling models, Johnson et al. (2006) find that closed-end equity funds that adopt explicit policies committing them to pay minimum dividend yields experience reductions in their share price discounts, trade at smaller discounts than other funds, earn greater excess returns following policy adoption, and their managers survive longer than other managers do, which suggests that high quality closed- end funds can reduce undervaluation via dividend policy. Brickley (1983) also supports the notion that dividend decisions may be interpreted by the market as signals about the firm's prospects, however, he distinguishes between regular dividend (unlabeled) and occasional special dividends (extra, special or year-end), and observes a

[162] Similar to dividends, share repurchases are considered by several studies (see, e.g., Persons, 1997) to serve as a signal that the firm is undervalued.

[163] See also Allen and Michaely (1995) for a survey of dividend literature.

difference in the signal or 'message' conveyed by management through the label. In fact, he finds that increases in regular dividends appear to contain the most positive information while specially designated dividends appear to convey positive information about future dividends and earnings beyond that relating to the current period.

Nevertheless, other studies, like De Angelo et al. (1996) argue that dividend decisions should not be considered particularly reliable signals when it comes to identifying firms with superior future earnings because over-optimism usually leads managers to overestimate future earnings and also because managers make only modest cash commitments when they increase dividends, which undermines the reliability of such signals. Furthermore, Amihud and Li (2006) report that dividends have become less informative over time partly due to the increase in stockholdings by institutional investors, who are considered more sophisticated and informed.

On the other hand, although the behaviour of individuals is not conditioned either by the past or the future, the truth is that the past, as a factor in firm reputation, can play a signaling role. Reputation can be defined as the estimation of the consistency over time of a particular attribute of an individual. This estimation is based on the individual's willingness and ability to perform an activity repeatedly to a similar standard. Therefore, reputation can be considered an aggregate composite of all previous transactions over the life of the individual, a historical notion that requires the consistency of the individual's actions over a prolonged time period. For example, if a debtor has a questionable credit history with a doubtful compliance with his financial commitments, it is likely that, taking into account his reputation, the potential creditors will be reluctant to provide funding to him. Although past actions do not determine present actions, in a context with asymmetric information, creditors will consider any available informative signal at their disposal.

Finally, it is important to highlight the role of Information Gathering Agencies (IGAs) in the signaling context. These agencies, such us credit-rating agencies or consultants, acquire and process information for the purpose of certifying asset qualities (Milton and Thakor, 1985). As we have just seen, in an environment with asymmetric information, those agents with high quality attributes have every incentive to disclose their superior nature, so they will be interested in such certification. For example, in the

credit market, credit ratings can provide a useful signal about the credit quality of an issuer to potential investors in the market as investors will infer the actual credit quality of a bond from the credit rating, and price the bond accordingly (Partnoy, 1999; and Rousseau, 2005).

According to this view, agents with low quality characteristics will choose not to signal their credit quality and refrain from purchasing a rating. However, credit rating agencies also provide unsolicited ratings which reveal the inferior creditworthiness of those firms and also help counterbalance the rating shopping bias that can arise when agencies sell favourable ratings to gain or maintain their market share (Rousseau, 2005). In fact, it should be taken into account that investors will only consider the credit rating (signal) as credible and accurate if three conditions are met. Firstly, the certifying agent must have reputational capital in the certification activity. The certifying agency's performance is assessed on the basis of how well its predictions did relative to observed events subsequent to the predictions (Ramakrishnan and Thakor, 1984). Secondly, the value of this agent's reputational capital must be greater than the possible gains from false certification, and finally, the agent's services must be cost-based and the cost must be related to the asymmetric information associated with the issuing firm (Partnoy, 1999).

Spence (1973) provided a first solution to the asymmetric information problem with his signaling theory. However, several years later, Rothschild and Stiglitz (1976) developed a second solution which consists of offering a range of contracts to agents in order to motivate them to reveal information. As has been previously mentioned, in signaling, less informed agents shift the burden of proof to those agents with more information. However, in this second solution which is called "screening", the uninformed agents move first, offering different kinds of contracts and allowing that each informed individual choose the contract that best meets their needs, revealing some previously private information in this way.

We will consider the model of the insurance market used in Rothschild and Stiglitz (1976)[164] to explain in more detail what the screening process is all about. If information were at the disposal equally of

[164] Stiglitz (1975) uses the word "screening" but he refers to what is known as signalling. It is important to indicate that, in the early literature, the terms "screening" and "signalling" are frequently used almost interchangeably.

suppliers and purchasers of insurance, then insurance companies would have the same information about the risks of insurance applicants that applicants themselves have. In this way, insurance companies could charge a high price for insurance to high-risk applicants, and a low price for low-risk applicants, and offer full coverage to each group. However, it is assumed that individuals know their accident probabilities, while insurance companies do not, in other words, individuals have private information about their accident risks.

In an attempt to sort out their information disadvantage, insurance companies will offer two different contracts. In competitive equilibrium, if it exists, the first contract will offer complete cover at a high price while the second contract will offer partial coverage at a low price. Therefore, the high-risk applicants will in fact prefer the first contract, and the low-risk types will prefer the second. That is, the information that insurance purchasers, but not insurance companies, have will cause them to purchase different kinds of insurance and thus reveal their information. The two contracts separate out or "screen" the high risk from the low risk applicants. Thereby, it is possible to force customers to make market choices in such a way that they both reveal their characteristics and make the choices the firm would have wanted them to make if their characteristics had been publicly known. It is a self-selection mechanism.

Finally, incentive contracts figure among the solutions provided to minimize the effects of moral hazard. Continuing with the same example, the best way to induce the insured parties to engage in efforts to reduce loss probabilities includes having them bear some of the profit risk associated with aggregate variability. The incentives of insured agents to expend effort on loss prevention depend on their relative income (or utility) levels in accident versus non-accident states. Therefore, the instrument for sharing this risk between the insurer and the insured is the participating contract. As more complete insurance is provided, an agent has less incentive to avoid accidents, and the moral hazard problem is exacerbated. Thus, an optimal insurance contract must weigh the benefits of more complete insurance against the implied costs associated with a heightened moral hazard problem (Smith and Stutzer, 1995).

Stiglitz (1974) was one of the first authors to investigate the incentive problems in a context of asymmetric information. For this purpose he analyzed the world of sharecropping, a common form of land tenancy where

the worker surrenders half of the produce to the landlord in return for the use of his land. The underlying *information* problem is that the effort of the worker can not be observed, but only his output and, therefore, sharecropping represents a compromise between risk bearing and incentives. Similarly, the incentive contracts link the payment to the obtaining of a specific output, based on the idea that the output is perfectly correlated with the level of effort. This kind of contract is frequently used to control the moral hazard problems that modern companies have to deal with in regard to their managers[165].

The overall conclusion is that, although the devices that have been described contribute to mitigate the consequences of asymmetric information, none of them solves completely the information problem. Therefore, under the hypothesis of asymmetric information, the market's mechanisms are not enough to coordinate individual decisions.

3.5. THE THEORY OF THE FIRM: AGENCY PROBLEMS

In the traditional theory, which assumed the existence of perfect information, firms simply maximized the expected present discounted value of profits (which equalled market value). Disagreements about what the firm should do were not important. In that context, corporate governance, that is, how firm decisions were made, mattered little as well. Nevertheless, in reality, where there exist information asymmetries among the different agents that participate in the companies, corporate governance matters a great deal (Stiglitz, 2002). In fact, the market value of the firm is not just the market value of its factors (apart from the managers) but it also depends on the market's estimate of what the managers will do with those factors.

Berle and Means (1932) explained how the separation of ownership and control has important consequences for the theory of the firm.The classical economists had assumed that one person or a small group of investors would supply the capital for a business and manage it themselves,

[165] These problems will be explained in more detail in the next Section. Bernardo et al. (2001), Kadan and Swinkels (2008), Sung (2005), Khanna (1998) and Levine and Hughes (2005) analyze the incentive role of managerial compensation schemes in the presence of asymmetric information.

reaping profits or suffering losses based on their managerial talents and their diligence. However, these authors argue that these assumptions no longer can be applied to the large corporations whose shares are traded on the stock exchanges. Those individuals that have enough personal capital to fund the investments that are required by a company do not always have the capacity and/or the will to manage the firm, while those individuals that have management abilities very often do not have the necessary personal wealth to fund the investments.

"The typical business unit of the 19th century was owned by individuals or small groups; was managed by them or their appointees; and was, in the main, limited in size by the personal wealth of the individuals in control. These units have been supplanted in ever greater measure by great aggregations in which tens and even hundreds of thousands of workers[,] and property worth hundreds of millions of dollars, belonging to tens and even hundreds of thousands of individuals, are combined through the corporate mechanism into a single producing organization under unified control and management" (Berle and Means, 1932).

They announced that a fundamental change had taken place in the nature of corporate enterprise: there had been an irreversible separation of ownership and control (see also Jensen, 1983) and, therefore, the traditional linkage between investing, making decisions, and reaping profits had been dissolved in the modern corporation. This fact has brought about the emergence of a conflict of interest between the firm shareholders, who have the ownership of the company, and the managers, who are in charge of running the firm.

When a manager owns 100% of the firm capital and of the corporate rights, he will make the decisions that maximize his benefits, bearing all the associated costs. However, when a manager owns less than 100% of the firm capital, he will only bear part of the costs derived from the private benefits he obtains, so he will maximize his utility by increasing the consumption of them. Furthermore, as the manager's participation in the share capital decreases, his tendency to appropriate firm resources through privileges increases.

In addition when the manager's participation in the share capital is less than 100%, beyond his possibly prestigious hierarchical position, the manager is a mere employee at the service of the shareholders and, consequently, his interests are not always aligned with those of his

employer (the shareholders). Nevertheless, unlike other labour relations, the manager enjoys great discretion regarding the funds and the decisions of the firm. As a result, managers can make decisions that improve their position to the detriment of the interests of the shareholders, who cannot control them without incurring costs[166] because of the information asymmetries between these two groups.

Precisely this problem, derived from the existence of asymmetric information within companies and based on the discrepancies between a principal (the shareholders) who delegates the control and the decision-making authority in the firm to an agent (the managers of the company) is traditionally known as "the agency problem" (see, e.g., Jensen and Merckling, 1976; Fama, 1980; Barnea et al., 1985; Ross, 1973)[167]. The delegation that takes place in the agency relationship has a positive aspect, as it allows the entrusting of the firm management to a competent professional, as well as a negative aspect, given that it invests the manager, who has interests different from those of the shareholders, with significant power over the firm's assets. The manager, who knows the business better than most of the shareholders, is in a privileged position to obtain private benefits at the expense of the shareholders, who lack the necessary information to avoid such opportunistic behaviours.

Basically, there are two forms of behaviour of the managers that are likely to affect the firm's value (Bebczuk, 2000). The first is related to the managerial effort according to the costs and benefits that it entails. Here, it is necessary to clarify that the managers' effort can hardly be observed by the shareholders as they do not have at their disposal the time and the knowledge necessary to control and monitor the decisions made by the managers. For this reason, sometimes managerial opportunism takes the

[166] This problem derived from the manager's tendency to appropriate certain privileges at the expense of shareholders wealth, can be mitigated by establishing appropriate incentives for the manager and by incurring monitoring costs: auditing, formal control systems, budget restrictions, the establishment of incentive compensation systems, etc. In addition, in some situations, the managers can also incur bonding costs to guarantee that they will not take certain actions which would harm the firm value. These costs can take the form of contractual guarantees to have the financial accounts audited by a public account, explicit bonding against malfeasance on the part of the manager, or contractual limitations on the manager's decision-making power (Jensen and Merckling, 1976).

[167] Ross (1973) defines the agency relationship as the one that arises between two (or more) parties when one of them, the agent, acts for, on behalf of, or as a representative for the other, the principal, in a particular domain of decision problems.

form of less effort, which leads to a conflict with the shareholders, as the firm performance improves with the managers' dedication to the company. It should be taken into account that, in principle, a greater effort of the managers frequently entails higher company profits but not necessarily a higher reward for the managers. In contrast, a greater effort of the manager usually entails costs for him, which result in less spare time and more work-related stress.

The second behaviour-type of managers resulting from information asymmetries can be categorised as suboptimal investment decisions, that is, the tendency to choose projects with a low productivity but with high personal benefits for the managers. According to the guidelines of the board of directors, the investment policy followed by the managers must be governed by a principle which is very difficult to supervise: to choose those projects that generate net profits. However, the managers are tempted to move away from this rule when they can apply funds to uses that increase their personal welfare or power within the corporation, maximizing corporate wealth[168] rather than shareholders' wealth. These investments increase the power of the managers but do not improve the productive potential of the firm.

Furthermore, when the managers have to make a decision, they should establish alternative courses of action considering the possible consequences of each alternative. As managers have more experience and are better placed to perform this analysis, shareholders will find it difficult to judge whether managers have made the correct decision. If finally the project fails, it might be wondered whether the failure was due to bad luck or unfavourable contextual conditions, whether the managers chose the best project among the available projects, which all offer a low return, whether the managers did not evaluate the potential outcomes of the project properly or whether the managers made the investment decision pursuing some objective other than that of value maximization (Stiglitz, 1972).

Consequently, managers enjoy an autonomy that usually is in conflict with the aims and aspirations of shareholders. In addition, the more dispersed the ownership structure of a firm, the more difficult it becomes

[168] Corporate wealth concerns those investments over which the managers have control such us the expansion of the size of the firm, the building of new, more sumptuous offices, the acquisition of other firms, etc.

for the shareholders to make sure that the management is focused on maximizing shareholders' benefit (Berle and Means, 1932), since the monitoring costs are very high while the potential benefits are low. Thus, ownership dispersion into the hands of minority shareholders, who do not have at their disposal the information necessary to exercise the control rights that they possess, together with the problems of collective action that affect shareholders, trigger a situation in which the control rights of managers are greater than they would be if shareholders were involved actively in the monitoring of managers. This suggests the need to put in place mechanisms to align the interests of managers and shareholders, increase the supervision and control exercised over the mangers and reduce, therefore, the existing information asymmetries between these groups.

Finally, it should be noted that, in firms with dominant shareholders, the central agency problem is, sometimes, the expropriation of minority shareholders by the controlling shareholders rather than the expropriation of all shareholders by the manager (Shleifer and Vishny, 1997). Shareholders holding a substantial stake in a firm may have the incentive to collect information and use their voting power to consume corporate resources or to enjoy corporate benefits that are not shared with minority shareholders. As a consequence, there is an information asymmetry between minority shareholders and dominant shareholders, who use their informational advantage to obtain private benefits instead of playing a monitoring role and sharing the benefits of control with the rest of the shareholders. We will focus mainly on the first agency problem resulting from information asymmetries between the shareholders and the managers; however, we will tackle this second agency problem in Chapter 7.

3.6. TWO EXAMPLES OF FIRMS WHERE THE AGENCY PROBLEMS ARE ESPECIALLY NOTEWORTHY: START-UPS AND FIRMS INVOLVED IN IPO PROCESSES

Although the agency problems are present throughout a business's development, the truth is that there are two moments in which these problems are more evident and, therefore, the analysis of them can be useful in order to improve our knowledge about the conflicts of interests between managers and shareholders, the mechanisms that these latter put

in place to try to control possible divergences in objectives or the signals emitted by firms with the aim of reducing the existing information asymmetries. In this sense, it might be interesting to study the agency problems that affect companies in their early stages as well as the agency problems that are experienced by companies when they are involved in their first share-issue.

Several papers have focused on the problems of moral hazard and uncertainty involved in financing new start-ups by venture-capital organizations which raise money from individuals and institutions for investment in early-stage businesses that offer high potential but high risk. The asymmetric information associated with start-up companies makes project governance extremely important, and because of that, venture capitalists review business plans of young companies and design contracts with entrepreneurs that minimize potential agency costs. In this area, Sahlman (1990) describes several control mechanisms employed by venture capital funds to manage such agency costs. One of these mechanisms which has received significant attention in the literature is the staging of capital infusions[169].

Wang and Zhou (2004) and Gompers (1995) show that staged financing acts as an effective mechanism in controlling agency problems, contributing to the mitigation of moral hazard and reduction of risk. Instead of providing all the necessary capital up-front, venture capital funds invest in stages to keep the project under control, which allows them to gather information and monitor the firm before they make refinancing decisions, maintaining the option to periodically abandon the project. Therefore, by monitoring and credibly threatening termination, venture capitalists have better control over potential moral hazards.

Furthermore, recently, considerable attention has been paid to establishing the motivations for the lock-up provision embedded in the contract between an underwriter and a firm engaged in its initial public offering of equity. When a firm must issue common stock to raise cash to undertake a valuable investment opportunity, management and initial investors are assumed to know more about the firm`s value than potential investors. This firm faces a variety of constraints imposed by asymmetric

[169] Other control mechanisms include the use of convertible securities or the syndication of investment. See, e.g., Gompers (1993a, 1993b) and Lerner (1994).

information regarding the value of assets in place and growth options. To sort out this asymmetry of information, prepublic insiders agree to abstain from selling personally-owned shares for a specified period of time after the offer date. These lockups restrict the ability of the firm`s management and prepublic investors to sell their stock in the aftermarket for a period of time after the IPO, sending a positive signal to the market about the firm's future prospects.

Brav and Gompers (2003) are among those researchers who try to shed light on the motivation of the lockups from the perspective of information asymmetries. They find that insiders in firms that are associated with greater potential for moral hazard lock up their shares for a longer period of time (commitment hypothesis). In contrast, Brau et al., (2005) observe that lockups are longer when the degree of asymmetric information is larger and the level of idiosyncratic risk is lower (signaling hypothesis). Although it appears that these studies come to opposing conclusions, suggesting that the signaling and commitment hypothesis are mutually exclusive, Yung and Zender (2010) offer a resolution for this apparent conflict.

These authors state that for some firms moral hazard will be the dominant consideration in including the lockup provision in the IPO contract and in determining the lockup length, while asymmetric information will dominate for others. More specifically, firms that are certified by a reputable underwriter see a reduction in the severity of asymmetric information relative to other firms and therefore will be more likely to see moral hazard as the main factor motivating the use of the lockup provision. For those firms that are unable to obtain high reputation underwriter certification it is relatively more likely that asymmetric information is the motivation for the use of the lockup provision.

Finally, the underpricing of initial public offerings is a further mechanism used by firms to send a positive signal to the market. If the market is characterized by heterogeneously informed investors, then offer prices must be discounted on average, either in order to compensate uninformed investors for the winner's curse (Rock, 1986) or to persuade informed investors to reveal their information (Benveniste and Spindt, 1989). Welch (1989) argues that firms will underprice to send a signal of quality if they expect to go back into the market later in order to issue

additional equity. Therefore, the higher the initial underpricing, the more optimistic the firm is about its growth prospects.[170].

3.7. THE ROLE OF THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL IN MITIGATING INFORMATIONAL ASYMMETRIES IN FIRMS

It is interesting that, despite the evidence, some critics still deny that managers act opportunistically and hold to the view that firms maximize their market value via takeovers, arguing that the threat of takeovers ensures competition in the market for managers and, as a result, ensures stock market value maximization. If firms did not maximize their stock market value, or deviated far from value maximization, someone would attempt to take them over, change the course of action of the firm, and make a pure capital gain (Grossman and Stiglitz, 1977; Stiglitz, 2002).

Nevertheless, the studies performed by Shleifer and Vishny (1989) and Edlin and Stiglitz (1995) show that managers can reduce the effectiveness of the competition for managers by implementing actions that increase information asymmetries. Shleifer and Vishny (1989) describe how managers counter disciplinary forces, including the threat of a takeover[171], by entrenching themselves, that is, by making themselves invaluable to shareholders and costly to replace. They show that managers have an incentive to invest the firm's resources in assets whose value is higher under the current manager than under the best alternative manager.

As a result of such entrenching investments, managers can reduce the probability of being replaced, extract higher wages and larger perquisites from shareholders, and obtain greater latitude in determining corporate strategy. Furthermore, they observe that the board may fail to interfere because it is insufficiently well informed to evaluate the investment, or because board members approve of the manager's basic corporate strategy.

---

[170] Other studies that also examine the role of underpricing in the initial public offerings include those carried out by Michaely and Shaw (1994), Allen and Faulhaber (1989), Amihud et al. (2003), Leite (2007) and Cao and Shi (2006).

[171] According to Jensen and Ruback (1983), competition among managerial teams for the rights to manage resources limits divergence from shareholder wealth maximization by managers. See also Scharfstein (1988) for a more comprehensive understanding of the disciplinary role of takeovers.

Also, in broad support of these arguments, Edlin and Stiglitz (1995) suggest that managers may preserve their jobs by investing in activities for which information asymmetries are particularly large. In other words, managers invest to create these asymmetries, not to exploit their talents. Therefore, by creating these information asymmetries they also create a need for management that limits the discipline that the board of directors can impose on managers.

3.8. THE ECONOMICS OF INFORMATION AND HEDGE FUND ACTIVISM

As has been explained in the previous Sections, the separation of ownership and control that characterises the modern company (Berle and Means, 1932) has triggered the emergency of conflicts of interest and information asymmetries in the economic relationships between shareholders and managers, giving rise therefore to the typical agency problems (see Section 3.5), which become more acute with greater ownership dispersion. As a result, the need arises to increase the control and supervision of managers in order to align their interests with those of the shareholders and reduce the informational advantages that sometimes managers use for their own private benefit.

In order to control such conflicts and monitor managers' performance, several governance mechanisms have emerged, both internal and external to the companies. However, history has revealed that the controversial concept of the separation of ownership and control is very difficult to tackle, and so, in some cases, the established governance mechanisms are neither appropriate nor effective in preventing managerial opportunism in companies (Barrachdi, 2008), which opens the door to new initiatives designed to strengthen the rights of shareholders in public firms.

In this context, activist hedge funds can play a fundamental role in mitigating the agency problems that affect companies. The significant stakes that activist shareholders acquire in their target firms, together with their inherent characteristics (see Chapter 2), give them sufficient incentive to incur the costs related to the searching out of information and the monitoring of firm managers, with the aim of guarantying that the actions of the managers are aimed at maximizing the value of the company.

In the light of the above, it might be interesting to analyze the supervisory function carried out by activist hedge funds in their target firms, examining its effectiveness and the consequences that it has for the companies and, especially, for the rest of the shareholders.

CHAPTER 4

THEORETICAL FRAMEWORK (II): INSTITUTIONAL ECONOMICS

4.1. Introduction

4.2. Origin of New Institutional Economics

4.3. A First Approach to the New Institutional Economics

4.4. Williamson's Analytical Framework for the New Institutional Economics

4.5. "New" Vs. "Old" Institutionalism

4.6. Institutional Change and Economic Development

4.7. The New Institutional Economics and the Hedge Fund Activism

4.1. INTRODUCTION

Although institutions were considered almost a prohibited subject within the mainstream of economics and were banished to the discipline of sociology for many years (Rutherford, 2001), the fact is that the individual's set of choices is defined and limited by the institutions, as it is defended by the new institutional economics. These institutions, which can be defined as "a set of rules, compliance procedures, and moral and ethical behavioral norms designed to constrain the behavior of individuals in the interests of maximizing the wealth or utility of principals" (North, 1981), have as one of their main objectives the reduction of transaction costs and uncertainty, as well as the production of collective benefits from coordinated or cooperative behaviour.

Regarding the companies, Roe (2005) defends that corporate governance comprises a set of internal and external institutions (the board of directors, markets, laws and rules, etc.). These institutions determine the potential costs and benefits of the activist hedge fund investments as well as the effectiveness of the supervisory function that these funds carry out in their target companies. Consequently, these institutions must be considered in any study of the agency problems that affect companies and the role played by the activist hedge funds when they try to increase the monitoring of managers in order to reduce the informational advantage they benefit from. In this sense, given that the investments of the activist hedge funds are not distributed homogeneously in Europe, it could be really interesting to analyze how those external institutions that vary across countries affect the hedge fund activist investment decisions.

The rest of the Chapter is structured as follows. Section 2 explains the origin of the new institutional economics. Section 3 identifies the most significant characteristics of this academic thinking. Section 4 presents Williamson's analytical framework for the new institutional economics. Section 5 provides a comparative analysis between the "old" institutional economics and the "new" institutional economics. Section 6 summarizes the evidence of the importance of institutional change for economic development, and finally, Section 7 explains why it is necessary to take into account the institutional framework in the study of hedge fund activism in Europe.

4.2. ORIGIN OF NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS

During the first three decades after World War II, mainstream academic economists focussed their attention on developing and expanding the theoretical foundations for neoclassical economics. Furthermore, they made significant progress in the development and application of econometric techniques to measure empirically the parameters of these theoretical models and to test hypotheses about their properties. It is obvious that the developments in economics during this period were extremely important from both an intellectual and practical perspective as they helped to dramatically expand our understanding of many aspects of market structure, economic behaviour and economic performance, especially in developed economies (Joskow, 2008).

However, the incremental knowledge resulting from the ongoing work in this neoclassical tradition began to yield significantly diminishing returns by the late 1970s. Moreover, in many ways the developments carried out in this field were less than fully satisfactory or provided an incomplete framework for understanding many important economic phenomena. Among the deficiencies that could be stressed is the a-institutional or a non-institutional approach to economic analysis that was adopted. In fact, for a period from the late 1940s through to about 1970, institutions became almost a prohibited subject within the mainstream of economics and were relegated to the discipline of sociology (Rutherford, 2001).

The basic underlying legal institutions that are widely assumed to be necessary to support the behavioural assumptions and market structures under analyses (credible property rights, enforceable contracts, private ownership, well-functioning capital markets or corporate governance systems) were either implicitly assumed to exist and operate costlessly and perfectly or were effectively ignored completely (Joskow, 2008). Furubotn and Richter (1991) clearly describe the lack of institutional content in the core of neoclassical economics: “The existence of political, legal, monetary, and other systems was certainly recognized; but either these systems were regarded as neutral in their effect on economic events and ignored, or they were taken as given and then specified in so perfunctory a way as to suggest that institutional influence was not of much importance”.

These limitations of neoclassical economics were recognized and consequently, a number of scholars became engaged in research to respond

to them in a number of different ways. This evolution can be observed in several apparently different but fundamentally interrelated "new" fields of economics: law and economics, behavioural economics, political economy, organizational economics, the economics of contracts, evolutionary economics and new institutional economics. A body of thinking linked to institutions evolved based on two basic ideas: (i) institutions do matter; (ii) the determinants of institutions are susceptible to analysis by the tools of economic theory. Therefore, initial scepticism regarding institutions gradually gave way to respect, making the economics of institutions one of the "liveliest areas" (Matthews, 1986).

4.3. A FIRST APPROACH TO THE NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS

As was already mentioned, the 1970s saw a revived interest in institutions, which gave rise to what is known today as the "new institutional economics". This new theory consists of the analysis of transaction costs, property rights, contracts and organizations. Nevertheless, the new institutional economics is characterized by its interdisciplinary nature, so the "new institutional economics[172]" label is often extended to cover game theoretic approaches to the evolution of social conventions, and sometimes to the Austrian approaches to institutions and institutional change (Rutherford, 2001).

The phrase "new institutional economics" was coined by Oliver Williamson (Coase, 1998), who took into account the critiques of the old institutional economics and recovered Coase's ideas about firm and transaction costs[173] in order to give a name to what is today known as "new institutional economics" (Lozano, 1999).

This new institutional economics has generally defined itself as an attempt to extend the range of neoclassical theory by providing an

[172] It is beyond the scope of this study to provide a detailed review of the literature related to the new institutional economics. For more details on this topic, see, e.g., Eggertsson (1990), Furubotn and Richter (1991, 1997), Menard. and Shirley (2005), Coase (1992), Klein (1998).

[173] Coase (1937) put forward the aspects of firms and the market in a direct way, identifying the transaction costs and the contractual relations as critical elements (Williamson, 1975).

explanation of the institutional factors traditionally taken as givens, and not as an attempt to replace the standard theory (Eggertsson, 1990; Furubotn and Richter, 1991, 1997; Rutherford, 2001). In contrast to the many previous attempts to overturn or replace neoclassical theory, the new institutional economics builds on, modifies, and extends neoclassical theory to allow it to deal with an entire range of issues heretofore beyond its scope (North, 1992).

Consequently, the new institutional economics is based on two premises. Firstly, that the theoretical framework should be able to incorporate neoclassical theory into an analysis of the way institutions modify the set of options available to humans, and. secondly, that this framework should be established by taking into account the basic determinants of institutions. In this way it is not only possible to define the set of options that are really available at a specific moment, but also to analyze the way institutions change and therefore modify the set of available options over time.

In the new institutional economics, institutions and institutional change have usually been analyzed as ways of reducing transactions costs, reducing uncertainty, internalizing externalities, and producing collective benefits from coordinated or cooperative behaviour. There has been a notable tendency in these studies to argue that institutions tend toward providing "efficient" solutions to economic problems (Rutherford, 2001).

The theory of transaction costs is based on Coase's (1937) approach and its two predecessor theories: the theory of property rights and the agency theory. Moreover, it is associated with two important figures: Oliver Williamson in the field of economic theory, and Douglass North in economic history. According to this theory, the firm is defined as a low-incentive arrangement to solve coordination problems. They consider the firm as a way to have access to coordination mechanisms that are superior in some particular situations to those available on the market (Williamson, 1975; 1985; 1996).

The fact that economic actors have a limited rationality is not a problem as long as the environment characterizing the world they live in is not uncertain. Under such circumstances, bounded rationality does not prevent economic agents from coordinating their activities. On the other hand, when the levels of uncertainty are high, the main consequence is that agents can only sign incomplete contracts. This in itself does not become a

problem even in the case of opportunistic behaviours, as long as we can resort to market sanctions, which takes place when contracting parties are not dependent.

However, when the agents involved are in a "small number" (Williamson, 1975), the problem is more critical because they cannot shift from one partner to another. Such dependency creates contractual hazards in the face of incomplete contracting and opportunism. The main consequence is that contracts cannot rely on promises, but must be supported by credible commitments when possible. But when this is impossible (uncertainty and asset specificity are too high) the firm is chosen to replace market relationships (Garrouste. and Saussier, 2008). In this sense, Williamson (1975) emphasizes that what causes market failures is neither uncertainty nor small numbers, individually or together. It is instead the combination of these factors along with limited rationality and opportunism that gives rise to difficulties in the interchange.

In this context, neoinstitutionalist writers defend that the option of a contractual agreement depends on the transaction costs derived from it, and that one of the main purposes of the institutional framework is precisely to decrease these costs so that transactions and economic coordination can take place (Rodríguez Salazar, 2001). Institutions, therefore, are formed to reduce uncertainty in human exchange (North, 1993).

A number of scholars focused on the New Institutional Economics regard institutions as general regularities in social behavior (Schotter 1981, p. 11) or "the rules of the game in society or [...] the humanly devised constraints that shape human interaction" (North, 1990). An individual's set of choices is defined and limited by these institutions, which play a fundamental role in reducing the uncertainty for individuals and for society (as a whole).

All these definitions imply a relatively broad concept. They encompass not only organizations but also integrated and systematic social entities such as money, language, and law. The consideration for such a broad definition of institutions is that all those entities involve common characteristics (Hodgson, 1998):

1) All institutions involve the interaction of agents, with decisive information feedbacks.

2) All institutions have a number of characteristic and common conceptions and routines.

3) Institutions sustain, and are sustained by, shared conceptions and expectations.

4) Although they are neither immutable nor eternal, institutions have relatively durable, self-reinforcing, and persistent qualities.

5) Institutions incorporate values and processes of normative evaluation. Institutions reinforce especially their own moral legitimation: that which endures is often-rightly or wrongly-seen as morally just.

To deepen the analysis of the new institutional economics and get a global view of it, we propose an examination of the five basic blocks of the new theory of institutions as defined by North (1993) as well as an analysis of the analytical framework for the new institutional economics proposed by Williamson (2000), which will be presented in the next Section.

Regarding the five basic blocks defined by North (1993), the first one refers to the individualistic behaviour, which entails that individuals maximize their own utility. Individuals have different objective functions which reflect their own individual utility. In this sense, they have profit possibilities in a context of high information costs if they maximize their own utility instead of maximizing the utility of the group. In fact, the high information costs are the key to understand the structure of institutions and organizations.

The second block refers to the costs of measuring the numerous attributes of those goods and services that take part in the exchange, as well as the numerous attributes of those goods and services that are involved in the actions of the agents in the principal- agent relation. The high costs of performing such measurements hinder the contracting process. Given the assumptions of individual behavior and the high costs of measuring related to the contracting process, the costs of enforcing the content of contracts, which are the third basic block, become critical, to the extent that transaction costs can be diminished and, therefore, exchange becomes possible.

The fourth basic block in the new institutional economics refers to the way in which political institutions evolve and the way in which the

institutional structure defines, modifies, and enforces the structure of property rights. Finally, the last block refers to the preferences, that is, the degree to which individuals are bound by their views on the legitimacy and fairness of contracts. If it were not costly to measure and enforce what is agreed, the attitudes of people towards the contract would be indifferent. However, given the evidence that suggests these costs are significant, the attitudes of the involved individuals play an important role.

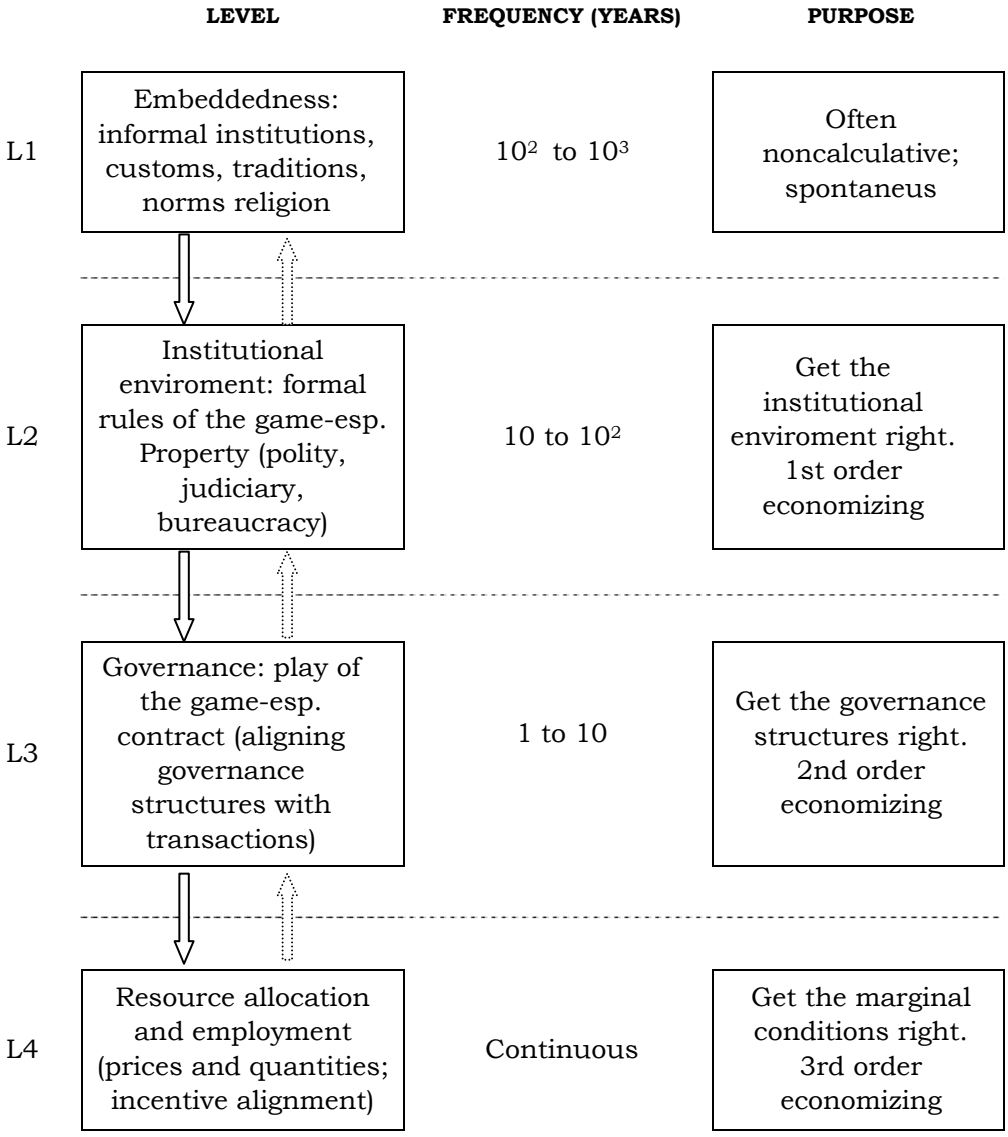
4.4. WILLIAMSON'S ANALYTICAL FRAMEWORK FOR THE NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS

One of the most useful frameworks for the new institutional economics is the one proposed by Oliver Williamson (2000) which identifies four interrelated levels of social or institutional analysis. The higher levels are connected with the lower levels so that each higher level imposes constraints on the level immediately below. Therefore, we will devote the following paragraphs to a description of these four levels including Williamson's analytical framework which is represented in Figure 9.

Level 1 is the social embeddedness level, the highest level of the institutional hierarchy which encompasses informal institutions, customs, traditions, ethics and social norms, religion, codes of conduct and some aspects of language and cognition. This level provides the basic social and cultural foundations for a society's institutions. The origin of these institutions is usually expontaneous, and they change very slowly over time, with adaptation periods of as long as a thousand years and no shorter than a hundred years. Once they are adopted, they display a great deal of inertia—some because they are functional, others take on symbolic value and many are pervasively linked with complementary institutions. In this sense, North (1991) poses the following query: "What is it about informal constraints that give them such a pervasive influence upon the long-run character of economies?"

Level 2 is referred to as the basic institutional context ("the formal rules of the game"). This level comprises: constitutions, political systems and basic human rights; property rights and their allocation; laws, courts, and related institutions to enforce political, human rights and property rights; money, basic financial institutions, and the government's power to tax; laws and institutions governing migration, trade, and foreign

Figure 9. The New Institutional Economics according to Williamson. An analytical framework



L1: social theory
L2: economics of property rights/positive political theory
L3: transaction cost economics
L4: neoclassical economics/agency theory

Source: Williamson (2000)

investment rules; and the political, legal, and economic mechanisms which facilitate changes in the basic institutional environment (Joskow, 2008). These institutions are partly the product of evolutionary processes, but are also designed by direct human intervention.

Changes in the basic institutional environment occur more quickly than changes in the cultural or social foundations (Level 1), but change is still relatively slow and partially constrained by the slow rate of adaptation of the underlying social and cultural foundations, with response times as short as ten years but as long as a hundred years. The Positive Political Theory is concerned with working out the economic and political ramifications of Level 2 features. Furthermore, most of the economics of property rights is also located on this level.

Level 3 is where the institutions of governance are located. Although property remains important, a perfectly functioning legal system for defining contract laws and enforcing contracts is not yet contemplated. The need to come to terms with contract laws (plural), rather than an all-purpose law of contract (singular) makes the governance of contractual relations become the focus of the analysis. This level includes: the basic structural features of the institutions through which individuals trade goods, services, and labour; the structure of contractual or transactional relations, the vertical and horizontal structure of business firms, and the boundaries between transactions mediated internally and those mediated through markets; corporate governance and financial institutions that support private investment and credit. The choice of governance arrangements is heavily influenced by the basic institutional environment as well as by a country's basic economic conditions (e.g. natural resource endowments) at any point in time. Changes in governance arrangements also take place more quickly than do changes in the basic institutional environment. Williamson suggests a change time frame of one to ten years.

The governance structure reshapes incentives in a new way. To focus exclusively on ex ante incentive alignment is a truncated way to analyze organizations. Going beyond agency theory, transaction cost economics focuses its attention mainly on the ex post stage of the contract. It implies four moves: (i) to name and explain the principal dimensions with respect to which transactions differ; (ii) to identify and explain the main attributes for describing governance structures (where each is defined by a distinctive syndrome of related attributes, whence markets, firms, regulation, bureaus,

nonprofits, etc. differ in structural ways); (iii) to effect a discriminating match, according to which transactions are aligned with governance structures in order to promote adaptation of autonomous and cooperative kinds; and (iv) to verify whether the predicted alignments are corroborated by the data. The canonical problem for dealing with these issues is that of vertical integration (see, e.g., Coase, 1937; or Joskow, 2005).

Level 4 is the level at which neoclassical analysis works. In this level, the optimality apparatus, often marginal analysis, is employed, and the firm, for these purposes, is typically described as a production function. This level refers to the day-to-day operation of the economy the institutions defined at the other three levels. Prices, wages, costs, and quantities bought and sold are determined here as are the consequences of monopoly, oligopoly, and other neoclassical market imperfections. Adjustments to prices and output occur more or less continuously. Furthermore, it is still possible to detect an earlier (zero) level in which the mechanisms of the mind evolve and develop (Pinker, 1997), as well as a level of technology.

This four-way division of social, political, legal, and economic institutions can appear somewhat arbitrary to the reader. However, this qualitative characterization is very useful given that a society's social and cultural foundations place constraints on the attributes of the basic institutional environment that will be feasible at a particular point in time. Similarly, when certain basic institutions first begin to be introduced it cannot be assumed that they will immediately have the same attributes as they do in societies or environments with many years of experience with them. Furthermore, the institutions of governance that have attractive allocational and adaptive properties with one set of basic institutions may have different and less-attractive attributes with another set of basic institutions. Finally, capitalist market institutions may not work very well if the supporting institutional infrastructure composed of basic institutions and compatible governance arrangements is not in place.

4.5. "NEW" VS. "OLD" INSTITUTIONALISM

The temporal adjective adopted in the term "New institutional economics" has the purpose of distinguishing the new from the old

institutional economics whose most representative figures are Thorstein Veblen, John Commons and Wesley Mitchell[174]. The old institutional economics was the dominant approach in the years just after the end of World War I. It offered an approach to economics that claimed to be "modern" and "scientific" whilst remaining focused on a critical examination of the existing institutional structure. It was also in line with the empirical methods of the exact sciences, it was built upon the latest work in social psychology, philosophy, and law, and it was closely connected to important and pressing issues of economic and social reform (Yonay, 1998; Rutherford, 2000, 2001).

However, after the World War II, it started to achieve a bad reputation among academic economists, declining in position and prestige. The old institutionalism slid gradually from a central to a marginal position. What stands out among the numerous and severe attacks the old institutionalism was subjected to, is the lack of rigorous and systematic theoretical foundations combined with the lack of a comprehensive supporting empirical analysis. It was often country specific or even case specific and little effort was made to generalize. Furthermore, it tended to become politicized and driven by political agendas and it also failed to explain the economic issues and problems which were revealed by the Great Depression (Joskow, 2008).

Furthermore, the old institutionalism was partially disabled by a combined effect of the profound shifts in social science in the 1910-1940 period, and by the rise of a mathematical style of neoclassical economics during the Great Depression in the 1930s. Behaviorist psychology and positivist philosophy replaced instinct psychology and pragmatist philosophy upon which the early institutionalism had been built. With their use of formal techniques, mathematical economists caught the imagination of both theorists and policy makers. In comparison, institutionalism was considered as technically less rigorous and thereby inferior (Hodgson, 1998).

[174] The conventional view recognizes these authors as the "founders" of institutionalism. More exactly, Thorstein Veblen provided much of the intellectual inspiration for institutionalism, Wesley Mitchell was deeply involved in the early development of institutionalism as a definite movement, and finally John Commons came into the institutionalist picture a little later, after 1924 (Rutherford, 2000).

Consequently, the main exponents of the New Institutionalism, which began to develop consciously as a movement in the 1970s, have made little mention of their predecessor, thus moving away from it conceptually. In fact, there has been considerable concern among new institutionalists to differentiate themselves sharply from the "old" institutionalism (Langlois, 1986; Eggertsson, 1990). It is then possible to wonder about how these approaches differ from each other.

If we focus on the theoretical core which is common to most prominent and influential texts of the Old and New Institutionalism, we find that there are clearly major differences in the methodological, theoretical and analytical tools being used, as well as in the basic orientation towards the market and "business" institutions (Rutherford, 2001). Beyond the fact that both approaches recognize the role played by the institutions and their importance, there is a clear separation among old and new institutionalists which can not be ignored by appealing to eclecticism.

In the methodological field, differences are focused mainly on three aspects: 1) formalism versus antiformalism, 2) individualism versus holism, and 3) inductive versus deductive reasoning (Parada, 2003). To be more specific, the first aspect refers to the fact that the old institutional economics exposes its theories in a very informal and rhetorical[175] way, in contrast with the new institutionalism, which tries to offer more formalism in its reasoning. Regarding the second aspect, it is obvious that the old institutional economics underlines the role of society in the definition of the values, customs and formal institutions, while the new institutionalism approach is essentially individualist, given that it considers the individual as the starting point. Finally, there exists a clear separation between the old and new institutional economics regarding the most suitable method. The old institutionalism has displayed greater support for inductive reasoning, unlike the new institutionalism which has opted for a more deductive method.

These methodological differences help us to understand the explanations provided by both approaches about two basic questions: what

[175] As it has been exposed previously, this lack of formalism has been one of the main critiques the old institutionalism has been subjected to. Even, its detractors have gone so far as to claim that the early institutional economics lacks theory or consists of just data collection.

institutions are and how they arise. We will begin with the justification related to their emergence. The distinctive "new" institutionalist project has been identified as the attempt to explain the emergence of institutions by reference to a given model of individual behavior, and on the basis of an initial institution-free "state of nature".

The procedure is to start with given individuals and given preference functions in order to move on to explain institutions. For example, Williamson's theory about transaction costs in the firm considers markets as the original state of nature: "In the beginning, there were markets" (Williamson, 1975). The new institutionalists see institutions as a logical deviation from the theory of transaction costs and consider institutional evolution as the result of a search for efficiency through a process that tends to reduce transaction costs continuously.

In contrast, a common thread in the literature of "old" institutionalism is the idea that in economic analysis the individual should not always be taken as given. "Old" institutionalists also reject the general use of given preference functions to model individuals. According to their views, individuals interact to form institutions, while individual purposes or preferences also are molded by socio-economic conditions. The individual is both a producer and a product of her circumstances (Hodgson, 1998).

Moreover, the concept of habit is central for the early institutionalists. For them, habit is regarded as crucial to the formation and sustenance of institutions. Habits form part of the cognitive abilities. Cognitive frameworks are learned and emulated within institutional structures. The individual relies on the acquisition of such cognitive habits, before reason, communication, choice, or action become possible. Learned skills become partially embedded in habits. When habits become a common part of a group or a social culture they grow into routines or customs (Commons, 1934). Institutions are formed as durable and integrated complexes of customs and routines. Habits and routines thus preserve knowledge, particularly tacit knowledge in relation to skills, and institutions act through time as their transmission belt. Furthermore, institutional change can be explained using a Darwinian evolutionary approach (Veblen, 1899, 1919; Hodgson, 1993).

These differences are reflected in the definitions of institutions provided by each of these approaches. As it has been exposed in Section 3, the new institutional economics defines institutions as "the rules of the

game of a society" or the humanly-devised constraints that structure human interaction (North, 1990). In contrast, old institutionalists see institutions as "settled habits of thought common to the generality of men" (Veblen, 1919) or as "a way of thought or action of some prevalence and permanence, which is embedded in the habits of a group or the customs of a people" (Hamilton, 1932).

4.6. INSTITUTIONAL CHANGE AND ECONOMIC DEVELOPMENT

An initial question formulated by the new institutionalists was: how is it possible to explain the differences in the levels of economic development among countries? This question made the new institutionalists think carefully about the relation between institutions and the theory of economic development, most of them concluding that formal and informal institutions explain to a great extent the differences in the performance among countries.

The evolution of societies depends on the formal and informal institutions that characterize economic transactions, as well as on the changes that take place on them. The notion of institutional change is associated with the possibility of modifying the rules, rights and customs with the purpose of creating an environment that brings about growth and economic development (Esguerra, 2005). North (1993), one of the scholars who has analyzed the institutional change in more depth undergirds five propositions that define the essential characteristics of institutional change:

1) The continuous interaction of institutions and organizations in the economic setting of scarcity and hence competition is the key to institutional change.

2) Competition forces organizations to continually invest in skills and knowledge to survive. The kinds of skills and knowledge individuals and their organizations acquire will shape evolving perceptions about opportunities and hence choices that will incrementally alter institutions.

3) The institutional framework dictates the kinds of skills and knowledge perceived to have the maximum pay-off.

4) Perceptions are derived from the mental constructs of the players.

5) The economies of scope, complementarities, and network externalities of an institutional matrix make institutional change overwhelmingly incremental and path dependent.

The study of institutional change locates in the political market the possibility that societies design institutions that are more favorable to economic development (Lozano, 1999). However sometimes, institutions, or at least the formal rules, are created not to promote an economic development, as it was expected, but to serve the interests of those with the bargaining power to create new rules. In a world of positive transaction costs, bargaining strength shapes the direction of long run economic change. Those individuals with bargaining power resulting from the institutional framework have a crucial stake in perpetuating the system, although it is integrated by institutions that slow down development (Sebastian et al., 2008).

In these cases, an institutional change could lead to a loss of political and economic power in those groups that are in a dominant position, so they will try to block any institutional change. Only when institutions are prone to greater economic development it is possible to speak of adaptive institutional efficiency. All these factors provide a clear explanation of why countries have institutions with different quality and why undeveloped countries do not choose to change their institutions in order to improve their economic results.

In addition, it should be taken into consideration that institutional transfers from rich countries to developing countries are clearly inappropriate (North, 1996; and Bhaskar, 1997). It is necessary to go into more depth in understanding the "idiosyncratic" attributes which characterized institutions in different countries. Besides, institutions are made up of formal rules, informal norms and the enforcement characteristics of both and it is the admixture of rules, norms, and enforcement characteristics that determines economic performance. While the formal rules can be changed overnight, the informal norms change only gradually, so revolutionary change is never as revolutionary as its supporters desire and performance will be different than anticipated (North, 1993). Therefore, those societies that adopt the formal rules of another society will have very different performance characteristics than the original country because both the informal norms and the enforcement

characteristics will be different. As it is indicated by Shirley (2005), developing countries sometimes even have beliefs and informal mechanisms that are inhospitable to markets or engender mistrust, thus preventing them from building institutions that encourage trade and investment, and consequently economic development.

Finally, North (1993) points out some implications that should be taken into account regarding institutional and economic changes:

a. Political institutions will be stable only if they are supported by organizations with an interest in their perpetuation. Therefore an essential part of political/economic reform is the creation of such organizations.

b. It is essential to change both the institutions and the belief systems for successful reform since it is the mental models of the actors that will shape choices.

c. Evolving norms of behaviour that will support and legitimize new rules is a lengthy process and in the absence of such reinforcing norms polities will tend to be unstable.

d. While economic growth can occur in the short run with autocratic regimes, long run economic growth entails the development of the rule of law and the protection of civil and political freedoms.

e. Informal constraints - norms of behaviour, conventions, and codes of conduct - are a necessary (but not sufficient) condition for good economic performance. Societies with norms favourable to economic growth can sometimes prosper even with unstable or adverse political rules. The key is the degree to which there is enforcement of the adverse political rules.

4.7. THE NEW INSTITUTIONAL ECONOMICS AND THE HEDGE FUND ACTIVISM

North (1981) defines institutions as “a set of rules, compliance procedures, and moral and ethical behavioral norms designed to constrain the behavior of individuals in the interests of maximizing the wealth or utility of principals”.

As it has been exposed in detail in the previous Chapter, firms usually have to deal with principal-agent problems. Shareholders (the principals) delegate authority to an agent (management) to act on their behalf, mainly because the agent has an advantage in terms of expertise and information. This informational advantage, or informational asymmetry, poses a problem for the principal, especially in those firms with diffused ownership - how can the principal be assured that the agent has in fact acted in her best interest? How can the principal be assured that the agent is taking just the action that she would take if she had the information available to the agent? Solving this problem is a matter of some concern (Miller, 2005).

As a consequence, the corporate government arises in the 1970s as a set of instruments and bodies that determine and control the rights to manage the resources of companies with the aim of achieving the goals established by the shareholders. It can also be defined as the means used by shareholders to make sure that corporate actions, assets allocation and the behavior of agents are oriented to serve the objectives defined by them (De Quirós, 2003).

Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means by which attaining those objectives and monitoring performance are determined (OECD, 2004). Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring, thereby helping to mitigate agency problems, reduce the informative asymmetries and enhance investor confidence.

In this context, Roe (2005) considers the corporate governance as a set of formal and informal institutions (the board of directors, markets, laws and rules, etc.) that restrict the behavior of the agents and reduce the transaction costs derived from the agent-principal conflict. These institutions, which can be broadly characterized as being either internal or external to the firm, modulate and control the decisions made at the top of the firm in order to align them with shareholders' interests. Therefore, these institutions play a crucial role in the principal-agent relation in the firms and must be taken into account in any study that examines the agency problems that affect companies and, therefore, the role played by the

activist hedge funds when they try to exercise more control over management.

In order to analyze hedge fund activism, it is especially relevant to consider those governance institutions which are external to the firms and vary across countries, since these institutions form the contextual framework in which the activist hedge funds carry out their monitoring and controlling actions. These macro corporate governance factors determine the potential costs and benefits of the activist hedge fund investments as well as the effectiveness of their supervisory function in the target companies, so it might be really interesting to analyze how these institutional factors affect the hedge fund activist investment decisions.

CHAPTER 5

AN ANALYSIS OF THE FACTORS DRIVING INVESTMENT DECISIONS OF ACTIVIST HEDGE FUNDS IN EUROPE AND THE IMPACT OF THESE ACTIVISTS ON TARGET FIRMS: HYPOTHESES DEVELOPMENT AND SAMPLE SELECTION

5.1. Introduction

5.2. Hypotheses Development

5.3. Sample Creation Process

5.4. Data Description: Activist Hedge Funds

5.5. Two Examples of Activist Events in Europe

5.1. INTRODUCTION

The economics of information remind us that we live in a world which is characterized by the existence of information asymmetries that affect the behaviour and decision-making of economic agents. In companies, the activist role played by certain shareholders emerges as a consequence of the conflicts of interest and the information asymmetries between shareholders and managers. Shareholders, who own the firm, delegate the control and, therefore, the decision making authority in their companies to professional managers whose participation in the ownership of these firms is usually very limited and whose objectives occasionally move away from the firms' value maximization.

As a result of this limited participation in the firm ownership, managers have incentives to obtain their own private benefits, usually at the expense of shareholders' wealth (Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling, 1976). Here lies the root of the classical conflict of interest between the shareholders and the managers of a company. Consequently, given that both groups have different objectives, it is necessary to supervise and control the managers in order to avoid them acting in an opportunistic way (Fama and Jensen, 1983).

However, in the modern public company with a dispersed ownership structure, minority shareholders have few incentives to monitor managers and supervise them to ensure that they are acting in the interest of shareholders (Amihud and Lev, 1981). Managers have all the relevant information and lead the decision making process. In contrast, shareholders lack the time and resources to gather the information which would be necessary in order to evaluate the decisions made by managers. Thus, there is a clear information asymmetry between them[176]. And what is more important, shareholders cannot easily overcome the difficulties of collective action often derived from a combination of apathy among them and their free rider attitude. Therefore, the agency costs increase, allowing managers to deviate from the pursuit of shareholders' interests and, therefore, decreasing the firms' value (Jensen and Meckling, 1976).

[176] See Chapter 3 Section 5 for a more detailed description of the agency problems derived from the existence of information asymmetries.

In this context, shareholders who play an activist role can provide an alternative solution to the agency problems resulting from the information asymmetries and the conflicts of interest between managers and shareholders, given their willingness to gather the information and the resources necessary to supervise and influence the decisions made by managers (Black, 1992). Because of this, in this empirical part of the study, we will attempt to examine whether, in Europe, activist hedge funds fulfil a supervisory function in the companies in which they invest, thus contributing to a reduction in the information asymmetries between shareholders and managers of the companies in which they invest, aligning the interests of these two groups and, therefore, promoting the targets' value maximization.

In this way, if activist hedge funds invest in European companies basing their decisions on the accounting and financial information of these firms (market value, operating performance, cash, debt, dividend policy, etc.); on information related to the governance mechanisms of the companies (ownership concentration, board independence, etc.) or on those institutional factors that could have an impact on the effectiveness of their actions in target firms (investor protection, financial system development, corporate control mechanisms, etc) and, if, after the hedge fund investment, target firms experience significant changes leading to value maximisation for their shareholders (improvements in operating performance, higher dividends, improvements in the corporate governance system, corporate control changes, changes in strategy, etc.), then we might conclude that activist hedge funds really do play a supervisory function in their targets, having an influence on decision-making and gathering the information necessary to exert a greater control over the managers, in order to avoid them deviating from the objective of maximizing the companies' value.

In contrast, if activist hedge funds invest in European companies basing their decisions on market information relating to the companies (mainly their market returns) and these target firms do not experience any significant increase in their value after the hedge fund investment, then it might be argued that, in Europe, activist hedge funds are simply market participants with the necessary flexibility to make the most of different investment opportunities, but without any intention of getting involved further in the companies in which they invest. In these cases, activist hedge funds will not carry out any supervisory or monitoring function nor will they exert any control over the firms' managers and, therefore, they will be

unlikely to contribute to the mitigation of the information asymmetries between shareholders and managers.

In order to examine these hypotheses, we have constructed our own database which comprises 332 investments made by activist hedge funds in European companies during the period 2003-2008. This database will allow us to analyze hedge fund activism in Europe from an empirical point of view and, therefore, achieve the aim of this research.

This Chapter will proceed as follows. Section 2 will present the hypotheses relating to the factors that have a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe and the changes experienced by the target companies after the investments of these activists. Section 3 will explain the sample creation process. Section 4 will offer a description of the main characteristics of the activist hedge funds that invest in Europe and, finally, Section 5 will describe two activist campaigns carried out by activist hedge funds in two European firms included in our sample.

5.2. HYPOTHESES DEVELOPMENT

Following what has been presented above and based on previous literature, we have developed the following hypotheses about the factors driving activist hedge funds in their targeting of European firms and the changes that take place in target companies after hedge fund investments. Table IV (at the end of this section) presents a summary of these hypotheses.

5.2.1. ACCOUNTING AND FINANCIAL INFORMATION

Most of the literature on hedge fund activism focuses on the analyses of accounting characteristics (company size, market valuation, operating performance, agency problems of free cash flow, cost structure, etc.) to explain which companies are more likely to be targeted by activists. Consequently, our hypothesis 1 is:

H1. Firms' accounting and financial information has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe

Based on previous literature, we formulate the following sub-hypothesis:

5.2.1.1. Company size

Activism requires accruing a relatively large percentage of the target's shares so as to have enough voting power and incentives to have an influence on the company decisions. Therefore, smaller publicly held companies are more likely to be the object of hedge fund activism because of the small investment needed to accumulate a significant stake in the company. In contrast, this activism is more difficult in large cap firms since hedge funds are forced to make a bigger financial effort to acquire a sizeable percentage of ownership in the target firm and, furthermore, this could introduce an excessive idiosyncratic portfolio risk (Brav et al., 2008a; Klein and Zur, 2009).

Bratton (2007), Brav et al. (2008a), Bessler et al. (2008), Zur (2008), Boyson and Mooradian (2008), Mietzaner and Schweizer (2008) or Greenwood and Schor (2009), among other authors, provide evidence of the activist hedge funds' preference for smaller companies. Therefore, the sub-hypothesis related to company size is the following:

H1.1. Activist hedge funds prefer to invest in small European companies.

To test this sub-hypothesis, we use three variables: total assets (TA), net sales (SALES) and market capitalization (MCAP).

5.2.1.2. Market valuation

Hedge fund activism is usually associated with positive wealth creation through active participation in the decision-making processes of companies. As a result, it is completely necessary that target firms have the potential for improvement (Brav et al., 2008a). Consequently, it is assumed that hedge funds will prefer companies generally undervalued in comparison with their industry peers and they might try to increase the market value of these firms by a) improving the operating performance, b) reducing the agency problems of free cash flow, or c) cost cutting.

In this context, Uchida and Xu (2008), Zur (2008) and Greenwood and Schor (2009) find that activist hedge funds are more likely to target undervalued firms with low market-to-book ratios. Furthermore, Kruse and

Suzuki (2009) observe that Steel Partners chooses undervalued companies with good potential returns, and Bellini (2009) maintains that Generali SpA, a target company of the activist hedge fund Algebris Investments (U.K.) LLP, was undervalued by approximately 40% before the hedge fund investment.

Taking into account this evidence, we develop the following sub-hypotheses:

H1.2. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with low market valuations.

H1.3.European firms with activist hedge fund shareholders experience an improvement in their market value after the hedge fund investment.

We test this by using two variables: price to book ratio (PTBR) and Tobin's Q (TOBINQ).

5.2.1.3. Operating performance

Bethel et al. (1998) find that activist investors typically target poorly performing companies which improve in profitability and shareholder value after the activist block share purchases. Similarly, Karpoff (2001) presents a survey of empirical findings on shareholder activism in the United States and documents some findings indicating that targets' performance is poor. Furthermore, Becht et al. (2009) report that companies targeted by the UKHFF experienced a substantial rise in operating performance after its interventions.

The results obtained by Clifford (2008), Bessler et al. (2008), Brav et al. (2008a) and Becht et al. (2009) also confirm this as they demonstrate that target firms experience an improvement in their operating efficiency as a result of the hedge fund activism. In addition, Boyson and Mooradian (2008, 2009) also observe that targets of activist hedge funds improve their long term operating performance after the hedge fund engagement, although this improvement is only significant for the subset of targets subject to intense activism.

All in all, all these studies suggest that shareholder activists are more likely to target poorly performing firms because they can achieve an increase in the market value of these companies through improving their operating performance. Therefore, if the activist hedge funds play a monitoring role in the European companies in which they invest, it can be

expected that it will observe poor pre-engagement operating performance and improved performance after activist interventions. The sub-hypotheses that we formulate regarding this issue is the following:

H1.4. Activist hedge funds prefer to invest in poorly performing European companies.

H1.5. European firms with activist hedge fund shareholders experience an improvement in their operating performance after the hedge fund investment.

To test this, we use three variables: return on assets (ROA), return on equity (ROE) and operating cash flows (CF).

5.2.1.4. Agency problems of free cash flow

Jensen (1986) argues that managers have incentives to grow their companies beyond the optimal size because growth increases managers' power and compensation. In this sense, conflicts of interest between shareholders and managers appear when firms generate substantial free cash flow and shareholders find it difficult to motivate managers to distribute the cash rather than investing it below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies.

These agency costs of free cash flow can be reduced by increasing the payouts to shareholders (Easterbrook, 1984; Bathala et al., 1995; Jensen et al., 1992) in order to reduce the resources under managers' control and by increasing debt, since debt can act as a self- enforcing governance mechanism by forcing managers to be more efficient in order to comply with the commitment to meet debt service payments (Grossman and Hart, 1982; Shleifer and Vishny, 1997).

In this sense, Uchida and Xu (2008), Klein and Zur (2009) and Hamao et al. (2010) provide evidence that target firms of activist hedge funds have high levels of cash in hand before the hedge fund investments. Besides, Bratton (2007), Bessler et al. (2008), Boyson and Mooradian (2008) and Becht el al. (2009) find that these targets increase the payouts to their shareholders after the hedge fund involvement. More specifically, Clifford (2008) maintains that firms targeted by activist hedge funds increase the dividend yield in the year following the acquisition, Klein and Zur (2009) find that target companies increase their long-term debt and dividends and decrease their cash and short-term investments after the hedge fund

engagement, and Hamao et al. (2010) observe that firms increase shareholder payouts in the form of higher dividends and, especially, share buybacks as a consequence of the hedge fund activism.

Consistent with this view, European target firms are expected to have relatively high levels of cash and relatively low amounts of debt in their balance sheets. Furthermore, assuming that activist hedge funds act as effective monitors, target firms will pay out their free cash flow to investors after the hedge fund investment in order to reduce the agency costs of free cash flow and, therefore, increase their market value. In this sense, companies with excess cash balances and no investment plans will be particularly vulnerable to demands for payouts either through increased dividends or share repurchases. In addition, those firms with unutilized debt capacity will be pressured by hedge funds to raise additional debt. Taking into account all of this, we can formulate the following sub-hypotheses:

H1.6. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with high levels of cash in their balance sheets.

H1.7. European firms with activist hedge fund shareholders experience a decrease in their levels of cash after the hedge fund investment.

H1.8. European firms with activist hedge fund shareholders increase their dividends after the hedge fund investment.

H1.9. European firms with activist hedge fund shareholders increase their debt after the hedge fund investment.

To test it, we use the following variables: cash (CASH), cash and equivalents (CASHE), total debt (TD), long term debt (LTD), short term debt (STD), total debt/common equity (TD/CE), total debt /total capital (TD/TC), dividend yield (DYIELD) and payout ratio (PAYOUT).

5.2.1.5. Capital expenditures

Activist hedge funds often complain of excess costs in the target firms so cost cutting is usually one of their demands when they commence their engagement with the companies (Bratton, 2007; Klein and Zur, 2009).

For example, Becht et al. (2009) observe that the HUKFF seeks to limit the capital expenditures of its target firms, a demand that is effective in 80% of cases. Besides, Kruse and Suzuki (2009) provide evidence that

the activist hedge fund, Steel Partners, usually tries to facilitate a reduction in costs in its Japanese targets. Therefore, if hedge funds play an active role and exercise a real control over the targets' management, it is expected that these funds will invest in firms with excessive capital expenditure and try to reduce this as a way to create value for companies. Based on this evidence, we can formulate the following sub-hypotheses:

H1.10. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with high capital expenditure.

H1.11. European firms with activist hedge fund shareholders experience a decrease in their capital expenditure after hedge fund investment.

The variable capital expenditures (CE) is used to shed light on this issue.

5.2.2. INFORMATION RELATED TO THE INTERNAL CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS

In this subsection we will focus on the firm level governance characteristics to hypothesize how they can act as determinants of the activist hedge fund investment decisions in Europe, and the impact that activists can have on such governance devices. A number of studies have found that activist investors invest in companies with corporate governance weaknesses in order to contribute towards their improvement. In fact, as it has been shown in the literature review, it is in this field where institutional investors have been more successful. More specifically, regarding hedge fund activism, Kahan and Rock (2007) and the OECD Steering Group on Corporate Governance (2007), for example, highlight the relevant role played by these funds in corporate governance. Taking this into account, we present the following hypothesis:

H2. Firms' governance information has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

Firm-level governance mechanisms can be classified into two broad categories – internal and external mechanisms (Cremers and Nair, 2005). The internal mechanisms of primary interest are the board of directors and the equity ownership structure of the firm (Denis and McConnell, 2003), so

we will firstly focus on these two internal mechanisms and later we will analyze other corporate events that could take place in target companies as a consequence of the activist hedge fund investments.

5.2.2.1. Board of directors

Corporations in most countries of the world have boards of directors which are charged with representing the interests of shareholders. Board characteristics that have received special attention include the number of directors that comprise the board, the proportion of these directors who are outsiders, and whether the CEO and chairperson positions are held by the same individual. These characteristics have been used by previous studies to analyze the effectiveness with which boards protect shareholders' interests since they affect the monitoring ability of the board. Further, these board characteristics are assumed to be determined internally, in contrast to board structure which is determined by law.

For the purposes of this study we are going to analyze two of these board characteristics: the proportion of non-executive versus executive directors and the board leadership structure.

5.2.2.1.1. Board of directors composition

The relative proportion of outside directors is one of the board characteristics that have been most extensively studied. Non-executive directors,[177] who can be defined as those board members who are not internal managers, are recognized to play an important role as monitors of management and providers of relevant complementary knowledge. Fama and Jensen (1983) acknowledge that non-executive directors can arbitrate in disagreements among internal managers and perform tasks involving serious agency problems between managers and residual claimants, such as setting executive compensation or searching for replacements for top managers.

It is important to note that, in some countries, firms are required by law to have a two-tier board system with a management board and a

[177] While we can clearly identify non-executive directors, it is much more difficult to determine whether a non-executive director is independent because of differences is the definition of independence across countries.

supervisory board[178]. All of the management board members are considered to be firm insiders and managers of the firm while none of the supervisory board members can be current firm managers and, therefore, they are considered to perform a similar function to that of non executive directors (see, e.g., Kaplan, 1995; and Franks and Mayer, 2001).

The importance of having non-executive directors on the board for good corporate governance has been reflected in the pressure that has been brought to bear on publicly- traded corporations worldwide to increase the representation of outside directors. Since the early 1990s, most European countries have seen the publication of Codes of Best Practice sponsored by their governments and/or their major stock exchanges. Common to most of these codes is a requirement or suggestion[179] for a minimum number or percentage of non-executive directors on the boards of firms in the country.

This movement toward a more prominent role for outside directors can be traced to the Cadbury Report issued in 1992 in the United Kingdom which recommended that publicly-traded U.K. companies have at least three outside directors[180]. More recently, in the current U.K.'s Combined Code on Corporate Governance[181], released in July 2010, it is stated that the "board should include an appropriate combination of executive and non-executive directors (and, in particular, independent non-executive directors) such that no individual or small group of individuals can dominate the board's decision taking". Further, it adds that, except for smaller firms, those below the FTSE 350, at least half the board, not including the chairman, should comprise non-executive directors identified by the board as independent, which implies that non executives should constitute a majority over executive directors.

---

[178] See hypothesis H3.3.which is related to the country corporate governance factors for a detailed description of the two-tier system.

[179] Most of these Codes are based on the "comply or explain" principle which gives flexibility to companies as they are not required to comply with the principles as long as they disclose the deviations and provide an explanation about them to the market.

[180] See Hillier and McColgan (2006) for evidence on the evolution of UK board structure during the period following the publication of the Cadbury Report.

[181] In Appendix 1, we summarize some of the recommendations included in the Corporate Governance Codes regarding the presence of non-executive directors on company boards and the separation of the roles of CEO and chairperson. These codes correspond to the 15 countries that we consider in our analysis.

Similarly, the Unified Code on Good Corporate Governance of listed companies adopted in Spain in 2006, recommends that external directors should represent "an ample majority of board places, while the number of executive directors should be the minimum practical bearing in mind the complexity of the corporate group and the ownership interests they control". In Belgium, the 2009 Belgian Code on Corporate Governance is more explicit and recommends directly a minimum proportion of outside directors, stating that at least half of the board should comprise of non-executive directors and at least three of them should be independent.

The European Commission (2005) has also been active in enhancing corporate governance in the European Union and, within the framework of its action plan, issued a recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board, which seeks to foster the role of non-executive directors and promote high standards ensuring that the boards of listed companies offer sufficient guarantees of independence.

In addition to all these regulatory approaches, a number of empirical studies also provide strong evidence indicating the importance of outside directors on the boards. Many of these studies analyze the relationship between the presence of non-executive directors in the boards and corporate performance. In this sense, Hermalin and Weisbach (1988) report that outsiders are more likely to join and inside directors more likely to leave a board after a firm performs poorly since poor performance indicates a need for a fresh perspective or greater monitoring, and therefore, a board vacancy left by inside directors is more likely be filled by an outsider than by another insider. Further, Weisbach (1988) finds that CEO turnover is more highly correlated with firm performance in corporations having a majority of outside directors than in those where insiders predominate, implying that outside directors are important in monitoring management. More recently, Hossain et al. (2001) analyze the relationship between firm performance and the presence of outside directors in New Zealand firms, both before and after the 1994 Companies and Financial Reporting Acts, and document that, in New Zealand, firm performance is positively impacted by the proportion of outside members on the board.

Rosenstein and Wyatt (1990) examine shareholder wealth effects surrounding the appointment of an outside director and provide evidence that the appointment of an outside director is accompanied, on average, by

significant positive excess returns which is consistent with the idea that outside directors are chosen in the best interest of shareholders. In a similar vein, Kaplan and Minton (1994) also study the appointment of outside directors, but in this case, to Japanese boards, and find that such appointments increase following poor stock performance and earnings losses and stabilize and indeed modestly improve corporate performance.

Dahya and McConnell (2005) examine CEO appointment decisions and find that the probability of an outside CEO appointment increases with a higher proportion of outside board members. Further, they report that the excess stock return that accompanies outside CEO appointments is significantly greater than the one experience when inside CEO appointments take place, which indicates that investors appear to view appointments of outside CEOs as good news and, therefore, it is suggested that boards with significant proportions of outside directors will make different and apparently better decisions than boards dominated by insiders. These results are similar to those reported by Borokhovich et al. (1996) for board composition and CEO appointments in the United States.

Given the evidence presented above, it appears to be clear that non-executive directors exercise an efficient monitoring role. For these reasons, it is not surprising that increasing director independence for the board is one of the main goals of activists in target firms (Gillan and Starks, 2000). Activist shareholders usually use their power to appoint non-executive directors to the board to monitor management objectively in order to reduce the agency cost between owners and managers, and therefore enhance firm value.

Besides, several studies which analyze hedge fund activism highlight the active role played by these funds in promoting board changes in target firms. They sometimes even obtain representation on boards. For example, Klein and Zur (2009) demonstrate that activist hedge funds are successful at gaining board representation in target firms, and Becht et al. (2009) demonstrate that obtaining board representation is one of the main HUKFF's engagement objectives. Also in this line, Bessiere et al. (2010) describe how Centaurus and Pardus, two activist hedge funds, obtained representation on the supervisory board of the French company Atos Origin, and Kruse and Suzuki (2009) observe that Steel Partners usually gains several seats on the boards of the target firms as a result of its activist campaigns. Therefore, it is expected that activist hedge funds will invest in

firms with boards dominated by executive directors and they will try to affect the board composition by increasing the presence of outside directors, which will improve board independence. As a consequence, we can formulate the following sub-hypotheses:

H2.1. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with a high proportion of executive directors in their boards.

H2.2. The boards of directors of the European firms with activist hedge fund shareholders experience an increase in the number of non-executive directors after the hedge fund investment.

To test this hypothesis, we checked the annual reports[182] of target firms and collected the data on the number of non-executive and executive directors forming the board of directors of these companies in the year before the hedge fund investment, the year in which the investment takes place and the year after the hedge fund engagement[183]. Furthermore, we also examined whether the activist hedge funds have gained a seat on the boards of target firms or not. All this data was also collected for the corresponding control firms.

5.2.2.1.2. Leadership structure

The second board characteristic considered in this analysis is the firm leadership structure. All public corporations must make a choice regarding board leadership structure: unitary or dual structure. We define unitary leadership structure as the model where the titles of CEO and chairman of the board are vested in one individual, while dual leadership structure refers to the circumstances where the two positions are held by different individuals[184].

Despite limited empirical evidence that suggests that CEO-chairman structure is efficient for shareholders only if the benefits from the reduction in agency costs resulting from controlling the CEO's behaviour are not

[182] For some companies, this information is not provided in the annual reports but it is disclosed in their annual corporate governance reports.

[183] In countries with a two-tier system, we have only considered those supervisory board members which are shareholder representatives. We have excluded employee representatives as their appointments can not be influenced by the hedge funds.

[184] It should be noted that some authors use the expression 'CEO duality' to refer to the circumstance where the CEO serves also as chairman of the firm.

outweighed by the sum of the agency, information, and other costs associated with the change (Brickley et al., 1997), or that there is not a significant link between board leadership structure and firm performance (Vafeas and Theodorou, 1998), most of the evidence indicates that separating the two positions can have significant positive implications for organizational performance and corporate governance.

Fama and Jensen (1983) argue that agency costs in large organizations are reduced by separating decision management (rights to initiate and implement recommendations for resource allocation) from decision control (rights to ratify and monitor the implementation of resource commitments). Therefore, the concentration of decision management and decision control in one individual reduces the board's effectiveness in executing its oversight and governance role.

Similarly, Jensen (1993) in his Presidential Address to the American Finance Association points out that the lack of independent leadership in firms where the CEO is also the chairman results in less monitoring of top management and consequently more severe agency problems since the board cannot effectively perform its key functions including those of evaluating and firing CEOs.

Rechner and Dalton (1991) also find support for separating these roles by examining the leadership structure choices of 141 corporations of the Fortune 500 over a 6-year time period. They report that firms opting for independent leadership consistently outperformed those which did not separate these titles. Focusing on the banking sector, Pi and Timme (1993) find that combining the two titles is a potentially suboptimal leadership structure since they maintain that costs are lower and returns on assets are higher for those banks with separate titles.

More recently, Goyal and Park (2002) report that the sensitivity of CEO turnover to firm performance is significantly lower when the CEO and chairman duties are vested in the same individual, which is consistent with the idea that the lack of independent leadership in firms that combine the CEO and Chairman positions reduces monitoring and makes it difficult for the board to remove under-performing managers.

Based on many of the arguments provided by this literature, key legislators and regulators have positioned themselves clearly in favour of the separation of the titles of CEO and chairman as a matter of general

board policy in the one-tier system[185]. For example, one of the main principles included in the *recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies in the European Union* (European Commission, 2005), is the separation of the role of chief executive director and board chairman, since this split of roles is a crucial condition for ensuring that management is subject to efficient and independent supervision.

Further, some Codes of Best Practice have also specified that the Chairman and CEO positions should be held by different individuals. For example the Italian Corporate Governance Code issued in 2006 states that "the separation of the roles of chairman and CEO roles may strengthen the characteristics of impartiality and balance that are required from the chairman of the Board of Directors". The Belgian Code on Corporate Governance (2009) also recommends a clear division of responsibilities between the chairman and the CEO. Others, like the French Corporate Governance Code of Listed Corporations published in 2008, do not favour either formula and allow the board of directors to choose between separation of the offices of chairman and chief executive officer and maintaining the aggregation of both duties.

Shareholder activists have also expressed similar concerns about combining the CEO and chairman responsibilities and are pressuring firms to separate these titles[186] (Vafeas and Theodorou, 1998; Goyal and Park, 2002). Besides, Mak and Li (2001) find evidence that a dual leadership structure is associated with higher blockholder ownership, which suggests that blockholders improve the monitoring capacity of the board by requiring firms to separate the CEO and chairperson roles.

Given the evidence provided by the literature and the trend in the regulatory framework towards the separation of the two titles, it is expected that hedge funds will prefer to invest in companies where the CEO is also the chairperson of the board and, once they become involved in their targets, will try to separate the two positions in order to improve governance effectiveness and, as a result, increase the value of the firms. Taking this into account, we can formulate the following sub-hypotheses:

---

[185] The two-tier system is built by nature on a formal separation of the two roles.

[186] Some examples of activists demanding the separation of these two functions can be found in Financial Times (2009), Financial Times (2008) and Bloomberg (2009).

H2.3. Activist hedge funds prefer to invest in those European companies in which the CEO and chairman responsibilities are vested in the same individual.

H2.4. European firms with activist hedge fund shareholders separate the titles of CEO and chairman after the hedge fund investment.

To test these hypotheses, we checked the annual reports[187] of target firms and examined whether the roles of CEO and chairperson are separated or not. For these purposes we considered three years: the year before the hedge fund investment, the year in which the investment takes place and the year after the hedge fund engagement. These data have also been collected for the corresponding control firms.

5.2.2.1.3. Board turnover

In addition, since we have hypothesized that activist hedge funds will try to separate the roles of chairman and CEO and increase the presence of non-executive directors in target companies, it should be expected that there will be a discernible higher turnover of board members after the hedge fund investment. Further, it might also be expected that an increase in the replacement of the chairmen, and specially, the CEOs - seen as principally responsible for poorly performing target firms (see, e.g., Kaplan, 1995; Franks and Mayer, 2001; Huson et al., 2001; and Goyal and Park, 2002 for evidence of the relationship between board turnover and firm performance). This hypothesis is also consistent with the literature on hedge fund activism which documents that activist hedge funds frequently demand CEO replacement and that target firms experience higher CEO turnover after activism (Brav et al., 2008a; Klein and Zur, 2009; Becht et al., 2009). In this sense, we can formulate the following hypotheses:

H2.5. European firms with activist hedge fund shareholders experience a high board turnover after the hedge fund investment.

H2.6. European firms with activist hedge fund shareholders usually experience the replacement of their CEO and/or their chairman after the hedge fund investment.

[187] For some companies this information is not provided in the annual reports but it is disclosed in their annual corporate governance reports.

To test these hypotheses, we consulted the annual reports of target firms and collected the information necessary to calculate the turnover of the members of the boards: number of directors leaving the board in the year in which the hedge fund targets the firm (we also calculate the turnover for the year following the activist investment) divided by the total number of board members in the year before the hedge fund investment in the firm. From these annual reports we also obtained information on whether target companies experienced a change in their chairman and/or CEO after the hedge fund intervention. These data have also been collected for the corresponding control firms.

5.2.2.2. Ownership structure

Prior studies have documented the importance of concentrated share ownership for good governance, since large shareholders have the necessary incentives to collect information and to monitor management (for evidence on the monitoring role of large shareholders, see, e.g., Shleifer and Vishny, 1986; Franks and Mayer, 2001; and Gorton and Schmid, 1999).

As it is reported in most of the studies that analyze activist hedge fund involvement in target firms, these funds do not tend to acquire controlling stakes so they need to have coalitions with other shareholders to vote on the initiatives proposed by them. If the firm's ownership structure is very diffuse, then hedge funds will find it more difficult to gain a great deal of support for their proposals from other shareholders, for this reason hedge funds are expected to prefer companies with a relatively concentrated ownership structure.

There is another argument in favour of this hypothesis, namely that, according to Shivdasani (1993) and also suggested by Shleifer and Vishny (1986), blockholder ownership facilitates takeovers, which could help activists in promoting corporate control activity, as explained in more detail in the next subsection. On the other hand, despite the expected preference for concentrated ownership, it is also expected that activists avoid target firms with a large shareholder who controls an absolute majority of the voting rights (over 50%), since hedge funds could lack either the power or the incentives to make proposals that are contrary to the controlling shareholder's decisions. So we can formulate the following hypothesis:

H2.7. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with a concentrated ownership structure.

To shed further light on this hypothesis, we collected data on the proportion of issued capital owned by each of the three largest shareholders in each of the target firms (and in their corresponding control companies). This data has been obtained from the annual reports or the corporate governance statements of firms. We have considered three consecutive periods, from the year prior to the hedge fund investment to the year after this engagement.

5.2.2.3. Other corporate events

As suggested above, companies whose internal governance system is poorer are more likely to be targeted by hedge fund activist because these investors can restore value by improving governance. Until now, we have focused our attention on two internal governance devices, the board of directors and the ownership concentration. However, the activist can pursue a highly active role in other areas of governance, so an alternative measure of the impact of hedge fund activism could be whether hedge funds mobilize support for more costly governance activity such as takeovers and mergers or whether the managers of target firms make significant changes in corporate policies after the hedge fund investment.

In this regard, Del Guercio and Hawkins (1999) assess the effectiveness of activist pension funds in generating significant governance and management response events and they find that companies receiving public pension fund proposals subsequently experience a higher frequency of governance events and responsive corporate policies such as asset sales, restructurings, or layoffs. Further, they also report that firms targeted by some of these activist pension funds are significantly more likely to be subject to a hostile takeover bid.

In line with this last finding, other studies suggest that activists not only may be precursors to subsequent control activity, but they could also influence the negotiation process and the outcome of these corporate control events/transactions. Gaspar et al. (2005) show that institutional investors with greater incentives to expend resources in monitoring the target firms can afford to stay in the companies until all the benefits of the acquisition are realized and incorporated in the offered premium. Therefore,

these shareholders have a strong bargaining position in the transaction and reduce the possibility that managers may bargain not only over the price to be paid but also over their future position in the resulting company.

At the same time, as bidder managers have incentives to undertake acquisitions that bring them private benefits of control (Jensen, 1986), Qiu (2006) finds that major public pension funds in the bidder company reduce the likelihood of "bad" (value reducing) mergers and acquisitions driven by managerial incentives.

More specifically, with regard to activist hedge funds, Greenwood and Schor (2009) document that firms which are targeted by activist hedge funds are more likely to be acquired and that the most "successful" targets of activism are those that leave the public markets after the activists become involved. Furthermore, Boyson and Mooradian (2008) and Stokman (2007) maintain that hedge funds are also quite successful in encouraging mergers and acquisitions. Similarly, Bratton (2007) provides evidence that activist hedge funds alter significantly the terms of those corporate transactions in which target firms are involved. Taking this evidence into account, we can formulate the following hypothesis:

H2.8. A significant number of corporate control events take place in European firms with activist hedge fund shareholders after the hedge fund investment.

Furthermore, Tonello (2008) argues that activists have begun to focus primarily on strategic, operational, and organizational adjustments that may be rewarded by the stock market through a share value increase. According to this view, Becht et al. (2009) provide evidence that in around 90% of the HUKFF's engagements, the fund aims at a substantial restructuring of the operations of diversified firms in order to increase the focus of the firm on the profitable core activity (e.g., by selling non-core divisions and assets, and by limiting diversifying investments and acquisitions). Consequently, the business restructuring and spin offs are usually included in the hedge funds' stated objectives that are reported in many studies and reports on hedge fund activism (see, e.g., Tonello, 2008; or Brav et al., 2008a).

In addition, other authors, such as Bellini (2009) or Hamao et al. (2010), find that one of the most frequent activist demands is for share repurchases. In this sense, European target firms are expected to carry out

restructuring processes, initiate share buyback programs or even get involved in an expansion process through the acquisition of numerous companies during the hedge fund investment period. Thus we present the following hypothesis:

H2.9. European firms with activist hedge fund shareholders experience significant changes in their corporate strategy (restructuring processes, share buyback programs, expansion processes) after the hedge fund investment.

Therefore, to test these two subhypotheses (H2.8. and H2.9.) and examine the impact of activists on target companies, we analyzed the significant events and changes in management policy which take place while activist hedge funds remain invested in companies. For each target firm we collected data from the Nexis database on news of significant corporate control events (takeovers, mergers, buyouts and de-listings) and events that indicate management responses or significant corporate changes (restructuring processes[188], board turnover, share buyback programs and expansion processes) during the hedge fund investment period.

This search procedure has also allowed us to check whether the hedge fund demands on target firms are publicly known by examining if there are news stories in which the activist hedge fund and the target company are directly linked. Finally, it is important to indicate that we collected news starting with a hedge fund acquisition of 1% of the share capital and continuing for the whole investment period. For those companies targeted multiple times by several hedge funds, we considered the whole period in which these companies have been the object of activism, that is, from the initial targeting until the last activist hedge fund leaves the firm.

5.2.3. THE LEGAL AND INSTITUTIONAL ENVIRONMENT

Although hedge fund decisions *re* the targeting of a company can be influenced by the target firm's characteristics, we argue that broader environmental factors that facilitate or impede effective monitoring can also affect the decision of these funds to become activists in a company. In other

[188] We consider that a company is involved in a restructuring process when it experiences asset divestitures, cost cutting programs or layoffs.

words, the willingness of hedge funds to become active in a firm can vary with external conditions that affect potential monitoring costs and benefits. Therefore, the propensity of hedge funds to play an active role in a firm will be higher in those countries with strong macro governance environments that strengthen their interventionist ability and reduce the monitoring costs, while this propensity will be lower in countries with a weak governance environment which makes monitoring costlier and more difficult.

In this sense, Li et al. (2006) suggest that a strong macro corporate governance environment plays an important role in providing the necessary infrastructure to increase monitoring effectiveness and efficiency, and therefore, it can encourage financial institutions, including hedge funds, to hold more concentrated shareholdings which induce them to monitor (Shleifer and Vishny, 1986). This evidence leads us to propose the following hypothesis:

H3. The legal and institutional environment has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

Following Hillier et al. (2011) we focus on three key aspects of country-level corporate governance as determinants of activist hedge fund investment decisions in Europe: investor protection, financial system development and corporate control mechanisms.

5.2.3.1. Investor protection

When investors acquire shares in a firm, they typically obtain certain rights or powers that include the rights to receive dividends on pro-rata terms, to subscribe to new issues of securities on the same terms as the insiders, to vote for directors, to participate in shareholders' meetings, to sue directors or to receive the information they need to exercise other rights (La Porta et al, 2000). However, when minority shareholders finance firms they face a risk that the returns on their investments will never materialize because the managers or controlling shareholders expropriate them. Therefore, a critical element for minority shareholders is how well the legal system protects them from expropriation and guarantees their rights.

Nevertheless, although shareholder rights are important, their effect is weakened if they are not effectively enforced, so the enforcement of laws is as crucial as their content. In most countries, laws and regulations are

enforced in part by market regulators, in part by courts, and in part by market participants themselves.

How well legal rules protect investor rights and how well these rules are enforced vary dramatically across countries, in part because of differences in the legal origin (La Porta et al., 1998). Since the seminal study carried out by La Porta et al. (1998), the origin of a country's legal system has become an essential element in the institutional explanations of cross-country differences. These authors documented with empirical rigour, how legal rules protecting investors vary systematically among legal traditions, suggesting that the laws of common law countries (originating in English law) are more protective of outside investors than the laws of civil law countries (originating in Roman law) and particularly French civil law countries. These differences are mainly due to issues of historical evolution and, especially, the development of their respective judicial systems (see, e.g., La Porta et al., 1997, 1998; Levine, 1999, 2005). In this context, Ergungor (2004) highlights that common law, which is based on courts and judges with great flexibility in interpreting the laws and creating new rules, is more effective in resolving conflicts than civil law.

Similarly important is the study by Djankov et al. (2003). These authors construct an index of formalism of judicial procedures and find such formalism is greater in civil law than in common law countries, and is associated with a longer expected duration of judicial proceedings, less fairness in judicial decisions and higher potential levels of corruption. In contrast, common law countries are found to be associated with greater judicial independence (La Porta et al., 2004) and with greater ability to constrain management by lowering the standard of proof in legal suits and increasing the potential for management decisions to be subject to judicial review (Johnson et al., 2000).

Shareholder activists need to be able to exert influence and enforce their rights in order to monitor management efficiently and play an active role in the company. While these abilities also depend on firm characteristics, they are basically the result of laws and regulations. Therefore, one hypothesis is that activist hedge funds might choose companies located in countries with stronger shareholder rights and more effective legal enforcement procedures, where their monitoring abilities are strengthened and where they find it profitable to spend resources to improve governance. Further, in countries with generally weak legal

environments, hedge funds may not have much flexibility to improve governance practices in target firms and may find themselves powerless to discipline managers. In support of this hypothesis, legal literature on activism reveals that, in some cases, the regulatory framework has imposed heavy costs and procedural deterrents on anyone wishing to monitor management and induce corporate change, triggering a certain passivity on the part of shareholders. For example, Black (1990) argues that shareholder passivity is partly due to a combination of legal obstacles that obstruct individual and collective shareholder action. Pound (1991) analyzes the SEC's proxy regulations and their effects on corporate governance and reports that rules have pushed shareholders into greater isolation and reduced the incentive for communication and coordinated action. Black and Coffee (1994) and Black (1998) also point to legal barriers as a plausible partial explanation for the lack of activity of shareholder activists.

According to this hypothesis, hedge fund activism and investor legal protection are seen to act as complementary governance devices, which is in line with a growing literature documenting the complementary relationship between country-level and firm-level governance provisions (see, e.g., Klapper and Love, 2004; Li et al., 2006; Doidge et al., 2007; and Kim et al., 2007). Therefore, we formulate the following sub-hypothesis related to the level of investor protection:

H3.1a. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with a strong investor protection system.

However, other studies point in the opposite direction. For example, Shleifer and Vishny (1997), La Porta et al. (1998) and Denis and McConnell (2003) argue that blockholder ownership has a greater positive effect on firm value in countries with lower levels of investor protection because it is all the more necessary to offset managerial agency problems in these countries. Based on this literature, an alternative hypothesis is that hedge funds might target firms located in countries with weak legal systems because in those countries firms are more in "need" of good governance mechanisms to compensate for the absence of strong laws and good enforcement, and as a result, investors would reward any improvement in governance relative to other firms in the country (Klapper and Love, 2004).

Another reason based on controlling shareholders expropriation is suggested by Doidge et al. (2004). Given that controlling shareholders have more incentives to expropriate from minority shareholders in countries with

poorer investor protection (La Porta el al., 1999, 2000; Dyck and Zingales, 2004), hedge funds could force controlling shareholders to limit their consumption of private benefits of control by playing a monitoring role, which would be reflected in the firm's performance and market valuation.

In this case, shareholder activism by hedge funds and investor protection are posited to be substitutes, so we should expect a negative relationship between them (see La Porta et al., 1998; Durnev and Kim, 2005; Kim et al., 2007, for more examples of a negative relationship between country-level legal systems and firm-level governance mechanisms). This evidence leads us to formulate the following alternative sub-hypothesis related to the level of investor protection:

H3.1b. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with a weak investor protection system.

To test this, we follow Hillier et al. (2011) and Aledo et al. (2011) in using several country level governance indices from La Porta et al. (1997, 1998) to create a proxy variable that merges the three aspects of investor protection indicated previously. Firstly, we create a dummy variable, DCL_i, which equals to 1 if the firm belongs to a common law country and 0 if the firm belongs to a civil law country. Secondly, we build a combined law enforcement index by summing the two indices from La Porta et al. (1998) which measure law enforcement: "Efficiency of the Judicial System" and "Law and Order". From this combined index we construct a dummy variable, DEF_i, which takes a value of 1 on firms belonging to a country with a higher than median law enforcement index, and 0 otherwise. Thirdly, we use the "Antidirector Rights Index" revisited from Spamann (2010)[189], which measures how strongly the legal system favours minority shareholders, to define a dummy variable, DAR_i, which takes a value of 1 on firms that belong to a country with an index value higher than the sample median,

[189] The "antidirector rights index" (ADRI), introduced by La Porta et al. (1998), has been a measure of shareholder protection rules extensively used in the literature. However, some scholars have started to cast doubt on the reliability and accuracy of the original ADRI (e.g. Braendle, 2006; Berndt, 2002; Cools, 2005; Spamann, 2005). In response to this criticism, Djankov et al. (2008) published the "revised" ADRI, which clarifies and substantially modifies some of the original index components and also presents values referring to the law in force in May 2003. For the purposes of this research, we use the "corrected" ADRI (Spamann, 2010), which revisits again the index and appears to offer the most consistent and most easily reproducible measure of investor protection in literature to date.

and 0 otherwise. Finally, we sum the three dummy variables, *DCL*, *DEF* and DAR to create a new dummy variable, DEP_i, that equals 1 for firms belonging to countries with higher than median investor protection, and zero otherwise.

5.2.3.2. Financial system development

Firms with better governance levels have lower costs of funds because investors and creditors expect the firm to be well governed. Demirgüç-Kunt and Maksimovic (2002) find that the use of external financing by firms is positively related to the development of both the securities market and the banking system in each country. Therefore, in countries with poor financial development, companies benefit less from higher quality governance at firm level because these firms obtain less external funding, and hence, get less advantage from any governance-related reduction in the cost of funds. As a result, activist hedge funds could consider that the benefits derived from their efforts to improve the firms' governance in those countries with a low financial system development are too small to compensate the costs associated with their supervisory function. Besides, mechanisms to do so may be unavailable or prohibitively expensive in these countries (Doidge et al., 2007).

Consequently, activist hedge funds that really want to play an active role are expected to target firms in countries with high financial development levels, because in those countries they can get more benefit from improvements in the corporate governance of companies and, besides, they have at their disposal the appropriate instruments to carry out these improvements. In countries with a less developed financial system, hedge funds could find a benefit in good firm-level governance but too little to offset the costs of monitoring. Taking into account these arguments, we present the following sub-hypothesis:

H3.2. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with a highly developed financial system.

We can test this by creating a dummy variable, $DFSD_{it}$, which takes the value of 1 for firms belonging to a country with a high index of financial system development, and 0 otherwise (Demirgüç-Kunt and Levine, 2001). This index is the result of summing two sub-indices: market and banking development indices. The first one, the market development index, is

defined as the average of two ratios that are measures of the market size and its activity, respectively: (1) stock market capitalization as a share of GDP, and (2) total value traded as a share of GDP. The banking development index is calculated as the average of three ratios: (1) liquid liabilities/GDP, (2) bank assets/GDP, and (3) claims of deposit money banks on private sector/GDP. The first measure is an indicator of the size of financial intermediaries relative to the size of the economy, the second is a measure of the size of the banking sector and the last one is an indicator of bank activity in the private sector[190].

5.2.3.3. Control mechanisms

Berle and Means (1932) and Jensen and Meckling (1976) suggest that ownership structure is a principal determinant of the extent of agency problems relating to ownership and control. Shleifer and Vishny (1997) argue that when control rights are owned by a small number of investors with a collectively large cash flow stake, concerted action by investors is much easier than when control rights are dispersed among many, because these large shareholders have the incentive to collect information and monitor the management without being affected by the free rider problem. Other studies, such as Bennedsen and Wolfenzon (2000), argue that control structures with multiple large shareholders may be more efficient in reducing minority shareholder expropriation.

In this sense, activist hedge funds acquire sizeable stakes in their target firms, which gives them a clear interest in profit maximization. However, despite these substantial holdings, activist hedge funds rarely become controlling shareholders in target firms, so when they carry out their activist campaigns, they usually ask for the support of other large shareholders, especially institutional investors, in order to improve effectiveness in monitoring the management. As a result, these activists might prefer to invest in countries characterized by more concentrated ownership structures.

[190] These five ratios are defined following Demirgüç-Kunt and Levine (2001: 84-92). In addition, it should be noted that these indexes and variables related to the financial system development have been calculated for each of the years included in the sample period.

Another important mechanism of control is the corporate board, whose primary goal should be to maximize shareholder value. Previous evidence identifies several characteristics of the board that affect its effectiveness in achieving this objective: board composition, board leadership structure, board size and board structure. In this analysis, we will focus on the last characteristic, the board structure (single-tier or two-tier boards), which varies across countries. In Europe, boards of directors are most often unitary (U.K., Ireland, Spain, Portugal, Belgium, Greece, Switzerland, Sweden, Luxemburg). However, the two-tier structure is mandatory in other countries (Germany, Austria, Netherlands, Poland) or optional in still others[191] (France, Italy).

In unitary boards, executive directors (those who are employed as managers parallel to their directorate) as well as non-executives (those who are not involved in the running of the day-to-day business of the company) come together in the same board which has responsibility for both management and control. In contrast, in the two tier system, there is a board of executive directors in charge of the running the business (management board), but there is also a supervisory board which is formed by non-executive or outside directors only, and it is responsible for supervision, control and strategic advice (Hopt and Leyens, 2004). The supervisory board controls the management and oversees its compliance with the law and business objectives, but it cannot take the initiative in management decisions as non-executive directors can in single-tier boards. This strict separation of management and control makes the supervisory board a potentially strong monitoring institution, so hedge funds may prefer companies located in countries where two-tier boards are mandatory or prevalent, because they will find it easier to monitor management and replace a member of the management board found to be performing poorly or engaged in opportunistic behaviour.

Finally, the market for corporate control is an external mechanism that plays an important role in disciplining management when the gap between the actual value of a firm and its potential value is sufficiently

[191] There is a trend to greater structural flexibility on boards which is suggested by the introduction of a threefold board model choice under the French *Loi Nouvelle Régulations Economique* of 2001 and under the Italian *Vietti*-Reform that has been in force since January 2004 (Hopt and Leyens, 2004). However, in Italy, the two tier system has a limited utilization.

large. Jensen and Ruback (1983) define this market for corporate control, often referred to as the takeover market, as a market in which alternative managerial teams compete for the right to manage corporate resources. In this perspective, competition among managerial teams reduces the divergence from shareholder wealth maximization by managers and, as a result, it is a good mechanism to control managerial discretion (see, e.g., Jensen,1986, 1988; Scharfstein, 1988; Kini et al., 2004) for more detailed evidence on the success of takeovers in addressing governance problems). Even the mere threat of a change in control encourages management to keep firm value high so that the value gap is not large enough to attract potential bidders from the outside.

This corporate governance instrument is used very often by activist hedge funds, especially in hostile campaigns when their requests are not met or when they try to remove the management of poor performing companies (Greenwood and Schor, 2009; Brav et al., 2008a). Further, Cremers and Nair (2005) analyze the interaction between shareholder activism and the market for corporate control and they find that active shareholders are important only in the presence of an active market for corporate control, revealing the complementary relationship between both governance mechanisms. As a consequence, hedge funds may prefer to target companies in countries with active markets for corporate control.

All these factors (ownership concentration, board effectiveness, and market for corporate control) are the external and internal mechanisms that control the firm decision-making processes. As these control mechanisms make it easier for hedge funds to put management under pressure in order to increase the value of the firms and reduce any discretional behaviour, activists can be expected to target companies in countries with a strong corporate control regime. Thus we present the following hypothesis:

H3.3. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with strong control mechanisms.

To test this, we make use of Djankov et al.'s (2008) measure of ownership concentration[192] to create a dummy variable, DOC_i, which takes a value of 1 for firms in countries with levels of ownership concentration

[192] Defined as the average percentage of common shares owned by the top three shareholders in the ten largest non-financial privately-owned domestic firms in a particular country.

higher than the median, and 0 otherwise. We also create a dummy variable, DEB_i, to proxy for board structure, which takes the value of 1 when a country has a two-tier board structure or when most of the board members are non-executive, and 0 otherwise. In a similar way, we define a new variable, $DMCC_i$, which takes a value of 1 for firms operating in countries with an active market for corporate control and, 0 otherwise (Hillier et al., 2011; Aledo et al., 2011). And finally, we combine the effect of the ownership structure, the board structure, and the market for corporate control into one index by summing the ownership concentration, board effectiveness and market for corporate control dummy variables, and then we create the variable DCM_i, which takes a value of 1 for firms with a control mechanisms index above the sample median, and 0 otherwise.

5.2.4. MARKET INFORMATION

Hedge fund managers have a substantial amount of flexibility with respect to their investment strategies because they are largely unregulated and attract larger and more sophisticated investors (Ackermann et al., 1999). This characteristic of hedge funds has two main implications. Firstly, due to this flexibility, every fund follows its own proprietary strategy, making the hedge funds a very heterogeneous group. And secondly, this flexibility allows for investment strategies that are typically highly opportunistic in nature (Fung and Hsieh, 1999).

For that reason, rather than consistently selecting securities according to the same strategy over time, some hedge fund managers change their investment approach in order to adapt to changing market conditions. In doing so, they can take advantage of newly opening investment opportunities. Additionally, managers may employ a combination of different approaches at the same time.

Because of this, hedge funds which have been involved in an event of activism do not necessarily need to be activists in all companies they invest in. Conversely, they can also use technical trading strategies based on the identification of mispriced securities when they choose the companies to be included in their portfolios. On these occasions, hedge funds will utilize market information more, instead of performing exhaustive and rigorous fundamental analyses. Taking this into account, we present the following hypotheses:

H4. Firms' market information has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe

H4.1. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with high market returns.

Moreover, when hedge funds apply these trading strategies, they are not expected to attempt to implement any change or play an active role in their target companies. Hence, if hedge funds are simply using market information mainly to make their investment decisions and they do not look for any engagement with the companies, they won't have a positive social impact in the firms as a result of their investments. They are simply market participants. In this sense, we formulate the following sub-hypothesis:

H4.2. European firms with activist hedge fund shareholders do not experience significant changes after the hedge fund investment.

To test these hypotheses, we analyze the stock market return on a yearly basis taking as a reference the calendar year (MRET variable) and also the quarter in which the hedge fund acquired at least 1% of the share capital in the firm (MRETM variable).

5.3. SAMPLE CREATION PROCESS

One of the obstacles to research into hedge fund activism is the absence of a central database that gathers and records all hedge fund activism events. The publicly available hedge fund databases (such as TASS, Hedge Fund Research, Inc., CISDM, etc.) are not very useful for purposes of studying activism, since they do not include a large number of funds engaged in this strategy. Besides, these hedge fund databases are the subject of numerous criticisms because they are usually created from data provided by the hedge funds themselves and, therefore, contain significant biases[193]. These are the main reasons why researchers who focus their studies on hedge fund activism usually choose to elaborate their own databases.

[193] For an excellent account of these biases, see Malkiel and Saha (2005).

Table IV. Summary of the Hypotheses

This table presents a summary of the hypotheses that are formulated in this Section.

H1. Firms' accounting and financial information has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

H1.1. Activist hedge funds prefer to invest in small European companies.

H1.2. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with low market valuations.

H1.3.European firms with activist hedge fund shareholders experience an improvement in their market value after the hedge fund investment.

H1.4. Activist hedge funds prefer to invest in poorly-performing European companies.

H1.5. European firms with activist hedge fund shareholders experience an improvement in their operating performance after the hedge fund investment.

H1.6. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with high levels of cash in their balance sheets.

H1.7. European firms with activist hedge fund shareholders experience a decrease in their levels of cash after the hedge fund investment.

H1.8. European firms with activist hedge fund shareholders increase their dividends after the hedge fund investment.

H1.9. European firms with activist hedge fund shareholders increase their debt after the hedge fund investment.

H1.10. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with high capital expenditure.

H1.11. European firms with activist hedge fund shareholders experience a decrease in their capital expenditure after the hedge fund investment.

H2. Firms' governance information has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

H2.1. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with a high proportion of executive directors on their boards.

H2.2. The boards of directors of those European firms with activist hedge fund shareholders experience an increase in the number of non-executive directors after the hedge fund investment.

H2.3. Activist hedge funds prefer to invest in European companies in which the CEO and chairman responsibilities are vested in the same individual.

H2.4. European firms with activist hedge fund shareholders tend to separate the titles of CEO and chairman after the hedge fund investment.

H2.5. European firms with activist hedge fund shareholders experience a high board turnover after the hedge fund investment.

H2.6. European firms with activist hedge fund shareholders usually experience the replacement of their CEO and/or their chairman after the hedge fund investment.

H2.7. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with a concentrated ownership structure.

H2.8. A significant number of corporate control events take place in European firms with activist hedge fund shareholders after the hedge fund investment.

H2.9. European firms with activist hedge fund shareholders experience significant changes in their corporate strategy (restructuring processes, share buyback programs, expansion processes) after the hedge fund investment.

H3. The legal and institutional environment has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

H3.1a. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with a strong investor protection system.

H3.1b. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with a weak investor protection system.

H3.2. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with a highly developed financial system.

H3.3. Activist hedge funds prefer to invest in European companies operating in countries with strong control mechanisms.

H4. Firms' market information has a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

H4.1. Activist hedge funds prefer to invest in European companies with high market returns.

H4.2. European firms with activist hedge fund shareholders do not experience significant changes after the hedge fund investment.

Unlike the situation in the U.S., where data on activism by hedge funds can be obtained from the EDGAR database[194], in other countries this information is more difficult to obtain. More specifically, in Europe, activist hedge fund investments are less transparent (Tse, 2007), which makes data collection and, therefore, empirical analysis more complex and difficult.

Furthermore, cross-country studies are difficult given the diversity of regulations and disclosure requirements in different European countries[195]. As a result of these difficulties, we construct our sample by using two main data sources. The process we have followed to obtain the definitive sample is described in the following paragraphs (see Table V).

Firstly, we used the Ownership Module of Thomson One Banker Database, which provides information about the European companies included in the portfolios of 709 hedge funds and hedge fund management firms from 2003 to the first semester of 2008, expressed on a quarterly basis. The database obtains these data from periodicals, regulatory filings, client feedback, client relationship management systems and phone and mail research.

Secondly, we elaborated a hand-collected dataset of hedge funds involved in events of activism. We performed extensive news searches in the Nexis® database using the terms “hedge fund” and “activism” as key words. Besides, we completed this search by consulting other sources such as papers relating to shareholder activism by hedge funds[196], industry reports, and by carrying out general searches on the internet. Our final list comprises 225 activist hedge funds which have been involved in at least one event of activism. We recognize that this list may not be complete, but we are confident that the vast majority of the representative hedge funds in this strategy are included.

---

[194] Through the EDGAR database ("Electronic Data Gathering Analysis, and Retrieval"), researchers have access to annual reports and other documents corresponding to US companies, like the 13D files, which contain information about the identity, the participation in the share capital or the purposes of activists when they acquire more than 5% of the share capital of a company. Database access: http://www.sec.gov/edgar.html

[195] The Directive 2004/109/CE and the subsequent Directive 2007/14/CE try to harmonize the transparency requirements in the European Union.

[196] Both Briggs (2007) and Bratton (2007) include an appendix with a list of activist hedge funds.

Table V. The Sample Creation Process

This table describes the different steps we followed to create the definitive sample as well as the evolution of the sample throughout the process.

1st Step: Two initial data sources	
Ownership Module of Thomson One Banker Database	➡ This database provides information about the European portfolios of **709 hedge funds** and hedge fund management firms from 2003 to the first semester of 2008.
Hand-collected database of activist hedge funds	➡ We perform news searches in Nexis database with the terms "hedge fund" and "activism" and consult papers about hedge fund activism, industry reports etc. The final list comprises **225 activist hedge funds** which have been involved in at least one event of activism.
2nd Step: Merger of databases – Hedge fund investments ≥ 1% OS	
Merger of both databases	➡ After merging these databases we obtain the European companies included in the portfolios of **69 activist hedge funds.**
Hedge fund investments ≥ 1% OS	➡ The application of the 1% threshold leads us to a list of **602 investments** performed by **59 activist hedge funds.**
3rd Step: Final sample after applying several restrictions	
Restrictions regarding the target sample: ▪ Investment pools, funds, investment management firms or similar are excluded. ▪ Target companies with ADR are excluded. ▪ Companies without available information are excluded.	
Definitive sample	**332 investments** carried out by **45 activist hedge funds** in **265 public companies** located in **15 European countries**.
Sample period	→ **2003** - first semester **2008**

The next step was to match both datasets. By doing so, we found that 69 hedge funds from our hand-collected dataset are included in the initial dataset obtained from the Ownership Module of Thomson One Banker Database, and this, therefore, allows us to know the European companies included in the portfolios of these 69 activist hedge funds. For each company, we have information relating to the date on which the hedge fund first invested in the target firm, the percentage of outstanding shares owned by the hedge fund, and the date of the last position in the firm before leaving the company (data provided on a quarterly basis).

Next, we selected those companies in which the hedge funds have held a position equal to or higher than 1% of the outstanding shares during the investment period in the firm. By fixing the threshold at 1%, we ensure that the hedge funds have enough incentives to affect companies.

Previous studies on activism by hedge funds in the United States (Brav et al., 2008a; Klein and Zur, 2009; Clifford, 2008) analyzed occasions when hedge funds had acquired beneficial ownership of 5% or higher in a publicly traded firm. The reason for the 5% threshold is because these authors obtained their information from the public data disclosures that hedge funds are obliged to make when they reach this percentage of ownership, however this can bias[197] the sample towards smaller targets due to the higher financial effort that hedge funds have to make in order to acquire a 5% or more stake in a large company. In addition, since we consider a much wider sample of institutional investment that begins at 1%, rather than 5%, it allows us to examine different behaviours such as slow build up, large initial stake or consortium bids.

The application of the 1% threshold led us to a list of 602 investments performed by 59 activist hedge funds. Next, we excluded those companies which a) are not public, b) are investment pools, funds, investment management firms or similar, c) have depositary receipts and d) do not have information available for subsequent analysis. After applying these restrictions, our definitive sample comprises 332 investments carried out by 45 activist hedge funds in 265 public companies located in 15

[197] To deal with this possible bias, Brav et al. (2008a) performed new searches to collect activism events that were not accompanied by 13D filings. This allowed them to complete their database by including those events in which the hedge funds had acquired less than 5% of the ownership of large companies.

European countries[198], from the beginning of 2003 to the first semester of 2008.

To the best of our knowledge, this sample is clearly representative of hedge fund activism in Europe since it includes investments carried out by 45 out of 225 hedge funds that have been involved in any activist campaign worldwide and are included in our initial dataset. Furthermore, given that the construction of this sample is not based on mandatory filings as are most of the studies on hedge fund activism in the U.S. (see, e.g., Brav et al., 2008a; Clifford, 2008; Klein and Zur, 2009), our sample not only includes public interventions by these activist hedge funds but also private engagements.

This is an important point since in public interventions, hedge funds usually acquire a stake above the threshold that triggers the disclosure, which can vary from country to country, and frequently are more hostile and aggressive. However, as was previously indicated, on numerous occasions, activist hedge funds work together, operating under informal agreements, which usually remain undisclosed, so that each hedge fund involved in the agreement avoids exceeding the threshold for ownership disclosure.

Moreover, if the target company is receptive to the hedge fund's proposals and proceeds in a timely way to implement the initiatives consistent with these recommendations, the engagement might remain private as long as the hedge fund has not exceeded the threshold for public disclosure. As a consequence, these private engagements are not considered in most of previous studies based on public information. Only Becht et al. (2010) consider 97 private interventions carried out by 3 activist funds in European countries. In this case, the activist hedge funds provide the authors with proprietary information.

Finally, in the last step, we collected a control sample where each target firm is matched with another firm by country, industry, size and price-to-book ratio, taking as a reference the year before the hedge fund engagement[199] (see Figure 10). By using the Thomson One Banker advanced

[198] Austria, Belgium, Switzerland, Germany, Spain, France, United Kingdom, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Poland, Portugal and Sweden.

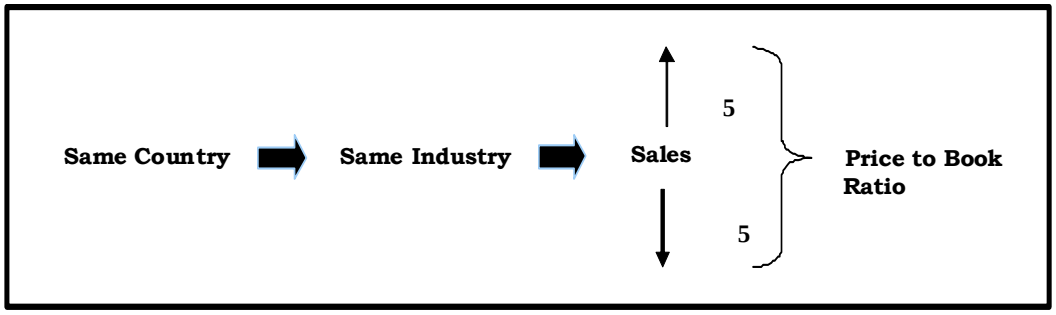
[199] When a company receives the investment of several activist hedge funds, we consider the year before the first investment.

search, we perform the following procedure to find the control company corresponding to each target firm.

Firstly, we select those companies with the same country code as the target. Secondly, we refined the search by considering only those firms which have the same first two digits of primary SIC code. After that, we considered the sales corresponding to the year before the hedge fund investment, and taking this variable into account, we chose the 10 companies with the closest volume of sales to the target firm, 5 above and 5 below. From these 10 companies, we selected the one with the closest price-to-book ratio corresponding to this year.

This procedure has allowed us to obtain a control sample that comprises 265 public European firms from the same country, involved in the same industry and with a volume of sales and a price-to- book ratio very similar to our initial target companies. For those companies for which we find it impossible to apply this procedure because the sales, the price- to-book ratio or both variables were not available, we apply random sampling method to find the corresponding control firm.

Figure 10. Control Sample Construction



5.6. DATA DESCRIPTION: ACTIVIST HEDGE FUNDS

Table VI presents the characteristics of the 45 sample activist hedge funds at June 2010. For each hedge fund the following information is given: its name, the country where it is domiciled, the foundation date, the name of its founder/s, the portfolio turnover, the portfolio distribution by market capitalization, the equity assets under management and the total assets under management. Table VII summarizes the detailed information provided in Table VI.

Table VI. Characteristics of Sample Activist Hedge Funds

This table presents the characteristics of sample activist hedge funds in June 2010. Columns 1, 2, 3 and 4 show the hedge fund name, the country where it is domiciled, the foundation date and the name of its founder/s, respectively. Column 5 displays the annual portfolio turnover, which it is categorized as low, moderate or high. Columns 6, 7 and 8 report the portfolio distribution by market capitalization: small cap, mid cap and large cap, respectively .The last two columns display the equity assets under management and the total assets under management, respectively. NA = Not Available, SC =Small Cap, MC= Mid Cap, LC=Large Cap.

Hedge Fund Name	Country (Domicile)	Foundation Date	Founder Name	Portfolio				Size	
				Turnover	Distribution			Equity Assets ($MM)	Total Assets
					SC	MC	LC		
Absolute Capital Management Holdings Ltd.	Switzerland	2002	Florian Homm and Sean Ewing	Low NA	NA	NA	NA	NA	NA
Amber Capital Investment Management	United States	2005	Joseph M. Oughourlian and Michel M. Brogard	Moderate (60.43%)	17.55	53.22	29.23	21.62	$1.0-2.4B
Atticus Capital, L.P.	United States	1995	Timothy R. Barakett	High (206.73%)	9.32	19.55	71.13	918.18	$25-199M
BlueBay Asset Management plc	United Kingdom	2001	Hugh J.R. Willis and Mark N.J. Poole	High (136.84%)	5.40	0.65	93.95	635.27	$20-49.9B
Brencourt Advisors LLC	United States	2001	William L. Collins	High (217.44%)	52.03	26.9	21.07	44.92	$200-499M
Cannell Capital Management, L.L.C.	United States	1992	James C. Cannell	High (123.30%)	88.53	7.72	3.75	160.96	NA
Caxton Associates, L.L.C.	United States	1983	Bruce S. Kovner	High (203.48%)	5.42	25.83	68.75	2745.19	$5.0-9.9B
Cerberus Capital Management, L.P.	United States	1992	Stephen Feinberg and William Richter	Low (27.69%)	4.70	95.30	0	2.893.90	$20-49.9B
Children's Investment Fund Management LLP	United Kingdom	2003	Christopher A. Hohn	Moderate (87.47%)	2.02	2.34	95.64	5470.26	NA
Citadel Investment Group, L.L.C.	United States	1990	Kenneth Griffin	High (168.54%)	6.56	37.49	55.95	16.015.27	NA

Table VI. Characteristics of Sample Activist Hedge Funds (Cont.)

Hedge Fund Name	Country (Domicile)	Foundation Date	Founder Name	Portfolio				Size	
				Turnover	Distribution			Equity Assets ($MM)	Total Assets
					SC	MC	LC		
Clinton Group, Inc.	United States	1991	George E. Hall.	High (233.41%)	14.34	33.43	52.23	256.10	$2.5-4.9B
Contrarian Capital Management, LLC	United States	1995	Jon R. Bauer, Janice M. Stanton and Gil A. Tenzer.	High (106.47%)	36.27	12.89	50.83	181.53	$2.5-4.9B
Cycladic Capital, L.L.P.	United Kingdom	NA	NA	Low (26.85%)	100	0	0	41.60	NA
D. E. Shaw & Co., L.P.	United States	1988	David E. Shaw	High (110.93%)	6.4	25.28	68.32	27620.70	$20-49.9B
Deephaven Capital Management, L.L.C.	United States	1994	Irvin R. Kessler	High NA	NA	NA	NA	NA	NA
Elliott International Capital Advisors, Inc.	United States	1977	Paul E. Singer	Moderate (59.73%)	14.98	29.57	55.45	2302.43	NA
Eminence Capital, L.L.C.	United States	1998	Richard C. Sandler	Moderate (90.11%)	0.92	10.41	88.67	7331.61	NA
Farallon Capital Management, L.L.C.	United States	1986	Thomas F. Steyer	High (124.78%)	22.06	18.91	59.03	2681.02	$20-49.9B
Fursa Alternative Strategies	United States	1999	William F. Harley	Low (12.88%)	46.38	53.62	0	48.06	NA
Greenlight Capital, Inc.	United States	1996	David Einhorn	Moderate (79.00%)	10.66	35.98	53.36	3445.31	NA
JANA Partners, LLC	United States	2001	Barry S. Rosenstein	High (161.21%)	7.18	49.81	43.01	1747.05	$1.0-2.4B
K Capital Partners, L.L.C.	United States	1999	Daniel Stern and Abner Kurtin	High NA	NA	NA	NA	NA	NA

Table VI. Characteristics of Sample Activist Hedge Funds (Cont.)

Hedge Fund Name	Country (Domicile)	Foundation Date	Founder Name	Portfolio				Size	
				Turnover	Distribution			Equity Assets ($MM)	Total Assets
					SC	MC	LC		
Loeb Partners Corp.	United States	1932	NA	High (192.94%)	55.29	29.47	15.24	198.19	NA
Mercury Real Estate Advisors, L.L.C.	United States	2003	Malcolm F. Maclean and David R. Jarvis	Moderate (76.16%)	80.76	19.24	0	12.38	Under $25M
MHR Fund Management, L.L.C.	United States	1996	Mark H. Rachesky	Low (3.41%)	37.09	62.91	0	1718.21	NA
Och-Ziff Capital Management, L.P.	United States	1994	Daniel S. Och.	High (161.56%)	15.1	25.11	59.79	4352.34	$20-49.9B
Pardus Capital Management, L.P	United States	2005	Karim Samii and Joseph R. Thornton	Low (14.28%)	0	100	0	585.35	$500-999M
Paulson & Co. Inc.	United States	1994	John A. Paulson	Moderate (84.05%)	1.48	12.41	86.11	26875.41	NA
Perry Capital, LLC	United States	1988	Richard C. Perry and Paul A. Leff	High (127.01%)	19.69	31.54	48.77	1682.32	$5.0-9.9B
Polygon Investment Partners	United Kingdom	2003	Reade E. Griffith and Patrick Giles G	Moderate (60.91%)	52.27	45.05	2.68	69.46	NA
Principle Capital Advisors Limited	United Kingdom	2004	Brian Myerson	Low (41.91%)	100	0	0	52.64	NA
QVT Financial LP	United States	1992	Daniel Gold	Moderate (92.42%)	45.88	9.73	44.39	1741.24	NA
Sandell Asset Management	United States	1998	Thomas E. Sandell	High (195.69%)	53.44	23.21	23.35	179.88	NA
Seneca Capital Advisors, L.L.C.	United States	1989	Gail Seneca	High (248.85%)	4.02	50.21	45.77	694.01	NA

Table VI. Characteristics of Sample Activist Hedge Funds (Cont.)

Hedge Fund Name	Country (Domicile)	Foundation Date	Founder Name	Portfolio				Size	
				Turnover	Distribution			Equity Assets ($MM)	Total Assets
					SC	MC	LC		
Stark Investments	United States	1992	Brian J. Stark and Michael A. Roth.	High (205.01%)	27.82	42.12	30.06	670.04	$5.0-9.9B
Steel Partners, L.L.C.	United States	1990	Warren G. Lichtenstein.	Low (37.71%)	37.78	62.22	0	1321.55	$500-999M
Third Point, L.L.C.	United States	1995	Daniel S. Loeb.	High (141.15%)	13.22	42.23	44.55	1511.05	$2.5-4.9B
Tontine Management, L.L.C.	United States	1996	Jeffrey L. Gendell	Moderate (66.32%)	45.26	31.16	23.58	1091.92	$1.0-2.4B
Toscafund Asset Management, L.L.P.	United Kingdom	2000	Martin B. Hughes and John D. de la Hey	Low (40.84%)	22.05	19.25	58.70	780.78	NA
TPG Axon Capital	United States	2005	Dinakar Singh and Hari Ku	High (150.07%)	0.09	2.36	97.55	5792.17	NA
Trafalgar Asset Managers, Ltd.	United Kingdom	2001	Lee Robinson.	High (256.24%)	57.78	10.14	32.08	97.92	$25-199M
Tudor Investment Corporation	United States	1980	Paul T. Jones	High (271.47%)	22.05	28.76	49.19	315.89	NA
ValueAct Capital Partners, L.P.	United States	2000	Jeffrey W. Ubben, George F. Hamel, and Peter H. Kamin.	Low (44.75%)	5.28	62.33	32.39	3667.05	NA
Wynnefield Capital Management, L.L.C.	United States	1992	Nelson Obus and Josh H. Landes	Low (24.55%)	100	0	0	251.06	NA
Wyser Pratte Management Co., Inc.	United States	1991	Guy P. Wyser-Pratte	Moderate (73.61%)	85.78	0.16	14.06	75.14	$25-199M

Table VII. Summary Statistics for Characteristics of Sample Activist Hedge Funds

This table summarizes the characteristics of sample activist hedge funds presented in detail in Table VI. Hedge funds are grouped according to the country in which they are domiciled (Panel A), the foundation date (Panel B), the portfolio turnover and distribution (Panel C) and the size of the fund, characterized by the total assets under management (TAuM) and the total equity under management (EuM), (Panel D). For each characteristic, we provide the number (percentage) of hedge funds included in the different categories, except for the EuM where we provide the 25th, 50th and 75th percentiles and the mean of the sample. The total number of funds included in the sample is 45. The last column of each panel indicates the number of hedge funds for which the corresponding characteristic is known.

Panel A	US	UK	Switzerland	N° HFs
Country (Domicile)	37 (82.22%)	7 (15.56%)	1 (2.22%)	45

Panel B	Before 1980	1980-1989	1990-1999	2000-2008	N° HFs
Foundation Date	2 (4.54%)	6 (13.64%)	22 (50%)	14 (31.82%)	44

Panel C	Low	Moderate	High	Small Cap			Mid Cap			Large Cap			N° HFs
				<25%	25%-75%	>75%	<25%	25%-75%	>75%	<25%	25%-75%	>75%	
Portfolio Turnover	11 (24.44%)	11 (24.44%)	23 (51.12%)										45
Portfolio Distribution				21 (50%)	12 (28.6%)	9 (21.4%)	15 (35.7%)	22 (52.4%)	5 (11.9%)	13 (30.9%)	21 (50%)	8 (19.1%)	42

Panel D	25%	50% (Mean)	75%	Under $1B	$1.0-9.9B	$20.0-49.9B	N° HFs
EuM	179.88	849.48 (3054.69)	2745.19				42
TAuM				7 (33.33%)	9 (42.86%)	5 (23.81%)	21

As one can see from both Tables (Table VI, Column 2 and Table VII, Panel A), most of the activist hedge funds and hedge fund management firms, over 82%, are based in the U.S., which is consistent with this country's position as front runner in the hedge fund industry. The U.K. is in second place, with 15.56% of sample hedge funds domiciled in this country. Only one sample activist hedge fund is based in Switzerland. With regard to the foundation date (Table VI, Column 3 and Table VII, Panel B), 36 hedge funds (81.82%) were created after 1990, coinciding with the years in which the expansion of the industry took place. It should be noted that only 3 hedge funds were established before 1980.

The next area analyzed is portfolio turnover which could be defined as a measure of how frequently hedge fund managers buy and sell the assets of the fund's portfolio. Thomson Financial calculates investor turnover (% turnover) by analyzing its previous 12 quarters (36 months) of portfolio holdings. Thomson categorizes it as low, if the annual portfolio turnover rate is less than or equal to 50% (the average holding period exceeds 2 years and is indicative of a general preference for longer term investing), moderate, if the annual portfolio turnover rate is greater than 50% and less than or equal to 100% (the average holding period is between 1 and 2 years and is indicative of a medium term investment horizon) and high, if the annual portfolio turnover rate is greater than 100% (the average holding period is less than 1 year and is indicative of either a shorter term investment horizon or more frequent trading around a core position). As can be seen from Table VI, Column 5 and Table VII, Panel C, 23 hedge funds, more than half of the sample, present high portfolio turnover, which indicates a clear short-termism in their investments. The rest of the funds are equally distributed between the other two categories: low and medium turnover.

Along with portfolio turnover, we also report on hedge fund portfolio distribution by market capitalization (Table VI, Columns 6, 7 and 8; and Table VII, Panel C). As these Tables show, Large Caps are defined as public companies with a market capitalization greater than 5 billion dollars, Mid Caps are public companies with a market capitalization between 1 and 5 billion dollars, and Small Caps are public companies with a market capitalization less than 1 billion dollars. As shown, 50% of sample activist hedge funds have less than 25% of their portfolios invested in Small Caps. In contrast, Mid Caps and Large Caps account for between 25% and 75% of activist portfolios in 52.4% and 50% of cases, respectively. As a result, Mid

Caps and Large Caps appear to dominate the hedge fund portfolios in place of Small Caps.

Finally, Table VI, Columns 9 and 10 and Table VII, Panel E display the equity assets under management (EuM), calculated by Thomson Financial from the total disclosed ownership positions, and the total assets under management (TAuM), which includes total cash, equity, fixed income and other assets under management. The median (mean) EuM of the hedge funds in our sample[200] is 849.48 (3054.69) million dollars and the 25th and 75th percentile values are 179.88 and 2745.19 million dollars. Regarding the TAuM, 7 hedge funds (33.33%) present TAuM below 1 billion dollars, 9 hedge funds (42.86%) manage between 1 and 9.9 billion dollars and only 5 hedge funds (23.81%) present TAuM between 20 and 49.9 billion dollars. It is important to note that this information is only available for 21 hedge funds included in our sample.

5.7. TWO EXAMPLES OF ACTIVIST EVENTS IN EUROPE

To give the reader an insight of the boundaries of the activism that we focus on this paper, two case studies are described. The first event illustrates how the activist hedge fund Elliot International opposed a takeover offer launched by Adecco for Dis Deutscher Industrie Service AG. The second event illustrates a long-running dispute between Kuka AG (formerly known as IWKA AG) and activist hedge fund Wyser-Pratte Management over the company's strategy.

5.5.1. DIS DEUTSCHER INDUSTRIE SERVICE AG (DIS)

DIS Deutscher Industrie Service AG (Dis) is a company headquartered in Dusseldorf (Germany) which offers personnel services. On January 2006, Adecco Germany Holding concluded a purchase agreement with members of the Paulmann family for the acquisition of shares in DIS Deutscher Industrie Service AG at a price of 54.50 euros per share and, at the same time, also announced a voluntary public offer to the remaining shareholders of DIS Deutscher Industrie Service AG, at a price of 4.50 euros in cash per share.

200 This feature is not available for 3 funds in the sample.

Furthermore, Adecco invited the then CEO of DIS Deutscher Industrie Service AG, Dieter Scheiff, to join the Adecco S.A. Executive Management Board as CEO, whilst still retaining his position at Dis. Adecco S.A. also intended to offer the then CFO of DIS Deutscher Industrie Service AG the position of CFO in the Executive Management Board of Adecco S.A. in addition to his position as CFO of DIS AG. The Board of Management interpreted the public offer of Adecco as a fair valuation and recommended the offer, believing the purchase price of 54.50 euros per share to be attractive.

At the end of the offer, in April 2006, Addeco owned more than 82 % in DIS and offered 55.8 euros (68.8 dollars) per share to the remaining shareholders in a move to delist the company's shares. However, minority shareholders lead by the U.S. activist hedge fund Elliot International, which had that year acquired a stake of around 10%, making it the largest minority shareholder in DIS, aimed to block the planned delisting of DIS from the Frankfurt Stock Exchange.

Elliott stated that the planned delisting lacked a legal basis, given that the group had not reached the 95% shareholding threshold necessary for a squeeze-out of minority shareholders. According to Elliott, the delisting and the decrease in dividend payment, which was also announced by Addeco despite a net profit increase, were part of a strategy to force out minority shareholders from DIS, since the executive and supervisory boards of DIS decided on these two measures just one day after the expiration of the acceptance period of Adecco's takeover offer. “There is no legal basis for a delisting of DIS AG under share and capital markets law”, Elliott portfolio manager Franck Tuil commented (AFX, 2006).

Moreover, Elliot was also critical of the appointment of two former DIS top managers, Dominik de Daniel and Dieter Scheiff, to top positions at Adecco, a move that it considered not in the best interest of DIS. In this context, Elliott announced that it had applied to the Frankfurt Stock Exchange to be included as a party in the delisting procedure, so that in the “unlikely case” that the stock exchange should decide to grant such a delisting, they could begin legal action (German Business Digest, 2006a).

In June 2006, the general meeting of company shareholders decided on the delisting of DIS, however, the German Court nullified this decision and suspended the delisting as a result of the legal action started by Elliot, which was supported by the remaining minority shareholders, as the price

of DIS shares stood at 75 euros (100 dollars) per share on the stock exchange (German Business Digest, 2006b).

However, Elliot had not won the battle against the company delisting definitively. In June 2007, the shareholders of DIS approved the delisting of the firm for a second time. The general meeting confirmed the decision from the previous year, since the delisting was expected to lead to annual savings of 650,000 euros (879,000 dollars) (Handelsblatt, 2007b).

Finally, in September 2007, Adecco reached an agreement with Elliott and another minority shareholder, Gruss Asset Management LLP for the sale and transfer of 1.934.852 shares in DIS AG (amounting to approximately 15,7% of the total share capital) to Adecco Germany at a price of 113 euros per share, which represented an important premium on the initial offer. Accordingly, after this agreement, Adecco held roughly 98.4 % of shares in DIS AG. In addition, and as part of the agreement, Elliott notified the respective court that they considered the disputes between Elliott and DIS completely settled (AFX, 2007).

5.5.2. KUKA AG (FORMERLY KNOWN AS IWKA AG)

In October 2003, U.S. activist hedge fund Wyser-Pratte Management bought a stake of just over 5.0% in IWKA AG (renamed Kuka AG in 2007), a German industrial machinery maker. One year later, in April 2004, IWKA management proposed a restructuring plan for the company that included divesting non-core activities and concentrating on markets in which IWKA had a prominent position.

However, this restructuring plan was not enough for activist Wyser-Pratte, who wanted IWKA to sell its divisions that made processing, packaging and manufacturing machinery and concentrate on its industrial robots unit, which was its only strong earner. "These people have a tremendous value in their industrial robots division but they are throwing it all out the rear window with their other businesses", said Guy Wyser-Pratte, founder of Wyser-Pratte Management (Orol, 2004). Wyser-Pratte also hired Frankfurt-based investment bank Freitag, Gellert & Co. to find some strategic and private equity buyers for IWKA assets, as well as outlining a series of strategic ideas in filings with the German securities regulator.

As IWKA brushed off the hedge fund's suggestions by saying the company had no plans to sell any of its divisions, Wyser-Pratte, as well as British investment funds Hermes and Threadneedle, (who held a total share of 18.5% in IWKA) waged a proxy contest to oust some of IWKA's directors at the company's annual general meeting in July. But IWKA's largest shareholders failed by 5.0% of the votes to overthrow the management of the company.

In spite of this, Wyser-Pratte continued his campaign and, in May 2005, submitted several counter-motions to solicit proxies for the IWKA shareholder meeting (Business Wire, 2005). In these counter-motions, Wyser-Pratte proposed to withdraw the confidence in the executive board members, since management had failed to deliver promised results and therefore had lost the trust and support of key shareholders. Wyser-Pratte also asked for the revocation of membership of Reinhard Engel and Prof. Jurgen Hubbert from the Supervisory Board because of inherent conflicts of interest, and proposed to elect two new members in their place. At that time, Wyser-Pratte held a 6.5% share in IWKA.

As a result of these demands, the IWKA supervisory board accepted the resignation of chief executive officer Hans Fahr in June. Reinhard Engel and Juergen Hubbert also offered to resign, although their offers were rejected (AFX, 2005). After that, Wyser-Pratte hiked his stake in IWKA AG to above 7%, so becoming the largest single shareholder, and became supportive of the new CEO Wolfgang-Dietrich Hein's reconstruction and cost reduction plans which were seen to result in better profitability at the firm.

Finally, in March 2007, as a consequence of significant pressure from a number of major investors, especially Wyser-Pratte, who by then had a 9% share in IWKA, the company management decided to sell its packaging machines unit to German financial investor Odewald & Compagnie for 255MM euros (340 MM dollars), after it had failed to meet its profit target (German Business Digest, 2007). This allowed IKWA to focus solely on its core robot and automotive engineering business, as demanded by Wyser-Pratte .That year, IWKA was renamed Kuka, the name of its robot technology division.

CHAPTER 6

AN ANALYSIS OF THE FACTORS DRIVING INVESTMENT DECISIONS OF ACTIVIST HEDGE FUNDS IN EUROPE AND THE IMPACT OF THESE ACTIVISTS ON TARGET FIRMS: METHODOLOGY AND RESULTS

6.1. Introduction

6.2. Methodological Tools

6.3. Results

6.4. A Brief Summary and Discussion of the Main Results

6.1. INTRODUCTION

In this Chapter we will try to shed light on the hypotheses, which have been formulated and argued in the previous Chapter, by using the sample of activist hedge fund investments in European companies that has been described in the previous Chapter, as well as the methodological tools that we will present in the first Section of this Chapter. In this regard, we will try to provide empirical evidence of the factors that have a significant impact on activist hedge fund investment decisions in Europe and the changes experienced by the target firms after the hedge fund investments in order to examine whether these funds really play an active role in their targets, contributing to the mitigation of the informational asymmetries between shareholders and managers, and alignment in the interests of these two groups.

Before these analyses, we will provide descriptive statistics relating to European countries in which the hedge fund investments take place, the preferred industries of these activists, the evolution of their investments over time and the level of commitment of the hedge funds to their target firms.

The rest of the Chapter is structured as follows. Section2 explains the methodological tools that will be used to test the hypothesis. Section 3 presents the empirical analysis and the results that have been obtained and, finally, Section 4 offers a brief summary of the results comparing them with the previous evidence on shareholder activism.

6.2. METHODOLOGICAL TOOLS

Before testing the hypotheses formulated in the previous Chapter, it is necessary to present the methodological tools that have been used in this study. Therefore, in this Section we will offer brief comment on them.

6.2.1. DESCRIPTIVE STATISTICS

We have calculated the means, medians and percentiles[201] of different variables for both the target sample and the control sample.

6.2.2. *T*-TEST AND WILCOXON TEST

These tests allow us to determine if the values of a variable differ significantly in two paired samples (M1 and M2).

The starting point is a situation where we have n pairs of values (X_i,Y_i) where X_i are the values taken by a variable in the sample M1 (target sample) and $Y_i$are the values taken by this variable in the sample M2 (control sample). In this context, the *t*-test allows us to assess whether the means of two samples (the target sample and the control sample) are statistically different from each other. This parametric test is based on the premise that the distribution of the variables is normal and tries to reject the null hypothesis that accounts for equal means. The formula of the *t* statistic for the *t*-test is:

$$t = \frac{\overline{X}_1 - \overline{X}_2}{\sqrt{\frac{VAR_1}{n_1} + \frac{VAR_2}{n_2}}}$$ where

X_1= mean of the variable in the sample M1
X_2= mean of the variable in the sample M2
VAR_1= variance of the variable in the sample M1
VAR_2= variance of the variable in the sample M2
n_1= number of observations in the sample M1
n_2= number of observations in the sample M2

The Wilcoxon signed rank sum test is the non-parametric version of a paired samples *t*-test (Wilcoxon, 1945). It allows us to compare the medians of a variable corresponding to two paired samples, M1 and M2 (the target sample and the control sample), and determine whether there are significant differences between them. As in the previous test, the starting point is a situation where we have n pairs of values (X_i,Y_i), which correspond to the values taken by a variable in each target sample and its corresponding control firm. By using this test we try to reject the null hypothesis that accounts for equal medians. This test is an alternative to the *t*-test when we cannot maintain the normality assumption.

[201] For more information about the calculation of these statistics, see, e.g., Webster (1996) or Lind et al. (2008).

The procedure to calculate this test is the following one (Sociology Department UCM, 2010):

1) Calculate each paired difference $d_i = X_i - Y_i$. (i=1, 2,…,m)

2) Ignore the zeros ($n \leq m$) and assign the ranks (R_i) from 1 to n to the d_is, that is, assign rank 1 to the smallest $|d_i|$, rank 2 to the next, etc.

3) Label each rank with its sign, according to the sign of d_i.

4) Calculate W^+ as the sum of the ranks of the positive d_is ($X_i > Y_i$), and W^- as the sum of the ranks of the negative d_is ($X_i < Y_i$).

5) If we suppose that X_i e Y_i correspond to samples with similar medians ($Mdn_x = Mdn_y$), then it is expected that P ($X_i<Y_i$) = P ($X_i>Y_i$), so, if the hypothesis H_0: $Mdn_x = Mdn_y$ is true, in a random sample of n observations, we should find approximately as many values $X_i>Y_i$ as values $X_i<Y_i$. But, in addition, if the distribution of differences d_is is symmetric, the positive d_is will depart from zero to the same degree as the negative d_is, from which it is deduced that $W^+=\sum R_i^+ \approx W^-=\sum R_i^-$.

   In other words, if $Mdn_x = Mdn_y$ and the distribution of differences d_is is symmetric, W^+ and W^- will take similar values. As a result, a strong discrepancy between W^+ and W^- may cast considerable doubt on the veracity of H_0. When the samples are small, it is easy to obtain the exact distribution of W^+ or W^-, however, it is quicker to obtain a standardization of W (the minimum between W^+ y W^-) whose distribution approximates to a normal distribution N(0,1) as the size of the sample increases:

$$Z = \frac{W - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}} \approx N(0,1)$$

6.2.3. LOGIT MODELS (CROSS SECTION)

The logit models are included in the discrete choice models. One of the main characteristics of these models is that the independent variable is

dichotomous. According to Madala (1996), binary choice models assume that the choice-making individuals are faced with a choice between two alternatives and that the choice they make depends on various identifiable characteristics. The dependent variable can only take two values for each individual: Yi = {0, 1}. In this sense, these models attempt to explain the probability that an individual may make a certain discrete choice as a function of certain explanatory variables (X'_i,) and an error term.

The logit model is defined from the following cumulative distribution function:

$$P\left(Y_i = 1 / X_i\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i^{'}\beta}}\right)$$

where

$$X_i^{'}\beta = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + ... + \beta_n X_{ni} + u_i$$

These models are interpreted in terms of probabilities, these being useful to measure the probability of an event (Y_i=1) occurring. According to the specification indicated above, the probability of an event (Y_i=1) occurring does not follow a linear function, but an exponential one. Because of this, when we interpret the estimated parameters in a logit model, the sign of these parameters indicates the direction in which the probability moves when the corresponding explanatory variable increases, however, the magnitude of the parameter does not coincide with the magnitude of the probability variation.

Finally, regarding the technique that is used for the logit model estimation with cross section data, it is important to clarify that the derivation of the estimators is performed by using the maximum likelihood method. Furthermore, the error distribution in logit models makes necessary the use of the statistic Z for the analysis of the individual significance of the parameters. The statistic X_q^2, where q is the number of restrictions, is used to examine the global significance of the model (Rosales- Álvarez et al., 2010).

6.2.4. LOGIT MODELS (PANEL DATA)

The use of panel data methodology allows us to control for the unobservable heterogeneity (η_i), that is, firm-specific characteristics which do not vary over time and are very difficult to measure and hard to introduce in models. If these particular firm behaviors (unobservable heterogeneity) are not controlled, there will be a risk of obtaining biased results. Besides, unlike the cross section, panel data offers the possibility of capturing the dynamics of the companies over time.

There are two alternative models to estimate this logit regression with panel data: fixed-effects logit models or random-effects logit models. The main difference is that in fixed-effects, the unobservable heterogeneity (η_i) is estimated with the rest of the parameters while in random-effects, it is assumed that the unobservable heterogeneity (η_i) is not correlated with the other explanatory variables (X_{it}), and therefore, it is estimated in the error.

If the unobservable heterogeneity (η_i) and the other explanatory variables (X_{it}) are not correlated, both fixed-effects and random-effects are consistent, but the random-effects estimator is more efficient, so this estimator should be favoured. Here, the random-effects and fixed-effects estimations are approximately the same. Conversely, if the unobservable heterogeneity (η_i) and the other explanatory variables (X_{it}) are correlated, the fixed-effects estimator is consistent, but the random-effects estimator is not, so the first estimator should be favoured (Chamberlain, 1980, 1984; Pindado and De la Torre, 2007)[202]. In this case, the random-effects and fixed-effects estimations are different. Given the difficulty in determining whether the unobservable heterogeneity (η_i) is correlated to the other explanatory variables (X_{it}) or not, Arellano and Honoré (2001) suggest the estimation of both models.

6.3. RESULTS

In this Section we will try to shed light on the hypotheses that have been detailed and argued for in the previous Chapter by using our sample of activist hedge fund investments in Europe. In so doing, we will try to

[202] The description of the fixed effect and random effect estimators exceeds the scope of this study, however, for more information in this regard, see Pindado and De la Torre (2007).

provide evidence of the most important driving forces for activist investment decisions and the influence and effects of these activists on target firms. Before this analysis, we also report summary statistics related to the countries in which these investments have taken place, the industries they prefer, the evolution of this activism over time and the level of commitment of the hedge funds to their targets.

6.3.1. AN ANALYSIS BY COUNTRIES

Table VIII describes the investments carried out by the activist hedge funds distributed by country. From this Table it is possible to see the number (and percentage) of investments that have taken place in each of the 15 European countries included in our sample, organized depending on the origin of the activist hedge funds (U.S. or Europe). According to this data, the United Kingdom is the country that displays most activist hedge fund investments. In fact, 144 (43.61%) investments in our sample happened in this country. These results confirm activist hedge funds' preference for investing in companies located in the U.K..

The U.K. is followed by Germany, Italy and France with 60 (16.67%), 37 (10.83%) and 33 (10.00%) investments, respectively. These four countries register a total of 81.11% of the total activist investments, while the other 18.74% corresponds to the 11 remaining countries of the sample. In contrast, Austria is the country that registers fewest investments by activist hedge funds; only 1 (0.28%) investment took place there. In similar fashion, Belgium, Poland, Portugal and Sweden show only 2 (0.56%) investments each.

Regarding the origin of the activist hedge funds, 200 (62.5%) investments were made by activist hedge funds from the United States and 136 (37.47%) by European hedge funds, which is consistent with the higher number of U.S. hedge funds in our sample (see Chapter 5), the further development of the hedge fund industry in the U.S., and the emergence of the activist strategy in Europe (see Chapter 2).

Table VIII. Distribution of Hedge Fund Activist Investments by Country

This table reports the distribution of the activist investments by country. The first column exhibits the 15 European countries in which the 332 activist investments included in the hand-collected database took place. The second and third columns show information about the number (percentage) of investments which occurred in each country, distinguishing whether the activist hedge fund is from the United States or from Europe. The last column displays the total number (percentage) of investments in each country.

	Hedge Fund Country		
Company Country	**U.S. (%)**	**Europe (%)**	**Total (%)**
Austria	1 (0.28%)	0 (0.00%)	1 (0.28%)
Belgium	2 (0.56%)	0 (0.00%)	2 (0.56%)
France	27 (8.33%)	6 (1.67%)	33 (10.00%)
Germany	19 (5.00%)	41 (11.67%)	60 (16.67%)
Greece	4 (1.11%)	1 (0.28%)	5 (1.39%)
Ireland	4 (1.11%)	1 (0.28%)	5 (1.39%)
Italy	28 (8.33%)	9 (2.50%)	37 (10.83%)
Luxemburg	6 (1.94%)	1 (0.28%)	7 (2.22%)
Nederland	10 (4.44%)	3 (0.83%)	13 (5.28%)
Poland	0 (0.00%)	2 (0.56%)	2 (0.56%)
Portugal	1 (0.28%)	1 (0.28%)	2 (0.56%)
Spain	7 (1.94%)	3 (0.83%)	10 (2.78%)
Sweden	2 (0.83%)	0 (0.00%)	2 (0.83%)
Switzerland	5 (1.39%)	4 (1.11%)	9 (2.50%)
U.K.	84 (26.39%)	60 (17.22%)	144 (43.61%)
Total	200 (62.5%)	132 (37.5%)	332 (100%)

6.3.2. INDUSTRIES PREFERRED BY HEDGE FUNDS AND EVOLUTION OF ACTIVISM OVER TIME

In Table IX, we present the number (percentage) of activist investments organized by year (from 2003 to the first semester of 2008) and by target industry according to the first two digits of the Primary SIC Code. This Table shows that, overall, manufacturing and services industries are the most attractive to these activists, since they register 94 and 93 investments respectively, that is 56.32% of the total investments. Transportation and public utilities are the industries with the next highest number of investments, 48 (14.46%), whereas agriculture, forestry and fishing only account for 1 investment.

In terms of time scale and dates, 2006 and 2007 were the most active years for activist engagement, with 95 (28.62%) and 86 (25.90%) investments, respectively. From the last column of the Table, it can be seen the increasing evolution of the number of investments from 2003, with only 17 investments, to 2006 and 2007. In 2008, the number of investments drops significantly, but it should be taken into account that only data of the first semester are considered in this study.

Further, from this Table it is also possible to shed light on the evolution of activist preferences over time by analyzing the distribution of their investments according to target industries year by year. In this sense, the importance of mining and construction industry has experienced a notable decrease since the percentage that this industry represented over total investments of our sample in 2003, 17.6 %, dropped to 4.6% in 2007. In contrast, finance and services industries have gained the attention of activist hedge funds over the last years. While, in 2003, these industries only represented a 5.88 % and a 11.76 %, respectively, of the total investments registered that year, in 2007, these percentages increased to 15.11% and 24.41%, respectively.

6.3.3. HEDGE FUND INVOLVEMENT IN TARGET FIRMS

Table X reveals the involvement of the activist hedge funds in their target firms by showing the size of their investments and the period of time that they remain invested in target firms. Panel A reflects the percentage of outstanding shares owned by the hedge fund and Panel B shows the value

of the holding expressed in dollars (the cost). Both panels report the 5th, 25th, 50th (median), 75th, and 95th percentiles of the sample. The second column reports the initial stake acquired by the hedge fund in the target, the third column presents the maximum[203] investment accumulated in the company and the fourth column reports the last position held in the firm before the hedge fund exit.

As can be seen from Table X (Panel A) the median initial (maximum) percentage of the outstanding shares that a fund holds in a given target is 3.33% (4.36%), which demonstrates that these activists do not acquire big stakes in their European target firms to take control of them. These results are confirmed if we analyze the median initial (maximum) stake at cost (Panel B), 15.49 (22.26) million dollars. Even at the 95th percentile, the initial (maximum) stake is 14.38% (20.34%), which is lower than the threshold percentage defined by most EU member states as the condition triggering the obligation to make a mandatory bid[204].

Therefore, hedge funds usually acquire sizeable but not controlling stakes in European targets, which suggests that sometimes they do not act alone to achieve their goals. These funds usually receive the support of other hedge funds or institutional investors to affect companies. According to our data (see Panel C), 48 companies were targeted by more than one hedge fund and some of them were the objective of 4 or more hedge funds. Analyzing those events in which several hedge funds acquire a stake in a company in the same year, we find that the median initial percentage of the outstanding shares bought by all hedge funds is 7.88%, significantly higher than the median initial percentage obtained when these activists act alone. This percentage reaches 31.7% at the 95th percentile (we report these results in Appendix 2).

---

[203] It is calculated as the highest value of the data available on a quarterly basis.

[204] The E.U. Directive on Takeover Bids attempts to "harmonize" takeover regulation in the 27 member states and one of its main innovations is the mandatory bid rule which requires that an acquiring corporation must make a bid for all the outstanding shares of a corporation at an equitable price once a threshold is met. This threshold is defined by Member States in their transposition of the Directive into national laws. For example, the UK and Germany define this threshold as 30% of the voting rights and France defines it as the 33.33% of the voting capital or of voting rights.

Table IX. Distribution of Hedge Fund Activism Events by Year and by Target Industry

This table reports the distribution of the 332 investments organized by target industry, which is defined according to the first two digits of the Primary SIC Code of the target firm, and by year, from 2003 to the first semester of 2008. For each category, we provide the number of investments and the percentage they represent of the total sample.

	First Two Digits of the Primary SIC Code of the Target Company							
Year	Agriculture, forestry, and fishing (01-09)	Mining and construction (10-17)	Manufacturing (20-39)	Transportation and public utilities (40-49)	Wholesale and retail trade (50-59)	Finance (60-69)	Services (70-89)	Total
2003	0 (0.00%)	3 (0.90%)	5 (1.51%)	3 (0.90%)	3 (0.90%)	1 (0.30%)	2 (0.60%)	17 (5.12%)
2004	0 (0.00%)	3 (0.90%)	16 (4.81%)	5 (1.51%)	0 (0.00%)	3 (0.90%)	13 (3.92%)	40 (12.05%)
2005	1 (0.30%)	4 (1.21%)	26 (7.83%)	9 (2.71%)	9 (2.71%)	10 (3.01%)	18 (5.42%)	77 (23.19%)
2006	0 (0.00%)	8 (2.41%)	17 (5.12%)	14 (4.22%)	6 (1.81%)	14 (4.22%)	36 (10.84%)	95 (28.62%)
2007	0 (0.00%)	4 (1.21%)	26 (7.83%)	13 (3.91%)	9 (2.71%)	13 (3.92%)	21 (6.33%)	86 (25.90%)
2008	0 (0.00%)	3 (0.90%)	4 (1.21%)	4 (1.21%)	2 (0.60%)	1 (0.30%)	3 (0.90%)	17 (5.12%)
Total	1 (0.30%)	25 (7.53%)	94 (28.31%)	48 (14.46%)	29 (8.74%)	42 (12.65%)	93 (28.01%)	332 (100%)

Table X. Hedge Fund Involvement in Target Firms

This table reports descriptive statistics about the hedge fund involvement in target firms. Panel A provides the initial, maximum and last percentage of outstanding shares held by the hedge fund in the target firm. Panel B provides the initial, maximum and last hedge funds' stake in terms of dollars (MM). Panel C reports the number (percentage) of companies that are targeted by one, two, three, four and five activist hedge funds. Panel D reports the hedge fund's investment period in target companies expressed as number of quarters. Panel E displays the number of hedge fund exits by year and the mean and median investment period corresponding to the set of investments that are redeemed during each year. For Panels A, B and D we report the 5th, 25th, 50th (median), 75th, and 95th percentiles of the sample.

Panel A: Percentage of Outstanding Shares

Percentile	Initial % OS	Max % OS	Last % OS
5%	1.16	1.2	1.18
25%	2.12	2.24	2.05
50%	3.33	4.36	2.89
75%	6.01	8.2	5.58
95%	14.38	20.34	13.68

Panel B: Value of the Holding

Percentile	Initial Val ($MM)	Max Val ($MM)	Last Val ($MM)
5%	0.86	0.86	0.56
25%	6.08	7.74	5.01
50%	15.49	22.26	14.66
75%	41.79	54.34	38.19
95%	252.55	304.11	226.76

Panel C: Collective Interventions by Hedge Funds

	Nº of companies (%)
Targeted by One Hedge Fund	217 (81.89%)
Targeted by Two Hedge Funds	34 (12.83%)
Targeted by Three Hedge Funds	10 (3.77%)
Targeted by Four Hedge Funds	3 (1.13%)
Targeted by Five Hedge Funds	1 (0.38%)
	265

Panel C: Investment Period

Percentile	Nº of quarters invested in the company
5%	1.00
25%	2.00
50%	6.00
75%	10.00
95%	18.00

Panel E: Activist Hedge Fund Exits

Year	Nº Exits[205]	Average Investment Period	Median Investment Period
2003	3	1.33	1
2004	10	1.19	1.5
2005	19	4	4
2006	55	2.6	2
2007	63	5.28	5
2008	64	7.40	8
2009	57	10.23	9
2010	29	15.48	15
2011 (still invested)	16	-	-

Finally, regarding the period of time that hedge funds remain invested in target firms, Panel D presents the 5th, 25th, 50th (median), 75th, and 95th percentiles of the holding period (expressed in number of quarters) for the investments for which we have data[206]. The results show that the median of periods that activist hedge funds are usually invested in target firms is 6 quarters (18 months), which, on the one hand, reveals that on the

[205] This information is not provided for 16 events of activism for which we could not confirm the exit period or for which we had contradictory information.

[206] To calculate it, we have excluded those investments where the hedge fund was still invested in the target firm after December 2010, those investments for which it has been impossible to check the hedge fund exit date, and those investments for which we had contradictory information about the exit date.

one handtheir commitment to the target firms does not persist in the long term but, on the other, does not reflect the excessive short-termism these funds are usually accused of.

Panel E presents information relating to disinvestments from target companies carried out by the hedge funds each year. This information is interesting given that it allows us to examine the impact of the financial crisis on hedge fund investments in order to check whether these activists were forced to sell their assets massively in 2008 and 2009 as a result of the liquidityand funding problems that the hedge fund industry ran into during this period.

From the table, it can be seen that, in 2008 and 2009, the number of exits did not increase significantly (64 disinvestments in 2008 and 57 in 2009) with regard to the number of exits that took place the two previous years (55 disinvestments in 2006 and 63 in 2007). Besides, it is also interesting the fact that the median investment period of those investments that were sold in 2008, 2009 and 2010 is higher than the median investment period of the investments that were sold in the previous years, which also refutes the idea that activist hedge funds had to disinvest their capital suddenly because of liquidity difficulties.

In addition, it is also possible to observe how the investment period of the activist hedge funds in Europe increases over time, being strikingly short in the period of time that activists maintain their investments in target firms before 2007 and, especially, in 2006, year that was marked by a record number of mergers and acquisitions all over the world. In fact, in our sample, 85% of the hedge fund disinvestments in 2006 took place as a result of a merger or acquisition of the target firms.

6.3.4. FACTORS DRIVING THE INVESTMENT DECISIONS OF ACTIVIST HEDGE FUNDS AND THE EFFECTS OF ACTIVIST INVESTMENTS ON TARGET FIRMS

Once we have presented descriptive information that allows us to gain an insight into hedge fund activism in Europe, we will focus on the analysis of the motivation and impact of these activists on target firms in order to provide evidence of the hypotheses formulated in the previous Chapter.

Table XI. Descriptive Statistics for Ex-Ante Characteristics of Target Firms (1 Year Before the Investment)

This table reports the characteristics of target firms 1 year before the activist hedge fund acquires 1% or more of the outstanding shares. Panel A summarizes the variables related to the company size: market capitalization, total assets and sales (expressed in thousands of dollars). Panel B summarizes the variables related to company value: price-to-book ratio and Tobin's Q, which is defined as (book value of assets - book value of equity + market value of equity)/book value of assets. Panel C summarizes variables regarding the company operating performance: return on assets, return on equity and net cash flow scaled by total assets. Panel D summarizes variables related to the agency costs of free cash flow: cash, cash and equivalents, total debt, short term debt, long term debt (all scaled by total assets), total debt % common equity, total debt % total capital, payout ratio and dividend yield. Panel E presents the variable related to the cost structure: capital expenditures (scaled by total assets). Column (1) exhibits the number of observations for which data is available. We present the mean and median of these characteristics for hedge fund targets in columns (2) and (3), and the mean and median for the control sample in columns (4) and (5). Column (6) displays the average difference between the two samples and columns (7) and (8) report the t-test and the Z-statistic from the Wilcoxon signed rank test, respectively. All data are winsorized at the 1% and 99% levels. ***significant at the 0.01 level; **significant at the 0.05 level; *significant at the 0.10 level.

	Nº Observ. (1)	Target Sample		Control sample		Average Difference (6)	Test of difference	
Panel A: Company Size		**Mean (2)**	**Median (3)**	**Mean(4)**	**Median(5)**		***t*-test (7)**	**Wilcoxon test (8)**
Market Capitalization	220	1158138	247084.5	1156442	233085.5	1695.652	0.0101	1.276 (0.2020)
Total Assets	245	3481923	372445	3883017	337186	-401094.2	-0.7047	0.286 (0.7749)
Sales	246	1209123	298444.5	1142726	243320.5	52893.88	0.4829	0.130 (0.8967)
Panel B: Company Value								
Price-to-Book Ratio	219	2.3397	1.8047	2.0985	1.6599	0.2411	1.4437	1.295 (0.1952)
Tobin's Q	221	2.6025	1.2910	1.8655	1.1946	0.7370	1.9961**	**2.259 (0.0239)**
Panel C: Company Performance								
ROA	226	-0.5876	3.1950	1.9041	3.8050	-2.4917	-1.9227*	**-1.900 (0.0574)**
ROE	216	-9.6790	7.8070	5.6636	8.6346	-15.3426	-3.0550***	**-2.110 (0.0349)**
Net Cash Flow /Total Assets	224	0.0655	0.0508	0.0347	0.0429	0.0308	1.4456	0.185 (0.8529)
Panel D: Agency Costs								
Cash/ Total Assets	189	0.1796	0.0664	0.1282	0.0535	0.0983	1.4788	0.246 (0.8054)
Cash & Equivalents/ Total Assets	223	0.1948	0.0964	0.1624	0.0883	0.0323	1.5043	0.614 (0.5394)
Total Debt/ Total Assets	237	0.5171	0.2113	0.2283	0.1929	0.2888	3.4411***	**1.826 (0.0678)**
Short Term Debt/ Total Assets	225	0.1783	0.0455	0.0818	0.0454	0.0965	2.6913***	0.251 (0.8021)
Long Term Debt / Total Assets	234	0.3547	0.1151	0.1447	0.089	0.21	3.1852***	**2.040 (0.0414)**
Total Debt % Common Equity	237	82.2580	41.32	97.8108	50.24	-15.5528	-0.7500	-0.270 (0.7870)
Total Debt % Total Capital/Std	235	40.4123	33.51	34.6860	33.62	5.7263	2.1362**	**1.731 (0.0834)**
Payout Ratio	176	19.6540	0	23.5691	14.635	-3.9151	-1.6973*	**-1.655 (0.0978)**
Dividend Yield	205	1.5414	1.21	1.829	1.6	-0.2876	-1.7065*	**-1.782 (0.0747)**
Panel E: Cost Cutting								
Capital Expenditures/Total Assets	224	0.0883	0.0276	0.0551	0.0322	0.08	1.9563*	0.170 (0.8647)

Table XII. Changes in Characteristics of Target Firms after Hedge Fund Activism (1 year after)

This table reports the changes (expressed as variation) in characteristics of target firms between the year before and the year after the activist hedge fund acquires 1% or more of the outstanding shares. Panel A summarizes the variables related to the company size: market capitalization, total assets and sales (expressed in thousands of dollars). Panel B summarizes the variables related to company value: price-to-book ratio and Tobin's Q, which is defined as (book value of assets - book value of equity + market value of equity)/book value of assets. Panel C summarizes variables regarding the company performance: return on assets, return on equity and net cash flow scaled by total assets. Panel D summarizes variables related to the agency costs of free cash flow: cash, cash and equivalents, total debt, short term debt, long term debt (all scaled by total assets), total debt % common equity, total debt % total capital/std, payout ratio and dividend yield. Panel E presents the variable related to the cost structure: capital expenditures (scaled by total assets).Column (1) exhibits the number of observations for which data is available. We present the mean and median of these variations for hedge fund targets in columns (2) and (3), and the mean and median for the control sample in columns (4) and (5). Column (6) displays the average difference between the two samples and columns (7) and (8) report the t-test and the Z-statistic from the Wilcoxon signed rank test. All data are winsorized at the 1% and 99% levels. ***significant at the 0.01 level; **significant at the 0.05 level; *significant at the 0.10 level. We only consider those companies in which the hedge fund remains invested in the firm one year on.

	Nº Observ.	Target Sample		Control Sample		Average Difference	Test of difference	
Panel A: Company Size	(1)	Mean (2)	Median (3)	Mean (4)	Median (5)	(6)	*t*-test (7)	Wilcoxon test (8)
Market Capitalization	102	0.9148	0.585	0.5643	0.4631	0.3505	2.1225**	**1.674 (0.0941)**
Total Assets	152	1.1661	0.2799	0.7663	0.2449	0.3998	0.7447	-0.189 (0.8497)
Sales	151	0.7273	0.2751	0.3912	0.2253	0.3361	1.9523*	1.031 (0.3025)
Panel B: Company Value								
Price to Book Ratio	121	-0.1064	-0.0349	0.0274	0.0499	-0.1338	-0.7451	-0.521 (0.6022)
Tokin's Q	99	0.0963	0.0544	0.1249	0.0741	-0.0286	-0.4926	-0.688 (0.4917)
Panel C: Company Performance								
ROA	103	-2.9171	-0.2808	-0.4025	0.0448	-2.5145	-2.0321**	**-1.737 (0.0824)**
ROE	96	-1.3983	-0.1257	0.0269	-0.0328	-1.4251	-1.0177	-0.022 (0.9825)
Net Cash Flow /Total Assets	96	0.0745	-0.3059	-0.2152	-0.2857	0.2898	0.4344	0.289 (0.7728)
Panel D: Agency Costs								
Cash/ Total Assets	91	1.2451	0.0589	5.3472	0	-4.1021	-1.5095	0.420 (0.6748)
Cash & Equivalents/ Total Assets	103	0.665	0.0408	2.1670	0	-1.5021	-2.3157**	-1.026 (0.3047)
Total Debt/ Total Assets	103	0.1724	-0.0348	0.2274	-0.0951	-0.0551	-0.2964	-0.327 (0.7434)
Short Term Debt/ Total Assets	94	0.4527	-0.1690	1.5472	0	-1.0945	-1.7732*	**-2.087(0.0369)**
Long Term Debt / Total Assets	96	0.6439	-0.0602	0.0281	-0.1282	0.6158	2.5116**	**1.787 (0.0739)**
Total Debt % Common Equity	103	0.3978	-0.243	0.3321	-0.1322	0.0657	0.1960	-1.504 (0.1327)
Total Debt % Total Capital/Std	102	0.209	-0.0790	0.0657	-0.0728	0.1432	0.8820	-0.387 (0.6986)
PayoutRatio	56	0.0085	0	-0.0535	0	0.0620	0.6822	0.125 (0.9009)
Dividend Yield	131	0.1437	0	-0.0863	0	0.2300	2.5555**	**2.569 (0.0102)**
Panel E: Cost cutting								
Capital Expenditures/ Total Assets	101	0.9372	0.0792	0.4031	-0.0609	0.5341	1.8186*	1.614 (0.1065)

Table XIII. Changes in Characteristics of Target Firms after Hedge Fund Activism (2 years after)

This table reports the changes (expressed as variation) in characteristics of target firms between the year before and two years after the activist hedge fund acquires 1% of the outstanding shares. Panel A summarizes the variables related to the company size: market capitalization, total assets and sales (expressed in thousands of dollars). Panel B summarizes the variables related to company value: price-to- book ratio and Tobin's Q, which is defined as (book value of assets - book value of equity + market value of equity)/book value of assets. Panel C summarizes variables regarding the company performance: return on assets, return on equity and net cash flow scaled by total assets. Panel D summarizes variables related to the agency costs of free cash flow: cash, cash and equivalents, total debt, short term debt, long term debt (all scaled by total assets), total debt % common equity, total debt % total capital/std, payout ratio and dividend yield. Panel E presents the variable related to the cost structure: capital expenditures (scaled by total assets). Column (1) exhibits the number of observations for which data is available. We present the mean and median of these variations for hedge fund targets in columns (2) and (3), and the mean and median for the control sample in columns (4) and (5). Column (6) displays the average difference between the two samples and columns (7) and (8) report the t-test and the Z-statistic from the Wilcoxon signed rank test. All data are winsorized at the 1% and 99% levels. ***significant at the 0.01 level; **significant at the 0.05 level; *significant at the 0.10 level. We only consider those companies in which the hedge fund remains invested in the firm two years after.

	Nº Observ. (1)	Target Sample		Control sample		Average Difference (6)	Test of difference	
Panel A: Company Size		**Mean (2)**	**Median (3)**	**Mean (4)**	**Median (5)**		**t-test (7)**	**Wilcoxon test (8)**
Market Capitalization	51	1.4710	0.8279	1.3557	0.7046	0.1153	0.2175	0.609 (0.5423)
Total Assets	76	0.5826	0.3268	1.5028	0.4638	-0.9202	**-2.6116****	**-2.097 (0.0360)**
Sales	72	0.7943	0.39	0.8098	0.4247	-0.0154	-0.0681	-0.825 (0.4094)
Panel B: Company Value								
Price to Book Ratio	63	0.8125	-0.1399	0.2028	0.11	0.6096	1.5906	-0.014 (0.9891)
Tokin's Q	44	0.4613	0.1957	0.1953	0.0867	0.2659	1.4433	1.482 (0.1383)
Panel C: Company Performance								
ROA	47	-0.0594	-0.68	0.5438	-0.0581	-0.6032	-0.8107	-1.418 (0.1562)
ROE	36	-3.4776	-0.6509	-0.4809	-0.2118	-2.9966	-1.5546	-0.550 (0.5824)
Net Cash Flow /Total Assets	40	1.7591	-0.0703	-0.9355	-0.2683	2.6946	2.0262**	1.331 (0.1833)
Panel D: Agency Costs								
Cash/ Total Assets	40	0.8129	0.0397	0.3654	0.0206	0.4475	1.1830	0.524 (0.6001)
Cash & Equivalents/ Total Assets	44	1.1575	0.0575	1.5341	-0.1052	-0.3766	-0.4925	0.198 (0.8427)
Total Debt/ Total Assets	44	0.3441	-0.0118	0.1832	-0.1398	0.1609	0.5436	1.097 (0.2726)
Short Term Debt/ Total Assets	39	0.192	-0.2037	0.3482	-0.1105	-0.1562	-0.4864	-0.461(0.6451)
Long Term Debt / Total Assets	39	1.7382	-0.0163	0.018	0	1.7202	2.1865**	1.354 (0.1759)
Total Debt % Common Equity	49	1.0559	-0.0456	0.092	-0.2499	0.9639	1.7071*	1.109 (0.2674)
Total Debt % Total Capital/Std	48	0.2454	-0.0296	0.1004	-0.0824	0.1450	0.6543	1.108 (0.2680)
Payout Ratio	18	-0.0925	0	0.0788	0	-0.1714	-1.5469	-0.801 (0.4229)
Dividend Yield	63	0.2980	0	-0.2099	-0.123	0.5079	3.1831***	**2.583 (0.0098)**
Panel E: Cost cutting								
Capital Expenditures/Total Assets	45	2.1641	0.0861	0.9121	0.0393	1.2521	1.2788	1.089 (0.2760)

6.3.4.1. Accounting and financial information

Tables XI, XII and XIII show the accounting characteristics of target firms one year before the activist hedge fund investments and the changes in these characteristics after one and two years respectively. These tables are interesting as they provide evidence of activist preferences when they choose their target companies in Europe and, what is also important, the effects and impact of their intervention on these firms, which will allow us to test the hypotheses formulated in this regard.

As it is described in Chapter 5, we match each target firm with another control company by country, industry, size and book-to-market ratio. By collecting this control sample we can compare each company of our initial sample with a very similar firm from the same country and operating in the same industry. For this analysis, when a firm has been targeted by several hedge funds in different years, we consider only the first investment because these firms that have been targeted repeatedly have already been influenced by the first hedge fund engagement when they are targeted by the subsequent hedge funds[207].

In this respect, Table XI presents summary statistics of a number of accounting variables characterizing target companies one year before the activist hedge funds acquire 1% or more of their outstanding shares. Panels A, B, C, D and E exhibit groups of variables related to the company size, the market valuation, the operating performance, the agency costs of free cash flow and the cost structure, respectively. Column (1) shows the number of observations for which data is available. We present the mean and median of these characteristics for hedge fund targets in columns (2) and (3), and the mean and median for the control sample in columns (4) and (5). Column (6) displays the average difference between the two samples calculated as:

$$AverDifference = \frac{1}{n}\sum_{\substack{i=1\\j=1}}^{n} X_i - X_j$$

where X is a characteristic variable, firms i=1…n are from the initial target sample, and firms j= 1…n are the corresponding companies from the control sample. Finally, the last two columns provide the t-statistic and the

[207] See a more detailed explanation about this issue on page 217.

Z- statistic from the Wilcoxon signed rank test to assess the statistical significance of the differences between hedge fund target and control sample means and medians, respectively.

If we establish that the difference between the targets and the control sample is significant if both the *t-test* and the *Wilcoxon test* reveal significance of at least 10% (Brav et al., 2008a), then we observe that target firms present a significantly higher Tobin's Q (TOBINQ) than control firms, which implies that market values target firms in a more positive way (Panel B). However, we also observe that target companies experience a return on assets (ROA) and a return on equity (ROE) significantly lower that the ROA and ROE experienced by control firms (Panel C). Also, target firms have higher levels of debt in their balance sheets, both long term and short term debt, as well as a more restrictive dividend policy than the control firms (Panel D). Regarding the rest of the characteristics, the results of the tests do not allow us to reject the null hypothesis of equality, so the differences between target and control sample means and medians are not significant.

These results confirm the hypothesis that activist hedge funds prefer to invest in companies with a poor operating performance, however, they do not support the hypothesis that activist hedge funds invest in undervalued firms, quite the contrary. The fact that target firms present a very poor operating performance and high levels of debt and, at the same time, they are overvalued by the market could suggest that the market value has already incorporated the potential that target firms have to become the target of a merger or acquisition offer (this issue will be examined in more detail in subsection 6.3.4.2).Furthermore, we do not find evidence that targets are smaller, or that they present agency problems of free cash flow. In this sense, the results only confirm that target firms pay fewer dividends to their shareholders; however, these firms do not have higher levels of cash in their balance sheets, as was expected. Neither have we found evidence that target companies have excessive capital expenditures.

In addition to this, we also examine whether hedge fund activism leads to positive changes in target firms. Table XII (Table XIII)[208] exhibits the changes in firm accounting characteristics between the year prior to the hedge fund acquisition of 1% or more of the outstanding shares, and one year (two years) after this engagement. The structure of these Tables is

[208] In Appendixes 3, 4 and 5, we present Tables XI, XII y XIII without winsorizing.

similar to Table XI. For these analyses, we have only considered those investments in which the hedge fund remains invested one or two years after the initial investment, respectively, in order to be sure that the hedge funds have enough time to promote changes in target companies. Furthermore, as data is only available until December 2008, we cannot consider those investments that took place in 2008 for the purposes of the analyses included in Table XII, and neither can we consider the hedge fund investments that took place in 2007 and 2008 for the purposes of the analyses included in Table XIII.

If we adopt the stricter criteria regarding statistical significance, in Table XII we can observe that, one year after the hedge fund investment, target firms experience a statistically significant increase in their market capitalization as well as a significant reduction in their operating performance, which is contrary to what was expected according to the hypothesis related to the operating performance of target firms. Besides, these target firms also reduce significantly their short term debt, but this reduction is compensated for by a significant increase in their long term debt. Finally, target firms also experience a significant increase in their dividend yield in comparison with control firms.

Further, if we analyze the changes in characteristics of target firms 2 years after the hedge fund engagement, Table XIII reveals that only target firms experience a significant decrease of their assets and a significant increase in their dividend yield. Consequently, from these two Tables related to the effects of activism, we find no evidence to suggest that target companies improve their operating performance, as had been expected given that we have observed that hedge funds prefer poorly-performing companies. Besides, we do not find that, overall, activist hedge funds carry out a significant amount of cost cutting as a result of their intervention in the companies or that target firms experience a significant reduction of the levels of cash, either. Rather, we find evidence that target firms experience a significant increase in their dividend yield, both one and two years after the hedge fund engagement, which suggests that activist hedge funds could have an effect on the dividend policy, and that target firms reduce their total assets two years after the hedge fund investment, which could be the result of the restructuring processes initiated by a number of target firms, as will be confirmed later.

To gain insight into the sensitivity of these results relating to the firms' accounting characteristics that might lead hedge funds to choose their target firms in Europe, we present Table XIV. This Table reports the results of logit regressions of the likelihood of a firm being targeted by an activist hedge fund during the following year. The basic specification of thelogistic regression model is as follows:

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

where

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 PTBR_i + \beta_2 ROA_i + \beta_3\left(\frac{CASH}{TA}\right)_i + \beta_4\left(\frac{TD}{TA}\right)_i$$

$$+ \beta_5 PAYOUT_i + \beta_6\left(\frac{CE}{TA}\right)_i + \varepsilon_{i,} \quad (1)$$

and where Y_i is the dependant variable which equals to 1 if an activist hedge fund acquires 1% or more of the share capital of the company during the following year and 0 otherwise. PTBR, ROA, CASH, TD, PAYOUT, CE, and TA denote price-to-book ratio, return on assets, cash, total debt, payout ratio, capital expenditures and total assets, respectively. The variables CASH, TD and CE have been scaled by total assets.

The data used for this model corresponds to 530 companies (265 target companies and 265 control firms)[209].For each company, we consider the value of the variables corresponding to the year before the hedge fund acquisition of 1% or more of its outstanding shares. Because of that, in those cases in which the hedge funds invest in their targets in 2003, we need the data corresponding to the year 2002.

Given that some companies are targeted by several hedge funds[210], for this analysis we only consider the first time that firms experience the approach of an activist since, in successive investments, firms could have already experienced the influence of the first activist and the investment of the other hedge funds could be largely the result of a "word-of-mouth" effect in order to provide support for the first hedge fund and increase pressure on firms.

---

[209] It is important to note that the number of companies considered in each model varies depending on data availability.

[210] See Table III, Panel C, and its corresponding comments.

Table XIV. Logit Analysis of Targeting - Accounting and Financial Information

This table reports the results of the logit model estimations. The dependant variable is a dummy variable equal to 1 if the company is targeted by an activist hedge fund (the activist acquires at least 1% of its share capital) during the following year, and 0 otherwise. The explanatory variables are TOBINQ, PTBR, ROA, ROE, CASH, CASHE, TD, STD, LTD, DYIELD, PAYOUT and CE, which denote Tobin's Q, price –to-book ratio, return on assets, return on equity, cash, cash and equivalents, total debt, long term debt, short term debt,dividend yield,dividend payout, and capital expenditures, respectively. The variables CASH, CASHE, TD, LTD, STD and CE have been scaled by total assets. For each explanatory variable we report the logit coefficients and the p-values. In addition, the number of companies, the log likelihood and the p-value that determines if the overall model is statistically significant (prob>chi2) are also provided for each model. *******significant at the 0.01 level; ******significant at the 0.05 level; *****significant at the 0.10 level

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
CONST	-0.314 (0.016) **	-0.301 (0.031) **	-0.344 (0.023) **	-0.353 (0.028) **	-0.400 (0.007) ***	-0.402 (0.010) ***	-0.293 (0.012) **	-0.255 (0.026) **	-0.532 (0.000) ***	-0.500 (0.002) ***
TOBINQ							0.065 (0.076) *	0.060 (0.078) *		
PTBR	0.067 (0.109)	0.050 (0.268)	0.068 (0.125)	0.049 (0.311)	0.054 (0.206)	0.033 (0.473)			0.077 (0.071) *	0.056 (0.224)
ROA	-0.002 (0.057) *		-0.013 (0.069) *		-0.010 (0.096) *			-0.012 (0.054) *	-0.011 (0.079) *	
ROE		-0.004 (0.034) **		-0.005 (0.023) **		-0.004 (0.053) *	-0.004 (0.021) **			-0.004 (0.038) **
CASH/TA			-0.344 (0.613)	0.376 (0.476)						
CASHE/TA					0.527 (0.221)	0.623 (0.149)				
TD/TA									0.630 (0.018) **	0.585 (0.023) **
STD/TA										
LTD/TA										
DYIELD										
PAYOUT										
CE/TA										
Nº companies	459	449	398	386	432	421	452	464	452	441
LR chi2(n) Prob>chi2	5.83 (0.054)	5.99 (0.050)	6.67 (0.155)	6.24 (0.101)	6.47 (0.091)	7.09 (0.069)	10.29 (0.006)	8.22 (0.016)	17.08 (0.001)	16.12 (0.001)
Log likelihood	-313.4	-306.3	-603.8	-271.1	-294.0	-285.9	-306.7	-316.3	-302.6	-295.3

Table XIV. Logit Analysis of Targeting – Accounting and Financial Information (Cont.)

	Model 11	Model 12	Model 13	Model 14	Model 15	Model 16	Model 17	Model 18	Model 19	Model 20
CONST	-0.372 (0.014) **	-0.415 (0.004) ***	-0.556 (0.000) ***	-0.551 (0.001) ***	-0.124 (0.374)	-0.165 (0.238)	-0.176 (0.241)	-0.176 (0.226)	-0.383 (0.009) ***	-0.378 (0.015) **
TOBINQ					0.069 (0.043) **		0.066 (0.070) *			
PTBR	0.049 (0.287)	0.071 (0.095) *	0.081 (0.063) *	0.060 (0.197)					0.0677 (0.111)	0.0489 (0.286)
ROA		-0.008 (0.221)	-0.014 (0.024) **						-0.013 (0.042) **	
ROE	-0.003 (0.097) *			-0.005 (0.018) **						-0.004 (0.026) **
CASH/TA										
CASHE/TA										
TD/TA						0.671 (0.011) **		0.750 (0.010) ***		
STD/TA	0.667 (0.199)	0.796 (0.102)								
LTD/TA			1.129 (0.008) ***	1.178 (0.008) ***						
DYIELD					-0.066 (0.132)	-0.079 (0.075) *				
PAYOUT							-0.007 (0.068) *	-0.009 (0.028) **		
CE/TA									1.088 (0.297)	1.126 (0.281)
Nº Companies	432	444	449	438	439	436	416	431	446	435
LR chi2(x) Prob>chi2	6.37 (0.095)	7.27 (0.064)	18.84 (0.000)	19.57 (0.000)	7.57 (0.023)	17.37 (0.003)	7.65 (0.022)	18.96 (0.001)	6.88 (0.076)	7.16 (0.067)
Log likelihood	-294.2	-302.1	-299.7	-291.6	-299.9	-293	-282.4	-288.1	-303.7	-295,8

For example, Photo-Me International Plc was targeted by 4 hedge funds, Cycladic Capital L.L.P, Steel Partners L.L.C., Principle Capital Advisors Limited and QVT Financial LP. As we want to study the characteristics of this firm before being targeted, we consider it only once, although it was involved in four separate investments.

Before discussing the results of the logit model estimations with cross section data, it is necessary to indicate that we have also estimated these models by using panel data methodology, whose main characteristics have been mentioned in the previous Section. Nevertheless, the results obtained by using panel data methodology are not conclusive and, besides, they are not consistent with the rest of the results obtained in this research. For this reason, we have opted for the logit model estimations with cross section data, taking as a reference the year before the activist hedge fund investment. The results obtained by using panel data methodology and their corresponding comments are displayed in the Appendix 6.

Table XIV reports the results of logit model estimations, and more specifically the results of 20 different specifications of the basic model(I)[211], taking into account the existing correlations among the explanatory variables (see Appendix 7), in order to avoid any multicollinearity problem. These models will allow us to test whether the accounting characteristics of a firm affect the likelihood of that firm being targeted by a hedge fund during the next year or not. As can be seen from this Table, the results of these estimations show that the variables TOBINQ[212] (models 7, 8, 15 and 17), TD/TA (models 9, 10, 16 and 18) and LTD/TA (models 13 and 14) have a statistically significant positive effect on the likelihood that a company will be the target of an activist hedge fund during the following year. In contrast, the variables ROA (models 1, 3, 5, 8, 9, 13 and 19), ROE (models 2, 4, 6, 7, 10, 11, 14 and 20) and PAYOUT[213] (models 17 and 18) have a statistically significant negative effect on that likelihood. These results confirm the evidence obtained from the univariable analysis, as they suggest that activist hedge funds prefer to invest in European companies with high

[211] In addition to the variables included in the basic specification of the model, we also perform trials with other variables. For example, we replace the price-to-book ratio (PTBR) with Tobin's Q (TOBINQ); return on assets (ROA) with return on equity (ROE) and operating cash flows (CF); cash (CASH) with cash and equivalents (CASHE); total debt (TD) with short term debt (STD), long term debt (LTD), total debt/ common equity (TD/CE) and total debt/total capital (TD/TC); and payout ratio (PAYOUT) with dividend yield (DYIELD). From these new models, we obtain similar qualitative results. Some of these new specifications are included in Table VI and others have been omitted due to space constraints.

[212] The models 9, 12 and 13 show that the variable PTBR also has a significant positive effect on the likelihood that a company will receive the investment of an activist hedge fund during the following year, however the significance of this variable is low and is not revealed in all the model specifications in which this variable is included.

[213] See also the variable DYIELD in model 16, although the significance of this variable is not revealed in other model specifications (see model 15).

market value, but with a poor operating performance, high levels of debt, especially, long term debt, and a restrictive dividend policy.

Unlike the previous variables, neither the cash (models 3, 4, 5 and 6) nor the capital expenditures (models 19 and 20) appear to have a significant impact in the investment decisions of activist hedge funds in Europe, according to the results presented in this Table.

6.3.4.2. Information related to internal corporate governance mechanisms

According to the second hypothesis, internal corporate governance mechanisms could play an active role in explaining activist hedge fund investment decisions and, at the same time, these activists could have significant effect on such governance mechanisms. To provide evidence for this hypothesis, Tables XV, XVI and XVII summarize the information collected from the annual reports of target firms (and their control firms) relating to two internal corporate governance mechanisms: the ownership structure and the board of directors. Firstly, we will focus our attention on the ownership structure and more specifically on the ownership concentration.

The results presented in Table XV (Panel A) show that the ownership concentration is higher in control firms than in target firms in the year before the hedge fund engagement (T-1). That year, the average percentage of share capital held by the three largest shareholders is seven points lower in the target sample (37.18%) than in the control sample (44.59%), the same as if we consider each of these largest shareholders separately. Further, these results are also confirmed if we examine the 25th, 50th, 75th and 99th percentiles of the target and control samples, since the largest shareholders of target firms hold less concentrated stakes in most of these percentiles.

This tendency can also be appreciated by analyzing ownership concentration after the hedge fund involvement in the target firm. The information displayed in Table XVI corresponds to the year in which the activist investment takes place (T) and the information displayed in Table XVII corresponds to the following year (T+1).

Table XV. Ownership Structure and Board Characteristics of Target Firms Before the Hedge Fund Investments (T-1)

This table reports descriptive statistics about the ownership structure and the board characteristics of target firms the year before the hedge fund investment (T-1). Regarding the ownership structure, Panel A columns 2 (target sample) and 9 (control sample) present the average percentage of shares owned by the 3 largest shareholders, in addition to the average percentage of shares held by each of these three largest shareholders separately. We also report the 25th, 50th (median), 75th, and 99th percentiles of the samples in Panel A columns 3-6 (target sample) and in columns 10-13 (control sample). Regarding the board characteristics, provided are the mean number of non-executive and executive directors that sit on the board, and the mean proportion of non-executive/executive (Panel B column 2 (target sample) and 9 (control sample)). The 25th, 50th (median), 75th, and 99th percentiles of the samples are also reported in Panel B Columns 3-6 (target sample) and Columns 10-13 (control sample). Further, it is also reported whether there is a division of responsibilities at the head of the company by reporting the number of companies in which the roles of CEO and chairman are held by the same person (Panel C columns 7 (target sample) and 14 (control sample)), and the number of companies in which there is a division of these positions (Panel C columns 8 (target sample) and 15 (control sample)).

	Target Sample							Control Sample						
	Mean (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Yes (7)	No (8)	Mean (9)	25% (10)	50% (11)	75% (12)	99% (13)	Yes (14)	No (15)
Panel A: Ownership Structure														
% share capital held by the 3 largest shareholders	37.18	24.21	35.6	49.0	82.8			44.59	26.51	42.6	60.74	89.0		
% share capital held by the 1st largest shareholder	23.70	11.4	18.86	29.54	82.49			29.49	12.3	21.69	44.21	81.62		
% share capital held by the 2nd largest shareholder	10.50	6.43	9.32	12.97	29.91			10.79	6.3	9.81	12.92	27.5		
% share capital held by the 3rd largest shareholder	6.62	5	5.98	7.79	17.78			6.85	4.015	6.325	9.01	19.3		
Panel B: Executive Vs. Non-Executive Directors														
Non-executive directors	5.24	3	4	6	21			5.04	3	4	6	19		
Executive directors	3.15	2	3	4	8			3.14	2	3	4	9		
Proportion	2.13	1	1.5	2.33	14			2.07	1	1.5	2.5	11		
Panel C: Leadership Structure														
CEO = Chairman?						35	167						51	164

Table XVI. Ownership Structure and Board Characteristics of Target Firms after the Hedge Fund Investments (T)

This table carries descriptive statistics about the ownership structure and the board characteristics of target firms at the end of the year in which the hedge fund acquires the stake in the company (T). The structure of this table is similar to Table XV, except that this table also presents the board changes that take place just after the hedge fund investment. Panel D columns 2 (target sample) and 9 (control sample) provide information related to the mean percentage of directors who remain on the board at the end of the year T, taking as a reference the board composition in T-1. The 25th, 50th (median), 75th and 99th percentiles of the samples are also reported in Panel D columns 3-6 (target sample) and columns 10-13 (control sample). It is also shown whether the CEO and/or the chairman of the firm continue holding their positions in the firm that year (Panel D columns 7 and 8 (target sample) and 14 and 15 (control sample)).

	Target Sample							Control Sample						
	Mean (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Yes (7)	No (8)	Mean (9)	25% (10)	50% (11)	75% (12)	99% (13)	Yes (14)	No (15)
Panel A: Ownership Structure														
% share capital held by the 3 main shareholders	41.97	27.53	39.87	56	94.17			44.22	25.47	39.82	61.63	86.48		
% share capital held by the 1st main shareholder	26.54	12.03	20.86	32.9	91.11			29.94	12.08	21.65	49.9	81.65		
% share capital held by the 2nd main shareholder	10.65	5.87	9.74	13.4	27			10.53	5.96	9.47	12.4	27.82		
% share capital held by the 3rd main shareholder	7.61	5	6.615	9.08	24.3			6.62	4.28	6.06	8.7	15		
Panel B: Executive Vs. Non-executive Directors														
Non-executive directors	5.543	3	5	6	22			5.17	3	5	7	19		
Executive directors	2.95	2	3	4	12			3.14	2	3	4	10		
Proportion	2.34	1	1.67	3	11			2.20	1	1.5	2.5	11		
Panel C: Leadership Structure														
CEO = Chairman?						32	159						45	167
Panel D: Board Changes														
% directors that remain in the board	79.3	66.67	80.0	100	100			88.67	80.0	91.67	100	100		
Same CEO?						126	37						171	33
Same Chairman?						133	38						181	56

Table XVII. Ownership Structure and Board Characteristics of Target Firms after the Hedge Fund Investments (T+1)

This table reports descriptive statistics about the ownership structure and the board characteristics of target firms one year after the hedge fund engagement in the company (T+1). The structure of this table is similar to Table XIII, except that this table also presents the board changes that take place one year after the hedge fund investment. Panel D columns 2 (target sample) and 9 (control sample) provide information related to the mean percentage of directors who remain in the board at the end of the year T+1, taking as a reference the board composition in T-1. The 25th, 50th (median), 75th and 99th percentiles of the samples are also reported in Panel D columns 3-6 (target sample) and columns 10-13 (control sample). Further, it is also shown whether the CEO and/or the chairman of the firm continue holding their positions in the firm that year (Panel D columns 7 and 8 (target sample) and 14 and 15 (control sample)).

	Target Sample							Control Sample						
	Mean (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Yes (7)	No (8)	Mean (9)	25% (10)	50% (11)	75% (12)	99% (13)	Yes (14)	No (15)
Panel A: Ownership Structure														
% share capital held by the 3 main shareholders	43.89	27.9	40.22	60.82	93.4			45.60	27.01	43.3	62.6	88.77		
% share capital held by the 1st main shareholder	28.25	12.91	22.1	36.29	90.42			30.86	11.94	23.60	50.03	82.1		
% share capital held by the 2nd main shareholder	12.76	6.3	10.0	14.6	37.1			10.78	6.29	9.44	13.70	27.55		
% share capital held by the 3rd main shareholder	7.4	4.98	6.48	9.14	20.51			6.821	4.39	6.06	9.07	16		
Panel B: Executive Vs. Non-executive Directors														
Non-executive directors	5.81	3	5	7	21			5.17	3	5	6	18		
Executive directors	2.77	2	3	4	7			3.08	2	3	4	11		
Proportion	2.45	1.29	1.71	3	10			2.25	1	1.5	2.5	12		
Panel C: Leadership Structure														
CEO = Chairman?						30	144						48	159
Panel D: Board Changes														
% directors that remain in the board	63.94	50	66.67	83.33	100			76.48	62.5	80.0	100	100		
Same CEO?						99	49						136	70
Same Chairman?						96	59						150	63

As can be seen from these tables (Panel A), the ownership structure of target firms becomes ever less concentrated after the hedge fund investment. Only the average stake owned by the second and third largest shareholders is slightly higher for target firms in the year in which the engagement takes place (T) and the following one (T+1).

However, it is important to note that the ownership concentration of target firms appears to increase significantly in T and T+1, while it is much more constant in the control firms. As an illustration, the average percentage of share capital held by the three largest shareholders in target firms increases from 37.18% in T-1 to 41.97% in T and 43.89% in T+1.Regarding the control firms, this percentage decreases from 44.59% in T-1 to 44.22% in t and increases to 45.60% in T+1, that is, this difference hardly reaches 1%.Unlike what is stated in sub-hypothesis H2.7., these results suggest that hedge funds prefer to invest in companies with a more dispersed ownership structure and, once they have carried out their investment, they promote a more concentrated ownership structure, which helps to increase management control.

Regarding the characteristics of the board of directors, Tables XV (T-1), XVI (T) and XVII (T+1)(Panels B) show that the number of non-executive directors is higher than the number of executive directors in both target sample and control sample, before and after the hedge funds became involved in the target firms. Nevertheless, the average proportion of non-executive/executive is higher for the target sample in the three periods considered. Therefore, we do not obtain evidence that activist hedge funds prefer to invest in companies with a high proportion of executive directors, as stated in the sub-hypothesis H2.1.

From Table XV (Panel C) it can also be seen that the number of target companies with a division in the roles of chairman and CEO is higher than the number of target firms that do not separate these positions before the hedge fund investment. However this finding is similar if we analyze the target sample. Further, Tables XVI and XVII (Panel C) show that those target firms that combine both roles are also a minority in T and T+1, so the leadership structure of target firms does not experience any change as a result of the hedge fund investments.

Further, Tables XVI and XVII (Panel D) also show the board turnover in the years following the hedge fund investment. From these Tables it is clear that the directors' turnover is higher in target firms. If we take as a

reference the board composition in the year before the hedge fund investment (T-1), then the average percentage of directors who have left the board of target firms (control firms)at the end of the year in which the hedge fund becomes involved in the company is 20.7% (11.3%), and this percentage reaches 36.06% (23.52%) at the end of the following year (T+1), when hedge funds might be supposed to have enough time to impact on the boards. Regarding the CEO and chairman turnover, we find from Tables XVI and XVII (Panel D) that the proportion of target firms which change their CEOs and/or chairmen compared to those that keep them in their positions in T and T+1 is not very different from the proportion obtained for the control sample. Only the chairmen turnover in target firms appears to be higher in T+1.

However, it is important to take into account that the board turnover and specially the CEO and chairman turnover in target firms could be even higher since these results could be affected by a survivorship bias. As can be seen from Tables XVI and XVII, this data is available for a greater number of firms in the control sample than in the target sample. This is mainly because many target companies were subject to takeover or buyout and became private just after being targeted by the hedge funds (this finding will be explained in more detail later), so the annual reports from which we obtain the information were no longer available, and therefore, these companies are not considered in these analyses.

When a target firm is subject to takeover, especially if it is hostile and ultimately successful, the new owner usually changes most of the directors, the CEO and the chairman. In this regard, Kini et al. (2004) report a higher average rate of CEO turnover following the takeover than before the takeover; and Koke (2004) finds that, following a change in control, management turnover increases, irrespective of whether target performance was good or poor before the control transaction. As we are not considering these companies in our analyses since their information is not available, it is possible that the results could be biased and the board turnover could be even higher in target firms following the hedge fund engagement, taking into account the numerous mergers and acquisitions that take place in target firms, as will be explained in the following paragraphs.

In summary, the results achieved to date indicate that neither the proportion of executive directors in the board, nor the firm's leadership structure have a significant impact on activist hedge fund investment

decisions in Europe since target firms and control firms present similar characteristics in this regard. Also, hedge funds do not appear to affect the leadership structure of target firms. In contrast, we obtain evidence that activist hedge funds prefer to invest in companies with a dispersed ownership structure, maybe because of the ease of acquiring a significant stake, and that these funds promote an increase of the ownership concentration as well as significant changes in the boards of target firms.

In addition, the second hypothesis also states that hedge funds may pursue a highly active role in other governance aspects other than the firm ownership structure and the board of directors. Consequently, we present Table XVIII in order to analyze the role played by these activists in generating corporate policy changes and supporting corporate control events like mergers, takeovers or buyouts. From this Table, it can be seen that, during the hedge fund investment period,135 companies (50.94%) changed their boards of directors (confirming the results related to the director turnover reported above), 88 firms (33.21%) carried out restructuring processes, 85 firms (32.08%) acquired other company(s) by private transaction or by launching a takeover, 81 firms (30.57%) received a takeover offer,81 companies (30.57%) became delisted, 50 firms (18.87%)initiated a buyback program which can be used as a method of cash payment to shareholders, 24 companies (9.06%) got involved in an expansion process, 22 firms (8.30%) experienced a merger and 6 firms (2.26%) were subject to a management buyout. It is also interesting to note the fact that hedge fund activism is a matter of publicly knowledge in 57 (21.51%) target companies, that is, there are news linking the hedge fund with the company explicitly.

If we consider all companies involved in any control-related event, we find that 175 companies (66.04%) received a takeover or a management buyout, acquired (an)other company(s) or launched a takeover, experienced a merger or were delisted[214]. It is also remarkable that 80.25% of companies subject to takeover were delisted, that 79.55% of target companies that performed restructuring changes also carried out board changes and that 71.93% of firms that experienced a public intervention by hedge funds changed their board of directors.

[214] This number does not correspond to the sum all these categories because some companies experience several control related-corporate events.

Table XVIII. Significant Corporate Events that Take Place in Target Companies during the Hedge Fund Investment Period

This table displays the corporate events that take place in target firms starting with the hedge fund acquisition of at least 1% of the share capital and continuing for the whole investment period. Column 1 displays the categories of corporate events. They include takeovers, acquisitions, mergers, buyouts, exchange delistings, restructuring processes, board changes, expansion processes and share buyback programs. Further, it is also indicated whether the activism is public (cases where there is news coverage of the activist hedge fund activity). Column 2 shows the number (percentage) of target firms that experience each kind of corporate event. Columns 3-12 show the number of firms that experience two types of corporate events (those indicated by their corresponding row and column) during the hedge fund investment period and the percentage that these firms represent over the total number of firms that experience the event indicated in the corresponding row.

Event categories	N° targets (%)	Subject to takeover	Launch a takeover/ Acquisition	Merger	Buyout	Exchange delisting	Restructuring process	Board changes	Expansion process	Buyback program	Public activism
Subject to takeover	81 (30.57%)		14 (17.28%)	3 (3.70%)	1 (1.23%)	65 (80.25%)	13 (16.05%)	23 (28.40%)	1 (1.23%)	9 (11.11%)	16 (19.75)%
Launch a takeover/ Acquisition	85 (32.08%)	14 (16.47%)		9 (10.59%)	0 (0.00%)	10 (11.76%)	30 (35.29%)	55 (64.70%)	16 (18.82%)	21 (24.71%)	21 (24.71%)
Merger	22 (8.30%)	3 (13.64%)	9 (40.91%)		0 (0.00%)	6 (27.27%)	7 (31.82%)	10 (45.45%)	3 (13.64%)	8 (36.36%)	8 (36.36%)
Buyout	6 (2.26%)	1 (16.67%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)		5 (83.3%)	0 (0.00%)	2 (33.33%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	2 (33.33%)
Exchange delisting	81 (30.57%)	65 (80.25%)	10 (12.35%)	6 (7.41%)	5 (6.17%)		16 (19.75%)	22 (27.16%)	1 (1.23%)	11 (13.58%)	16 (19.75%)
Restructuring process	88 (33.21%)	13 (14.77%)	30 (34.09%)	7 (7.95%)	0 (0.00%)	16 (18.18%)		70 (79.55%)	7 (7.95%)	25 (28.40%)	28 (31.82%)
Board changes	135 (50.94%)	23 (17.04%)	55 (40.74%)	10 (7.41%)	2 (1.48%)	22 (16.30%)	70 (51.85%)		11 (12.94%)	28 (20.74%)	41 (30.37%)
Expansion process	24 (9.06%)	1 (4.17%)	16 (66.67%)	3 (12.5%)	0 (0.00%)	1 (4.17%)	7 (29.17%)	11 (45.83%)		9 (37.5%)	3 (12.5%)
Buyback program	50 (18.87%)	9 (18.0%)	21 (42.00%)	8 (16.0%)	0 (0.00%)	11 (22.00%)	25 (50.00%)	28 (56.00%)	9 (18.00%)		13 (26.00%)
Public activism	57 (21.51%)	16 (28.07%)	21 (36.84%)	8 (14.0%)	2 (3.50%)	16 (28.07%)	28 (49.12%)	41 (71.93%)	3 (5.26%)	13 (22.81%)	

Table XIX. Correlation Matrix between Corporate Events

The matrix below shows the correlation between categories of corporate event that take place in target firms during the activist hedge fund investment period.

	Subject to takeover	Launch a takeover/ Acquisition	Merger	Buyout	Exchange delisting	Restructur. process	Board changes	Expansion process	Buyback program	Public activism
Subject to takeover	1.0000									
Launch a takeover/Acquisition	-0.2103	1.0000								
Merger	-0.1106	0.0569	1.0000							
Buyout	-0.0459	-0.1046	-0.0458	1.0000						
Exchange delisting	0.7155	-0.2805	-0.0215	0.1743	1.0000					
Restructuring process	-0.2417	0.0304	-0.0089	-0.1073	-0.1895	1.0000				
Board changes	-0.2693	0.1854	0.0207	-0.0618	-0.2822	0.3874	1.0000			
Expansion process	-0.1808	0.2339	0.0480	-0.0480	-0.1808	-0.0271	-0.0251	1.0000		
Buyback program	-0.1315	0.1025	0.1345	-0.0734	-0.0897	0.1719	0.0510	0.1503	1.0000	
Public activism	-0.0284	0.0535	0.1088	0.0438	-0.0284	0.1769	0.4205	-0.0692	0.0527	1.0000

To shed more light on the interrelation between these corporate events, Table XIX shows the correlation matrix for the corporate events that have taken place in target firms during the hedge fund investment period. The correlations that should be noted are the 0.715 correlation between "Delisted" and "Receive a takeover", which confirms that most of the firms that received a takeover offer were eventually delisted, and the 0.42 correlation between "Public" and "Board changes", indicating that changes in the boards of target firms are common when hedge funds make public their activism in these firms. Further, the 0.3874 correlation between "Board changes" and "restructuring" hints at these two corporate events happening frequently hand in hand. None of the remaining events are correlated to an extent that merits noting.

Table XX shows a breakdown of the corporate events by target country. Although this Table includes all the countries that comprise our sample, we are going to focus our analyses on the four countries in which most of the activist investments have taken place: the U.K., Germany, Italy and France. In this sense, the U.K. shows the highest level of corporate control activity since 46 out of 110 target companies that receive a takeover offer are domiciled in U.K. and 66% of management buyouts take place in this country. It is also remarkable that 46.36% of target firms from the U.K. become delisted after the hedge fund investment. Board changes and, to a lesser degree, restructuring processes are also important in this country.

Italy is the country in which most of the mergers (40.91%) take place, in fact, 25.71% of target firms located in that country are involved in a merger event. In Italy, it is also interesting that 31.43% of target firms become delisted after the hedge fund investment and that hedge funds gain a seat on the boards of nearly 50% of target firms in which board changes take place. Further, 37.14% of target firms approve buyback programs and the hedge fund campaigns of activism are publicly known in 22.86% of the cases.

Regarding German targets, overall they are characterized as typically experiencing restructuring processes (44%) and board changes (56%). Besides, target firms experiencing expansion processes and acquiring other firms are also notable in this country. In France, 48.15% of target firms make private acquisitions or launch takeovers, 51.85% carry out changes in the board, and 33% initiate a restructuring plan. The hedge fund demands are publicly known in 25.9% of the cases.

Table XX. Distribution of Corporate Events by Country

This table displays a breakdown of the corporate events by country. Column 2 shows the number of target companies domiciled in each of the 15 countries considered in the sample. Columns 3-12 report the number of target companies that experience each of the corporate events (takeovers, acquisitions, mergers, buyouts, exchange delistings, restructuring processes, board changes, expansion processes and share buyback programs), organized by country. It should be noted that column 9 provides the number of target firms that experience changes in the board but in which hedge funds do not get representation on board, as well as the number of firms in which hedge funds gain a seat on the board. Column 12 indicates the number of companies in which the activism is publicly known.

Country	Total targets	Subject to takeover	Launch a takeover/ Acquisition	Merger	Buyout	Exchange delisting	Restructuring process	Board changes	Expansion process	Buyback program	Public activism
Austria	1	0	1	0	0	0	1	1+0	1	1	0
Belgium	2	1	1	0	0	1	1	0+0	0	0	0
France	27	7	13	5	1	4	9	10+4	1	5	7
Germany	50	9	20	1	0	6	22	26+2	8	10	10
Greece	3	0	0	0	0	0	0	2+1	1	0	1
Ireland	4	3	0	0	0	3	0	0+0	0	0	1
Italy	35	8	14	9	1	11	6	6+5	4	13	8
Luxemburg	3	0	1	0	0	0	2	2+0	1	1	0
Netherlands	9	1	5	1	0	2	3	4+2	1	1	2
Poland	2	0	0	0	0	0	1	0+0	1	0	0
Portugal	1	1	0	0	0	0	0	0+0	0	0	0
Spain	8	3	4	2	0	1	4	3+1	1	3	1
Sweden	2	0	1	0	0	0	2	2+0	0	1	1
Switzerland	8	2	2	0	0	2	2	3+1	0	5	1
UK	110	46	23	4	4	51	35	54+6	5	10	25
Total	265	81	85	22	6	81	88	135	24	50	57

Table XXI. Distribution of Corporate Events by Activist Hedge Fund

This table displays the number of companies targeted by each activist hedge fund (column 2) and indicates how many of these firms have experienced any of the corporate events indicated in columns 3-12. Column 9 provides the number of firms targeted by the hedge fund that experience changes in the board but in which the hedge fund has not a representation on it, as well as the number of target firms in which the hedge fund has gained a seat on the board.

Hedge Fund Name	Nº companies	Subject to takeover	Launch a takeover/ Acquisition	Merger	Buyout	Exchange delisting	Restruct. process	Board changes	Expansion process	Buyback program	Public activism
Absolute Capital Management Holdings Ltd.	45	8	15	1	0	8	19	23+2	7	7	5
Amber Capital Investment Management	44	9	16	9	1	8	14	13+8	4	14	11
Atticus Capital, L.P.	5	1	3	2	0	1	3	3+0	0	1	1
BlueBay Asset Management plc	2	0	1	1	0	0	1	1+1	0	0	2
Brencourt Advisors L.L.C	3	3	0	0	0	3	0	0+0	0	0	1
Cannell Capital Management, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	1	0+1	0	0	1
Caxton Associates, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	0	0+0	0	1	0
Cerberus Capital Management, L.P.	1	0	1	0	0	0	0	1+0	0	0	0
Children's Investment Fund Management (UK) LLP	4	1	1	2	0	1	1	1+0	0	2	1
Citadel Investment Group, L.L.C.	10	2	5	0	0	2	1	4+0	2	1	0
Clinton Group, Inc.	1	0	1	0	0	0	0	1+0	0	0	0
Contrarian Capital Management, LLC	2	0	0	0	0	0	1	1+0	0	0	0
Cycladic Capital, L.L.P.	21	3	8	2	1	4	10	9+6	3	3	9
D. E. Shaw & Co., L.P.	5	4	1	1	1	3	0	2+0	0	1	0

Table XXI. Distribution of Corporate Events by Activist Hedge Fund (Cont.)

Hedge Fund Name	Nº companies	Subject to takeover	Launch a takeover/ Acquisition	Merger	Buyout	Exchange delisting	Restruct. process	Board changes	Expansion process	Buyback program	Public activism
Deephaven Capital Management, L.L.C.	12	12	0	1	1	11	0	0+0	0	0	2
Elliott International Capital Advisors, Inc.	3	2	1	1	0	0	1	1+1	0	0	3
Eminence Capital, L.L.C.	4	0	2	0	0	0	2	2+0	1	2	0
Farallon Capital Management, L.L.C.	2	1	0	0	0	1	0	0+0	0	1	0
Fursa Alternative Strategies	10	4	3	1	0	3	4	5+0	0	1	4
Greenlight Capital, Inc.	5	1	5	0	0	1	2	3+0	3	2	0
JANA Partners, LLC	2	0	1	1	0	0	1	1+0	1	1	0
K Capital Partners, L.L.C.	9	1	5	0	0	1	5	4+1	0	3	5
Loeb Partners Corp.	7	4	1	0	0	4	1	3+0	0	0	0
Mercury Real Estate Advisors, L.L.C.	3	0	0	0	0	1	1	1+0	0	1	1
MHR Fund Management, L.L.C.	2	0	0	0	0	0	0	2+0	1	0	0
Och-Ziff Capital Management, L.P.	13	6	3	1	1	8	7	7+0	2	2	4
Pardus Capital Management, L.P.	3	0	2	1	0	1	2	1+1	0	0	1
Paulson & Co. Inc.	7	5	2	0	0	5	0	3+0	0	0	1
Perry Capital, LLC	2	1	0	0	0	1	1	1+0	0	0	0
Polygon Investment Partners	9	8	1	0	1	6	0	2+0	0	0	3

Table XXI. Distribution of Corporate Events by Activist Hedge Fund (Cont.)

Hedge Fund Name	Nº companies	Subject to takeover	Launch a takeover/ Acquisition	Merger	Buyout	Exchange delisting	Restruct. process	Board changes	Expansion process	Buyback program	Public activism
Principle Capital Advisors Limited	6	1	0	0	0	1	5	6+0	0	3	3
QVT Financial L.P.	8	1	1	0	1	2	4	4+0	0	2	3
Sandell Asset Management	8	7	1	0	0	4	1	1+1	0	1	2
Seneca Capital Advisors, L.L.C.	2	0	2	0	0	0	0	1+0	1	0	1
Stark Investments	4	2	2	0	0	1	2	4+0	0	2	0
Steel Partners, L.L.C.	7	1	3	0	0	1	6	5+2	1	1	3
Third Point, L.L.C.	1	0	1	0	0	0	0	1+0	0	1	0
Tontine Management, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	0	1+0	0	0	0
Toscafund Asset Management, L.L.P.	7	0	3	0	0	0	5	5+0	0	2	2
TPG Axon Capital	1	0	1	0	0	0	1	0+0	1	0	0
Trafalgar Asset Managers, Ltd.	38	24	4	0	1	25	10	11+2	0	4	7
Tudor Investment Corporation	4	0	2	1	0	0	0	3+0	2	0	1
Value Act Capital Partners, L.P.	1	0	1	1	0	0	0	1+0	0	0	1
Wynnefield Capital Management, L.L.C.	1	0	0	0	0	0	1	0+1	0	0	1
Wyser Pratte Management Co., Inc.	5	0	3	1	0	0	3	2+2	1	2	4

Table XXII. Descriptive Statistics for Control-Related Events

This table provides information regarding the control-related events that take place in target companies during the hedge fund engagement. It shows the characteristics relating to the terms of the events, which include the method of payment (cash, shares or both), the mood of the event (friendly versus hostile), and the outcome (successful versus unsuccessful). For each category of events (column 1), we provide the number (%) of target companies that experience this event (column 2), the number (%) of targets in which the means of payment is cash (column 3), equity (column 4) or both (column 5); the number (%) of targets which are friendly (column 6) or hostile (column 7) to the event; and the number (%) of targets in which the event is successful (column 8) or unsuccessful (column 9).

Control related events	Nº Targets	All-cash	All-stock	Mixed	Friendly	Hostile	Successful	Unsuccessful
Takeovers (undergone)	81 (30.57%)	70 (86.42%)	5 (6.17%)	6 (7.41%)	71 (87.65%)	10 (12.35%)	73 (90.12%)	8 (9.88%)
Management buyouts	6 (2.26%)	6 (100%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	6 (100%)	0 (0.00%)	6 (100%)	0 (0.00%)
Mergers	22 (8.30%)	3* (13.64%)	15 (68.18%)	1 (4.55%)	20 (90.91%)	2 (9.09%)	20 (90.91%)	2 (9.09%)
Takeovers (launched)	14 (5.28%)	9 (64.28%)	2 (14.29%)	3 (21.43)	9** (64.28%)	4 (28.57)	8 (57.14%)	6 (42.86%)
Private acquisitions	71 (26.79%)							
	85 (32.08%)							

* The information regarding the mean of payment is not available for three mergers.

** The information regarding the level of hostility is not available for one takeover launched by a target firm.

Regarding the distribution of the corporate events depending on the hedge funds that carry out the investments, Table XXI is illuminating since it demonstrates whether the behaviour of the activist hedge funds is similar in all their target firms, promoting the same corporate events in all of them or whether, in contrast, they promote different corporate events depending on the needs of each company. In this sense, it can be seen that, for example, most of the target companies of Trafalgar and Deephaven receive a takeover offer and are finally delisted after the hedge fund investment.

Besides, it is also interesting that most of the investments of the hedge fund Wyser Pratte are publicly known, that Cycladic and Amber usually gain a seat on their target boards, that Amber's targets are involved in 40% of the mergers and that 42% of the companies in which Absolute Capital Management is invested carry out restructuring processes.

Given the relevance of control related events in target firms, Table XXII is specifically focused on them. It provides information on the characteristics of the takeovers (undergone and launched), mergers and management buyouts that take place in these target companies while the hedge fund is invested in them. As can be seen from this table, most of the takeovers received by target firms tend to be friendly (87.65%), paid in cash (86.42%) and successful (90.12%). These results are similar for the management buyouts and mergers, except that stock is preferred in mergers as a means of payment (68.18%). Regarding the takeovers launched[215] by target companies, we find that most of them are friendly and cash offers. However, the most interesting thing is that 42.86% of them were unsuccessful, which could be the result of hedge funds opposing value reducing bids.

In order to check whether the target firms in which these control transactions take place (mergers, takeovers, buyouts) are companies with poor operating performance, we present Table XXIII. In this Table we compare the return on assets (ROA) and the return on equity (ROE) of these target firms with the ROE and ROA of their corresponding control companies the year before the hedge fund investment, and examine if the

[215] It should be noted that for these analyses we have not included the private acquisitions carried out by target firms, so these results refer only to those takeovers made by target firms.

means and medians of both samples are statistically different. As can be seen, target firms present a poorer operating performance in comparison with the control firms, which confirms that a low operating efficiency could be one of the reasons that lead activist hedge funds to promote and support control changes in their target firms.

It is necessary to clarify that, out of the 81 target companies that received a takeover offer, 16 of them received several offers from different bidders (bidding battles) until the board accepted a definitive one. For example, in June 2006, De Vere Group was poised to agree a cash offer by Richard Balfour-Lynn's Alternative Hotel Group (AHG) worth 825 pence per share, when the private equity group Permira entered the race for De Vere. Permira confirmed that it had been "considering whether to make an offer" for the De Vere Group and urged its shareholders to delay accepting the recommended 825 pence per share offer from AHG while it considered its position. As a response, the Alternative Hotel Group raised its offer from 825 pence a share to 850 pence in an attempt to pre-empt a possible counterbid from Permira, and just eight days later, they launched a knockout 875 pence per share bid (this offer was almost identical to the unconditional bid that Permira was preparing to launch), which led to the immediate withdrawal of Permira and put an end to the bidding battle.

Table XXIII. Operating Performance of Target Firms that Experience a Control Event

This table presents the operating performance (ROA and ROE) of those target firms that experience a corporate control event during the hedge fund investment. These data are referred to the year before the hedge fund investment (t-1). Columns (2), (3), (4) and (5) present the mean and median of these variables in t-1, differentiating between target firms and control companies. Finally, columns (6) and (7) report the t-test and the Z-statistic from the Wilcoxon signed rank test, respectively. These two variables are winsorized at the 2% and 98% levels. *******significant at the 0.01 level; ******significant at the 0.05 level; *****significant at the 0.10 level.

Operating Performance(1)	Target Sample		Control Sample		Tests	
	Mean(2)	Median(3)	Mean(4)	Median(5)	*t*-Test (6)	Wilcoxon Test(7)
ROA	0.1785	3.385	4.2256	4.275	-2.5294	-1.762 (0.0780)
ROE	-0.1964	8.8733	10.8081	10.9333	-2.8980	-1.891 (0.0587)

Table XXIV. Ownership Structure of Target Firms Subject to a Takeover Offer

This table displays descriptive statistics about the ownership structure of target firms (only those firms that receive a takeover offer during the hedge fund investment period) the year before the hedge fund investment (Panel A), at the end of the year in which the hedge fund acquires the stake in the company (Panel B) and one year after the hedge fund investment (Panel C). Columns 2 (target sample) and 7 (control sample) present the average percentage of shares owned by the three largest shareholders, in addition to the average percentage of shares held by each of these three largest shareholders separately. We also report the 25th, 50th (median), 75th, and 99th percentiles of the samples in columns 3-6 (target sample) and 8-11 (control sample).

	T-1									
	Target Sample					Control Sample				
Panel A	Mean (2)	25% (3)	50% (4)	75% (5)	99% (6)	Mean (7)	25% (8)	50% (9)	75% (10)	99% (11)
Ownership Structure										
% share capital held by the 3 main shareholders	36.15	24.42	31.41	43.03	80.59	41.35	21.68	38.83	59.69	87.46
% share capital held by the 1st main shareholder	21.64	11.73	18.04	28.68	80.59	25.71	10.28	16.41	43.74	80.7
% share capital held by the 2nd main shareholder	10.82	6.61	9.29	13.4	35.00	10.07	5.30	8.78	12.07	26.60
% share capital held by the 3rd main shareholder	6.39	5	5.77	7.74	13.27	6.88	3.97	6.15	8.10	19.52

	T									
	Target Sample					Control Sample				
Panel B	Mean	25%	50%	75%	99%	Mean	25%	50%	75%	99%
Ownership Structure										
% share capital held by the 3 main shareholders	49.63	32.09	45.03	67.67	94.3	42.88	24.63	38.46	61.1	7.49
% share capital held by the 1st main shareholder	35.12	16.71	27.11	44.62	94.17	27.89	11.6	18.65	47.15	80.7
% share capital held by the 2nd main shareholder	10.79	8.1	10.12	11.8	28.26	9.77	6.07	8.90	12.1	25.00
% share capital held by the 3rd main shareholder	7.2	5.43	7.19	8.67	12.43	7.17	4.71	6.75	8.84	19.52

	T+1									
	Target Sample					Control Sample				
Panel C	Mean	25%	50%	75%	99%	Mean	25%	50%	75%	99%
Ownership Structure										
% share capital held by the 3 main shareholders	54.82	36.1	50.44	77.2	98.4	45.10	26.01	416	64.00	87.62
% share capital held by the 1st main shareholder	40.79	19.78	28	56.11	98.4	29.15	11.49	23.69	50.01	80.70
% share capital held by the 2nd main shareholder	12.52	6.39	10.69	17.65	28.26	10.51	6.4	8.45	13.00	27.55
% share capital held by the 3rd main shareholder	7.25	4.97	6.47	8.55	19.80	6.97	4.66	6.12	9.54	16.00

Similarly, in 14 other targets, the initial offer was rejected and the bidder had to improve it several times until the offer was accepted and recommended by the board. It is also remarkable that even in those target firms that only received one offer, the offered price represents a significant premium on the price prior to the takeover announcement. Such is the case with the companies Horizon Techology Corp and Alltracel Pharmaceuticals Plc, which got a premium of 153% and 51.35%, respectively, on the closing price before the takeover approach (Business World Digest, 2008; RTE News, 2008). This evidence suggests that hedge funds play a significant role in seeking better takeover terms as they usually hold out[216] until the offer fully recognizes the growth potential and the future value of the firm. "We are saying that the valuation in the agreement has serious flaws, making the offer grossly inadequate", said Paulson& Co, a New York-based hedge fund, in relation to the offer launched to Celanese AG minority shareholders (PR Newswire US, 2005).

It is also interesting that 24 other target firms initiated takeover talks with potential bidders, but these talks did not ultimately lead to a formal offer for the company, so, if we also consider them, then we find that 105 (40%) companies were takeover objectives during the hedge fund investment period, which demonstrates hedge funds' effectiveness in attracting buyers and their preference for companies which are potential takeover targets.

Finally, to complete our study on those firms that were subject to a takeover, we analyze the ownership structure of these companies before and after the hedge fund engagement in order to compare these results with the ones obtained for the whole sample in Tables XV, XVI and XVII (Panel A). As is displayed in Table XXIV (Panel A), the year before the hedge fund investment, the ownership concentration is lower in target firms than in control firms, the same as can be observed if we consider the whole sample. However, from this Table it can be noted that, in contrast with the results obtained for the whole sample, the ownership concentration of target firms becomes higher than the ownership concentration of their control firms after the hedge fund investment.

[216] In some cases, hedge funds refused to sell their shares during the takeover period, and when the bidders needed them to reach the threshold required by law to squeeze out the remaining shareholders, they tendered their shares thus collecting an extra premium (see, e.g., Gewirtz, 2005; AFX, 2007).

See for example the mean percentage of share capital held by the three main shareholders at the end of the year in which the hedge fund acquires the stake in the firm (Panel B). This mean percentage is 49.63% for target firms and 42.88% for their corresponding control sample. Further, one year later, in t+1 (Panel C), the mean stake of share capital owned by the three main shareholders in target firms, 54.82%, is still higher than in control companies, 45.10%, which reveals the significant increase of the ownership concentration experienced by those target firms which ultimately receive a takeover offer. In fact, in t+1, the three main shareholders have a controlling position in more than a half of the target sample.

6.3.4.3. The legal and institutional environment

According to our third hypothesis, activist hedge funds are also expected to consider the macro corporate governance environment surrounding companies when they make their investment decisions. In order to shed light on this hypothesis, we present Table XXV which allows us to examine the number and percentage of activist hedge fund investments that take place in countries with stronger or weaker investor protection (Panel A), in countries with a more or less developed financial system (Panel B) and in countries with higher or lower corporate control mechanisms (Panel C).

Table XXVI presents the country level corporate governance variables used in the analysis[217]. It should be noted that there is no available data to create these dummies for Luxemburg and Poland, so the companies located in these countries (3 and 2 companies respectively), and therefore, the hedge fund investments in those companies (7 and 2 investments respectively) have been deleted for this analysis.

Returning to Table XXV, Panel A is focused on the level of investor protection and classifies the investments depending on the country in which they have taken place, that is, in countries with a *common law* or *civil law* legal origin (*dummy* variable DCL), in countries with a higher or lower level of legal enforcement (*dummy* variable DEF), in countries with stronger or weaker minority shareholder protection (*dummy* variable DAR) and in

[217] Only the corporate governance dummy variable parameter estimates are presented. However, the full set of indexes and calculations is available from the author on request.

countries with a higher or lower effective investor protection in general (*dummy* variable DEP which results from the combination of the other three measures). As can be seen, activist hedge funds prefer to invest in companies belonging to countries with a higher level of legal enforcement (231 investments, 72%), stronger minority shareholder protection (323 investments, 95%), and stronger investor protection in general (262 investments, 81%).

Furthermore, Panel B shows the distribution of the hedge fund investments depending on whether they have taken place in firms operating in countries with a higher or lower level of financial system development (dummy variable DFS). As it is displayed, in most years, more than 70% of the investments take place in firms located in countries with a more developed financial system (2007 is the only year in which the distribution of the investments is more equitable).

Finally, Panel C classifies the investments depending on whether they have taken place in firms located in countries which are characterized by a more or less concentrated ownership structure (dummy variable DOC), in countries with a unitary or dual (or similar) board structure (dummy variable DEB) and in countries with a more or less developed market for corporate control (dummy variable DMCC).As shown in this panel, activist hedge funds prefer to invest in companies operating in countries characterized by a dispersed ownership structure (206 investments, 64%) and a dual (or similar) board structure (235 investments, 73%). However, these funds do not seem to show a clear preference regarding the level of development of the market for corporate control. Finally, if we consider the dummy variable (DCM) that combines the three previous factors relating to the corporate control mechanisms, we can see that activist hedge funds prefer to invest in companies operating in countries with stronger control mechanisms (235 investments, 73%).

All this evidence confirms that country level corporate governance factors are relevant in explaining activist hedge fund investment decisions, which supports the third hypothesis.

Table XXV. Analysis of the Country Governance Factors

This table displays the number and percentage of activist investments that take place in countries with a stronger macro corporate governance environment (dummy variables equal to 1) and in countries with a weaker macro corporate governance system (dummy variables equal to 0). The description of the dummy variables is provided in Table XXVI. Panel A focuses on dummy variables characterizing investor protection, Panel B focuses on dummy variables characterizing the financial system development and Panel C focuses on dummy variables characterizing the corporate control mechanisms.

Panel A	**Investor Protection**			
Investments	DCL	DEF	DAR	DEP
Nº investments in countries with dummies =1	149	231	307	262
Nº investments in countries with dummies =0	174	92	16	61
Total investments	323	323	323	323
% of investments in countries with dummies =1	46%	72%	95%	81%
% of investments in countries with dummies =0	54%	28%	5%	19%

Panel B	**Financial System Development**						
Investments	DFSD 2003	DFSD 2004	DFSD 2005	DFSD 2006	DFSD 2007	DFSD 2008	DFSD
Nº investments in countries with dummies =1	14	37	58	64	43	14	230
Nº investments in countries with dummies =0	1	1	19	28	41	3	93
Total investments	15	38	77	92	84	17	323
% of investments in countries with dummies =1	93%	97%	75%	70%	51%	82%	71%
% of investments in countries with dummies =0	7%	3%	25%	30%	49%	18%	29%

Panel C	**Corporate Control Mechanisms**			
Investments	DOC	DEB	DMCC	DCM
Nº investments in countries with dummies =1	117	235	173	235
Nº investments in countries with dummies =0	206	88	150	88
Total investments	323	323	323	323
% of investments in countries with dummies =1	36%	73%	54%	73%
% of investments in countries with dummies =0	64%	27%	46%	27%

Table XXVI. Summary Statistics for Corporate Governance Factors across Countries

This table presents summary statistics for key corporate governance variables in our analysis. DCL is equal to 1 if a firm is domiciled in a common law country, and zero otherwise. DEF is equal to 1 if the firm is domiciled in a country with legal enforcement equal to or stronger than the median country in the sample and 0 otherwise. DAR is equal to 1 if the firm is domiciled in a country with anti-director rights equal to or above the median for the sample and 0 otherwise. DEP is equal to 1 if the firm is domiciled in a country with investor protection equal to or stronger than the median, and 0 otherwise. DOC is equal to 1 if the firm belongs to a country with ownership concentration (measured by three largest shareholders in the 10 largest non-financial, privately owned domestic firms) equal to or higher than the median and 0 otherwise. DEB is equal to 1 if the firm is domiciled in a country with a two-tier board structure system or when non-executive directors represent a significant proportion (50% or more) on boards and 0 otherwise. DMCC is equal to 1 if the firm is domiciled in a country with an active market for corporate control, and 0 otherwise. DCM is equal to 1 for firms with a combined corporate control index (computed as the sum of ownership concentration, board effectiveness and market for corporate control) equal to or above the sample median and 0 otherwise. DFSD is equal to 1 if the firm is domiciled in a country with a financial system development equal to or above the median for the sample, and 0 otherwise (provided on a yearly basis).

Country	*DCL*	*DEF*	*DAR*	*DEP*	*DOC*	*DEB*	*DMCC*	*DCM*
Austria	0	1	1	1	1	1	0	1
Belgium	0	1	0	0	1	0	0	0
France	0	0	1	1	0	0	0	0
Germany	0	1	1	1	1	1	0	1
Greece	0	0	0	0	1	0	0	0
Ireland	1	0	1	0	0	1	1	1
Italy	0	0	1	0	1	0	0	0
Netherlands	0	1	1	1	0	1	1	1
Portugal	0	0	1	0	1	0	0	0
Spain	0	0	1	0	1	1	0	1
Sweden	0	1	1	1	0	1	1	1
Switzerland	0	1	0	1	0	0	1	0
U.K.	1	1	1	1	0	1	1	1

Country	*DFSD*						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Austria	0	0	0	0	0	0	0
Belgium	0	0	0	0	0	0	0
France	1	1	1	0	1	1	1
Germany	1	1	1	1	0	0	0
Greece	0	0	0	0	0	0	0
Ireland	0	0	0	1	1	1	1
Italy	0	0	0	0	0	0	0
Netherlands	1	1	1	1	1	1	1
Portugal	0	0	0	0	0	0	0
Spain	1	1	1	1	1	1	1
Sweden	1	1	1	1	1	1	1
Switzerland	1	1	1	1	1	1	1
U.K.	1	1	1	1	1	1	1

6.3.4.4. Market information

Hypothesis 4 suggests that what really drives the investment decisions of activist hedge funds in Europe is the analysis of market information, especially stock market returns. To test this hypothesis, we have extended the basic specification of the initial model by incorporating a new variable, the stock market return on a yearly basis, MRET. The new specification of the model can be written as follows (2):

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

where

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 PTBR_{i,t} + \beta_2 ROA_i + \beta_3\left(\frac{CASH}{TA}\right)_i + \beta_4\left(\frac{TD}{TA}\right)_i + \beta_5 PAYOUT_i + \beta_6\left(\frac{CE}{TA}\right)_i + MRET + \varepsilon_i \quad (2)$$

The estimations of the new logit regressions are presented in Table XXVII[218]. These Models (1-20) try to demonstrate whether the stock market return of a firm have an effect on the likelihood of that firm being targeted by an activist hedge fund the following year. As shown in Table XXVII, the stock market returns of a firm do not have any significant impact on that likelihood, so we do not obtain evidence that confirms Hypothesis 4.

Furthermore, we have estimated again all these models replacing the variable MRET with MRETM, which represents an alternative measure of the annual market return that does not take into account the calendar year but it is calculated taking as a reference the quarter in which the hedge fund acquires 1% or more of the company share capital. The results obtained with this new variable are qualitatively similar, which confirms that the stock market return does not appear to be relevant in activist hedge fund investment decisions.

[218] In addition to the variables that are included in the new model specification (2), we also perform several trials with other variables (see footnote 85).

Table XXVII. Logit Analysis of Targeting - Market Information

This table reports the results of the logit model estimations. The dependant variable is a dummy variable equal to 1 if the company is targeted by an activist hedge fund (the activist acquires at least 1% of its share capital) during the following year, and 0 otherwise. The explanatory variables are MRET, TOBINQ, PTBR, ROA, ROE, CASH, CASHE, TD, STD, LTD, DYIELD, PAYOUT and CE, which denote market return,Tobin's Q, price-to-book ratio, return on assets, return on equity, cash, cash and equivalents, total debt, long term debt, short term debt,dividend yield, dividend payout, and capital expenditures, respectively. The variables CASH, CASHE, TD, LTD, STD and CE have been scaled by total assets. For each explanatory variable we report the logit coefficients and the p-values. In addition, the number of companies, the log likelihood and the p-value that determines if the overall model is statistically significant (prob>chi2) are also provided for each model. *******significant at the 0.01 level; ******significant at the 0.05 level; *****significant at the 0.10 level

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
CONST	-0.344 (0.014) **	-0.308 (0.034) **	-0.378 (0.020) **	-0.374 (0.026) **	-0.413 (0.008) ***	-0.412 (0.011) **	-0.298 (0.017) **	-0.291 (0.017) **	-0.561 (0.001) ***	-0.513 (0.002) ***
MRET	0.148 (0.281)	-0.015 (0.943)	0.145 (0.297)	-0.005 (0.984)	0.155 (0.270)	0.0152 (0.945)	-0.022 (0.920)	0.114 (0.412)	0.147 (0.308)	0.015 (0.947)
TOBINQ							0.068 (0.073) *	0.072 (0.053) *		
PTBR	0.072 (0.106)	0.055 (0.240)	0.067 (0.151)	0.050 (0.326)	0.057 (0.201)	0.0363 (0.453)			0.079 (0.079) *	0.060 (0.213)
ROA	-0.017 (0.014) **		-0.017 (0.029) **		-0.017 (0.019) **			-0.016 (0.019) *	-0.017 (0.019) **	
ROE		-0.004 (0.045) **		-0.005 (0.037) **		-0.004 (0.049) **	-0.004 (0.039) **			-0.004 (0.049) **
CASH/TA			0.461 (0.462)	0.589 (0.349)						
CASHE/TA					0.556 (0.245)	0.685 (0.152)				
TD/TA									0.669 (0.025) **	0.594 (0.031) **
STD/TA										
LTD/TA										
DYIELD										
PAYOUT										
CE/TA										
Nº companies	423	416	368	358	399	389	419	429	417	408
LR chi2(n) Prob>chi2	8.99 (0.029)	6.08 (0.107)	8.63 (0.071)	7.96 (0.093)	9.88 (0.043)	7.58 (0.108)	9.35 (0.025)	11.26 (0.010)	19.44 (0.001)	14.95 (0.005)
Log likelihood	-286.9	-283.6	-249.2	-242.3	-269.7	-263.7	-306.7	-284.3	-277.3	-273.2

Table XXVII. Logit Analysis of Targeting - Market Information (Cont.)

	Model 11	Model 12	Model 13	Model 14	Model 15	Model 16	Model 17	Model 18	Model 19	Model 20
CONST	-0.380 (0.018) **	-0.453 (0.002) ***	-0.578 (0.000)	-0.565 (0.001) ***	-0.183 (0.207)	-0.232 (0.116)	-0.256 (0.136)	-0.242 (0.140)	-0.402 (0.009) ***	-0.375 (0.020) *
MRET	0.043 (0.846)	0.182 (0.216)	0.1322 (0.359)	-0.020 (0.927)	0.065 (0.628)	0.074 (0.607)	0.054 (0.691)	0.082 (0.587)	0.123 (0.362)	
TOBINQ					0.073 (0.037) **		0.119 (0.028) **			
PTBR	0.052 (0.278)	0.074 (0.101)	0.084 (0.069) *	0.064 (0.185)					0.067 (0.130)	0.053 (0.267)
ROA		-0.015 (0.053) *	-0.020 (0.006) ***						-0.017 (0.016) **	
ROE	-0.004 (0.101)			-0.005 (0.026) **						-0.004 (0.049) **
CASH/TA										
CASHE/TA										
TD/TA						0.703 (0.012) **		0.722 (0.012) **		
STD/TA	0.568 (0.278)	0.869 (0.109)								
LTD/TA			1.146 (0.011) **	1.227 (0.009) ***						
DYIELD					-0.055 (0.210)	-0.068 (0.131)				
PAYOUT							-0.008 (0.047) **	-0.009 (0.034) **		
CE/TA									1.127 (0.315)	1.091 (0.331)
Nº Companies	400	410	414	405	423	419	375	374	412	403
LR chi2(n) Prob>chi2	5.85 (0.211)	10.48 (0.033)	21.03 (0.000)	18.65 (0.001)	7.59 (0.055)	16.32 (0.001)	12.03 (0.007)	17.60 (0.000)	8.76 (0.067)	6.69 (0.153)
Log likelihood	-272.3	-277	-274.5	-269.3	-288.5	-281.4	-251.7	-248.3	-279.2	-273.9

6.4. A BRIEF SUMMARY AND DISCUSSION OF THE MAIN RESULTS

In this Section we will try to summarize the most significant findings that we have obtained relating to the main forces that drive activist hedge fund investments in European companies and the most significant changes that take place in those target firms after hedge fund investment. These results will allow us to determine whether activist hedge funds really play an active role in the companies in which they invest, monitoring their managers and promoting the creation of value for firms' shareholders. We will also provide a summary of the main characteristics of activist hedge fund investments in Europe (countries and industries in which they take place, evolution over time, capital commitments, etc.).

Firstly, as an initial overview of hedge fund activism in Europe, we find that nearly half of the activist investments included in our sample take place in the United Kingdom, followed by Germany, Italy and France. Further, regarding the hedge fund involvement in target firms, the median maximum percentage of the outstanding shares that a hedge fund holds in a target is 3.35%, which reflects the fact that activist hedge funds in Europe do not acquire control blocks of shares, so they usually need the support of other hedge funds or institutional investorsto achieve their goals in target firms.

If we compare these results with those obtained by Brav et al. (2008a), we can see that the stakes held by hedge funds in European targets seem to be lower. However, this may be due to the fact that we consider those investments in which the hedge fund acquires 1% or more of the outstanding shares of a target firm, while in most of the investments comprising Brav et al.'s (2008a, 2008b) sample, the hedge fund owns 5% or more of the company. The thresholds that are used to create the samples are different. Besides, we also find that the median duration of the hedge fund investment period is 18 months, revealing that hedge funds do not remain invested in their targets in the long term, although this finding does not reflect the excessive short-termism these funds are usually accused of.

Regarding the determinants of hedge fund investment decisions in Europe, the evidence suggests that activist hedge funds prefer to invest in companies with a high market value. This evidence is in contrast with the

results provided by Brav et al. (2008a), Uchida and Xu (2008), Zur (2008), Kruse and Suzuki (2009) and Bellini (2009), among others. Nevertheless, it should be noted that, although target companies are overvalued by the market, they present serious operating difficulties, which is consistent with the results reported by other studies on shareholder activism (see, e.g., Bethel et al., 1998; Karpoff, 2001; Becht et al., 2009) but does not support the evidence provided by Klein and Zur (2009) and Brav et al. (2008a), who find that target firms are profitable with sound operating cash flows and returns on assets.

According to the results that are presented in this Chapter, European targets are characterized by a high debt in their balance sheets and a restrictive dividend policy. However, these firms do not appear to suffer from important agency problems of free cash flow, as reported by Klein and Zur (2009), nor do they present excessive capital expenditures. As can be seen, overall, the evidence reveals that the accounting and finance information of European companies is relevant in explaining the investment decisions of activist hedge funds in the Old Continent. Nevertheless, when we analyze the changes that take place in these accounting and financial characteristics of target firms after the hedge fund investments, we hardly observe any significant changes. Unlike what might be expected, given the poor operating performance of target firms, target companies do not experience any improvement in their operating performance in the years following the hedge fund engagement (in fact, it is possible to observe a significant decrease in the operating performance of targets one year after the hedge fund investments), as happens in the activist events analyzed by Brav et al. (2008a), Clifford (2008) and Becht et al. (2009). After the hedge fund investments, target companies only experience a significant decrease of their total assets and a significant increase of their dividend yield.

Regarding the internal governance mechanisms, the evidence obtained suggests that neither the proportion of executive directors on the board, nor the firm's leadership structure seem to have a significant impact on activist hedge fund investment decisions in Europe, since target firms and control firms present similar characteristics in this regard. Besides, we have not observed significant changes in these board characteristics after the investments of the activist hedge funds. In contrast, there is evidence to suggest that activist hedge funds prefer to invest in companies with a dispersed ownership structure, maybe because of the ease of acquiring a significant stake in those firms, and that target firms experience an increase

of ownership concentration after the hedge fund investments. The board turnover that takes place in target firms is found to be relevant, resulting in significant changes in the board composition as a consequence of the hedge fund involvement.

The results that have been obtained also allow us to shed light on the role played by activist hedge funds in promoting changes in corporate strategy and supporting corporate control events (takeovers, merger, buyouts, etc.).In this area we find that activist hedge funds play an important role in generating corporate policy changes and acting as precursors to subsequent control activity (takeovers, mergers, buyouts, acquisitions etc.). After the hedge fund investment, 33.21% of target companies acquire another company through a private transaction or by launching a takeover offer, and 40% of target firms receive a takeover offer or initiate takeover talks. The fact that a significant number of targets become takeover objectives suggests that these activist hedge funds are seen as shareholders likely to support a takeover bid. It is also remarkable that, in most cases, the bids are successful, recommended by the board and they use cash as the method of payment. Besides, we find that the offer price usually represents a substantial premium on the price prior to the takeover announcement, which reveals the greater bargaining position of activist hedge funds which frequently hold out, not tendering their shares until the offered premium incorporates the growth potential of the firm. In this way, receiving an acquisition offer is a direct source of sizeable gains for activist hedge funds.

These findings are in line with those reported by Greenwood and Schor (2009), who document that the large positive abnormal returns experienced by target firms when a hedge fund announces their activist intentions are largely explained by the ability of activists to force target firms into a takeover. Further, they add that from the perspective of the activist, exiting the position in the stock via a merger or a takeover is doubly beneficial given that it generates a high premium and, at the same time, allows the activist to avoid the price pressure associated with an exit in the public markets. Similarly, Huang (2010) demonstrates evidence that activist hedge funds usually participate in LBOs, forcing the bidder to make a higher pre-emptive bid, and Bratton (2007), Boyson and Mooradian (2008) and Stokman (2007), among others, highlight the role played by activist hedge funds in promoting mergers and acquisitions in their target companies.

We also find that an important number of target firms initiate share buyback programs and restructuring processes (asset divestitures, layoffs or cost cutting programs), after the hedge fund involvement in the firm. This finding is consistent with the significant reduction in total assets experienced by the targets two years following the engagement, according to the univariate analysis. Besides, it confirms the evidence provided by Becht et al. (2009), Tonello (2008) and Brav et al. (2008a), who argue that business restructuring is among the main objectives pursued by these activists in their target firms.

Regarding the legal and institutional environment, we found that macro corporate governance factors are very important in explaining the investment decisions of activist hedge funds in Europe. In fact, 81% of the activist investments took place in companies operating in countries with high investor protection levels, minority shareholder protection being especially relevant for activist hedge funds. In addition, 71% of the activist investments took place in firm located in countries with a highly developed financial system and 73% of these investments in firms operating in countries with robust control mechanisms. Regarding this last characteristic, activist hedge funds appear to show a clear preference for those countries with a dual (or similar) board structure or with a dispersed ownership structure (this result confirms the evidence of hedge fund preference for those firms with a more dispersed ownership structure). In addition, it is interesting to note that activist hedge funds do not favour investing in countries with a more active market for corporate control, maybe because these funds themselves promote mergers and takeovers in their target firms, so they do not need the existence of an active market for corporate control.

Finally, the obtained results indicate that the market information is not relevant in explaining the investment decisions of activist hedge funds in Europe. Therefore, all this evidence suggests that activist hedge funds carry out a supervisory function in their target firms.

CHAPTER 7

DO ACTIVIST HEDGE FUNDS EXPROPRIATE MINORITY SHAREHOLDERS IN TARGET FIRMS? TWO CASE STUDIES

7.1. Introduction

7.2. Tunneling: Minority Shareholder Expropriation by Dominant Investors

7.3. Activist Hedge Funds and Empty Voting in Corporate Control Events

7.4. Case Studies

7.5. Final Comments

7.1. INTRODUCTION

According to Holderness (2003), shareholders concentrating much of their wealth in the stock of a single firm can be motivated by two factors: the shared benefits of control and the private benefits of control, which are not mutually exclusive. In the previous Chapters, we have focused our analysis on the shared benefits of control, which arise from the superior management or monitoring abilities that can result from the significant positions that activist hedge funds acquire in a target. As the ownership stake of a shareholder increases, *ceteris paribus*, this shareholder has a greater incentive to increase firm value, and to the extent that these higher cash flows are shared with minority shareholders, they constitute shared benefits of control.

However, shareholders holding a substantial stake in a firm have also the incentive to use their voting power to consume corporate resources or to enjoy corporate benefits that are not shared with minority shareholders (Shleifer and Vishny, 1997). In other words, holders of a majority stake have tremendous power to benefit themselves at the expense of minority shareholders. These private benefits of control by dominant firm owners have been the focus of many studies such as those carried out by Grossman and Hart (1988), Bebchuk (1999), Shleifer and Wolfenzon (2002), Dyck and Zingales (2004) and Doidge et al. (2009), among others.

Based on what has been said above, in this Chapter we will try to analyze whether activist hedge funds use their influence capacity and their informational advantage, which are provided by their substantial stakes in targets, to extract private benefits to the detriment of the rest of the shareholders in these firms. For this purpose, we will focus on the study of those cases in which the activist hedge funds acquire conflicting positions in companies that are involved in a corporate control event (mergers, takovers, etc.).

The rest of the Chapter is structured as follows. Section 2 addresses in depth the concept of tunneling and presents the results of some of the most significant studies on this subject. Section 3 analyzes one of the practices used by hedge funds to expropriate minority shareholders of the companies in which they invest. This practice is based on the use of “empty voting” in corporate control events. Section 4 I analyzes two cases included

in our sample in which the activist hedge funds invest in two firms that are involved in a corporate transaction. It will allow us to improve our knowledge of the behaviour of these funds when their investments result in a serious conflict of interests and examine whether these conflicting investments always entail minority shareholders' expropriation. Finally, Section 5 presents the most relevant conclusions obtained from these case studies.

7.2. TUNNELING: MINORITY SHAREHOLDER EXPROPRIATION BY DOMINANT INVESTORS

When minority shareholders finance firms with a large shareholder they face a risk, and sometimes near certainty, that the returns on their investments will never happen since the controlling shareholder will expropriate them (La Porta et al., 2000b). Therefore, in firms with large owners, the central agency problem is the often legal expropriation of minority shareholders by controlling shareholders rather than the expropriation of all shareholders by the manager (Shleifer and Vishny, 1997). Johnson et al. (2000) argue that the expropriation of minority shareholder wealth by controlling blockholders, which they refer to as "tunneling[219]," is a worldwide phenomenon. They define tunneling as transfers of assets and profits out of firms for the benefit of their controlling shareholders.

Tunneling can take various forms. For example, a controlling shareholder can simply transfer resources from the firm for his own benefit through self-dealing transactions (expropriation of corporate opportunities from a firm by its controlling shareholder, transfer of pricing favouring the controlling shareholder, transfer of assets from a firm to its controlling shareholder at non-market prices, loan guarantees using the firm's assets as collateral, and so on). However, tunneling can also take the form of financial as opposed to real transactions. In this sense, the controlling shareholder can increase his share of the firm without transferring any

[219] These authors use the term tunnelling, which was probably first coined to characterize the expropriation of minority shareholders in the Czech Republic. Other researchers use the expression "self dealing" as synonymous of tunneling or minority shareholders expropriation.

assets through dilutive share issues, minority freezeouts, insider trading, creeping acquisitions, or other financial transactions that discriminate against minorities[220].

The theoretical literature on tunneling is relatively limited compared to the empirical literature. Several theoretical studies that try to explicitly model the expropriation of minority shareholders by the controlling shareholders provide a rationale for why it is so common for business groups to adopt a pyramidal ownership structure. For example, the model developed by Almeida and Wolfenzon (2006) shows that pyramids have both a payoff and a financing advantage over horizontal structures when the amount of diversion is expected to be high.

In a related paper, Riyanto and Toolsema (2008) try to explain whether legal related-party transactions provide a justification for the emergence of pyramidal business groups. They find that tunneling alone, which is referred to in this paper as those related-party transactions which move funds from a lower-level firm to a higher-level firm in the pyramidal chain and involve expropriation of minority shareholders of the lower-level firm, does not justify the pyramidal structure unless investors are myopic. They argue that it is necessary that the pyramidal structure involves not only tunneling but also propping, i.e. the transfers of funds in the opposite direction that guarantee future cash flows and save the lower-level firm from bankruptcy[221].

Shleifer and Wolfenzon (2002) have presented a model in which the entrepreneur's decisions are shaped by the legal environment, and according to their predictions, the diversion of profits is lower in countries with better investor protection. Harris and Raviv (1988) model the optimal assignment of voting rights to equity securities in order to explain why the most prevalent assignment of voting rights to common stock is proportional to the cash flow claims.

Regarding the empirical literature, several studies use direct measures of tunneling in order to test the validity of the assumptions related to the expropriation of minority shareholders by controlling

---

[220] See the work carried out by Atanasov et al. (2008), which analyzes in detail and model different types of tunnelling and provide examples of them.

[221] See Friedman et al. (2003) for a more comprehensive explanation of propping.

shareholders. Such specific channels through which expropriation could be manifested include related party transactions between publicly listed firms and their controlling shareholders, private securities offerings by industrial groups, issuances of specific guarantees or and rescue mergers within industrial groups.

Among those researchers that study the related party transactions, Cheung et al. (2006) examine a sample of connected transactions between Hong Kong listed companies and their controlling shareholders during 1998-2000, and show that those firms announcing different types of connected transactions earn significant negative market-adjusted abnormal returns following the announcement. Even more interesting, they find limited evidence that the market anticipates the expropriation by discounting firms that undertake these connected transactions, so firms are only revalued when tunneling actually happens. Investors are therefore not able to purchase these shares at a discount that would compensate them for the expected expropriation, as suggested by Claessens et al. (2002).

In a later study Cheung et al. (2009) again provide direct evidence of expropriation of minority shareholders through related party transactions in Hong Kong by examining a sample of 254 related party and arms' length acquisitions and sales of assets in this country. They report that firms that conduct related party transactions carry them out at unfavorable prices compared to the prices in similar arms' length deals with non-related third parties. These results reveal that controlling shareholders appear to benefit directly at the expense of the minority shareholders of publicly listed firms, which is consistent with the fact that the announcement of related party transactions is associated with a negative market reaction on average, while the announcement of arms' length transactions is associated with a positive market reaction.

In addition, Gordon et al. (2004) and Kohlbeck and Mayhew (2004) also investigate the related party transactions, but unlike the above mentioned studies, they focus their attention on the U.S. These studies analyze the relationship between different monitoring mechanisms and related party transactions, and show that overall corporate governance mechanisms play a significant role in mitigating the occurrence of related party transactions.

Bae et al. (2002) use another measure of tunneling. Their work examines mergers within Korean industrial groups (known as chaebols),

where an individual has almost complete control over all firms within the group. They find that chaebol bidders which show good past performance prior to the merger realize significant negative announcement returns, while at the same time the value of the remaining firms in the group increases, suggesting that there is a wealth transfer from the bidding firm to the other firms in the same group. As a consequence, when making acquisitions, minority shareholders of chaebol firms typically lose from the acquisitions while the controlling shareholders of these firms always gain from them because of their controlling stakes in most of the companies within the group.

Baek et al. (2006) also investigate the expropriation of minority shareholders in Korean chaebols, but this study is primarily focused on the analysis of the financing decisions and more specifically on the pricing decisions of private securities offerings (PSOs) by Korean firms from 1989 to 2000. They provide evidence that the controlling shareholders in chabeol firms have strong incentives to siphon resources out of the issuers or acquirers and increase their own wealth by selling the shares at a discount or premium. More specifically, they observe that for discount issues, tunneling from the issuer (usually firms with favourable past performance) to the controlling shareholder through the acquirer is more likely to occur when the controlling shareholder's ownership in the issuer is smaller than his share of ownership in the acquirer. In contrast, for premium issues, tunneling from the acquirer to the controlling shareholder through the issuer is more likely to occur when the acquirer does not increase its ownership in the issuer to a higher level than before.

As already mentioned, the issuance of specific guarantees can also be interpreted as a direct measure of tunneling. For example, Berkman et al. (2009) focus their attention on the issuance of loan guarantees by publicly traded Chinese firms to its controlling shareholder or to an entity controlled by that shareholder. They find that this issuance of related guarantees is less likely at smaller firms, at profitable firms, at firms with high growth prospects and at firms with a higher percentage of ownership by private non-controlling blockholders. These authors also find evidence that tunneling is associated with lower firm value and financial performance, which corroborates previous evidence.

In contrast with the results provided by the abovementioned studies regarding minority shareholder expropriation, Buysschaert et al. (2004)

examine the valuation effects of transfers of equity stakes by companies belonging to Belgian business groups during the late 1990s, and conclude that equity sales within Belgian groups create value for minority shareholders in these groups of firms as they find a significant positive price reaction to the announcement of the intragroup equity sales.

Similarly, Holmen and Knopf (2004) examine Swedish mergers where there is an insider of the bidder that simultaneously owns bidder and target shares (dual owners), and do not find clear evidence of tunneling through significant wealth transfers from minority shareholders to the dual owners. Also inconsistent with the expropriation hypothesis, Faccio and Stolin (2006) observe a sample of acquisitions (after which the bidder controls more than 50% of votes) carried out by European group-affiliated companies over the period 1997-2000 and find no evidence that acquisitions are used to tunnel resources to other companies in the bidder's group for the controlling shareholder's advantage.

One of the main reasons for the scarcity of evidence on specific transactions through which tunneling occurs is that researchers usually cannot explicitly identify "tunneling" because of the clandestine nature of this activity. Given that tunneling is rarely observed directly, some researchers instead have focused on indirect measures of tunneling, such as the legal and regulatory environment of a country, or the wedge between the cash-flow rights and control rights of a firm's controlling shareholder.

The strand of literature that uses the legal system as a proxy for the likelihood of expropriation includes the work of Dyck and Zingales (2004), who point out that investor protection both creates and destroys opportunities for expropriation of minority shareholders by majority shareholders, since investor protection determines the value of the private benefits of control that large shareholders may enjoy.

La Porta et al. (1997, 1998) have constructed the anti-director rights index, which measures how strongly the legal system favours minority shareholders against expropriation from managers or dominant shareholders. This index is based on a set of variables that try to capture the stance of corporate law towards shareholder protection for 49 countries. It reveals that common-law countries afford the best legal protections to minority shareholders against expropriation. This makes sense, given that common law countries are frequently associated with better investor protection. In this case diversion becomes less efficient and controlling

shareholders expropriate less, thus diminishing their private benefits of control (La Porta et al., 2000b).

In a subsequent study, Djankov et al. (2008) revise the anti-director rights index[222] and its components, and calculate a new index for 72 countries referred to as the "anti-self-dealing index". This index captures the strength of minority shareholder protection against self-dealing transactions by the controlling shareholders. In line with the previous study, they find that the regulation of self-dealing varies across legal origins, as common law is more suspicious of conflicted transactions than civil law and encourages better solutions to minority shareholders expropriation.

In line with that conjecture, Johnson et al. (2000) identify some potential differences between civil and common law countries in how courts approach tunneling cases. They explain that tunneling is more likely to happen in civil law countries than in common law countries mainly because of the following 4 factors: "1) a narrower application of the duty of loyalty largely to transactions with no business purpose, 2) a higher standard of proof in conflict of interest situations, 3) a greater responsiveness to stakeholder interests, and 4) a greater reliance on statutes rather than the principle of fairness to regulate self-dealing transactions".

Nenova (2003) also offers a legal perspective of tunneling. She analyzes a sample of 661 dual-class firms in 18 countries in 1997and reports that the legal environment, law enforcement and investor protection explain a significant percentage of the cross-country variation in the value of control-block votes (assumed to be 50% of the voting power), which is interpreted as a lower bound for the actual private benefits of the controlling shareholders. Furthermore, in accordance with the above cited studies, her results show that while control-block votes are significantly less valuable in stricter legal environments, weaker laws lower expropriation costs, encourage higher control benefits and increase the value of control-block votes.

A more specific study is offered by Hagendorff et al. (2008) who focus on a sample of 204 bank mergers between 1996 and 2004. They report an

[222] This index has been improved by Spamann (2010), who presents the "Revisited Antidirector Rights Index", which is considered more accurate because of the improved data collection and documentation carried out by the author.

inverse relationship between the level of investor protection prevalent in the target country and the abnormal returns that bidders realize during the announcement period, that is, they observe negative bidder announcement returns to deals where targets operate under a high investor protection, suggesting that acquirers may find it difficult to capture acquisition related to gains from targets.

By the same token, La Porta et al. (2000a) examine 4000 companies from 33 countries with different levels of minority shareholder rights, and find that stronger minority shareholder protection is associated with higher dividend payouts. This confirms the conjecture that minority shareholders in good legal protection countries use their legal powers to extract dividends from firms, thus protecting themselves from potential expropriation.

Another more recent study that shows the importance of legal rules in explaining tunneling is offered by Atanasov et al. (2010). This study examines how changes to the Bulgarian securities law carried out in 2002 affects equity tunneling. The authors observe that these legal changes help limit both dilution and freezeouts, and generate significant value gains from reduced equity tunneling.

Finally, another strand of literature uses the deviation of cash flow from control rights as a proxy for the likelihood of corporation vulnerability to controlling shareholder expropriation. For example, Claessens et al. (2002)[223] show that, for the largest shareholders in publicly traded corporations in eight East Asian countries, the difference between control rights and cash-flow rights is associated with a value discount which usually increases with the size of the wedge between control rights and cash-flow rights. This finding supports the entrenchment effect and is in line with the results obtained by Maury and Pajuste (2005) from a sample of Finnish listed firms. The evidence obtained by these authors suggests that firm value decreases if the largest shareholder holds more votes than equity rights. In addition, by using a sample of Indian firms during the period 1989-1999, Bertrand et al. (2002) find that the ultimate owners of the Indian pyramids have strong incentives to divert resources from firms where they have low cash flow rights to firms where they have high cash flow rights.

[223] See also Claessens et al. (2000) for a comprehensive understanding of the separation of ownership and control in East Asian corporations.

Two more studies also provide evidence consistent with the view that corporate ownership structure plays an important role in determining the incentives of large shareholders to expropriate minority shareholders during times of declining investment opportunities, by analysing samples of Asian firms during the financial crisis in 1997. The first study (Lemmon and Lins, 2003) reports that the larger the separation between cash flow ownership and control rights that arises from the use of pyramidal ownership structures, the lower the stock returns during the crisis period. Similarly, Baek et al. (2004) observe that those Asian companies in which the controlling shareholders' voting rights exceeded cash flow rights have lower returns.

Faccio et al. (2001) provide another insight by examining how dividend behaviour is related to the structure of ownership and control of East Asian firms. They find that investors anticipate the expropriation within corporations with greater discrepancy between their ownership and control rights and make these companies pay higher dividends given that dividends play a basic role in limiting insider expropriation as they remove corporate wealth from insider control.

Lastly, it is important to note that, over the last years, some researchers have focused their attention on the analysis of a new way of minority shareholders expropriation by activist hedge funds, as these funds sometimes separate cash flow and voting rights in their target firms, especially when these companies are involved in any corporate control event. This issue will be tackled in more detail in the next Section.

7.3. ACTIVIST HEDGE FUNDS AND EMPTY VOTING IN CORPORATE CONTROL EVENTS

Equity ownership represents a bundle of two rights: the right to receive capital gains, dividends, and other distributions from the firm, and the right to participate in corporate governance through shareholder voting. These two components are often described as "cash flow rights" and "voting rights", respectively. The legitimacy of modern corporate governance rests on the principle that, in shareholder elections, shareholders are economically motivated to vote in a way that maximizes the value of the firm's shares (Waddell et al., 2010).

The rights of shareholders to choose members of the board of directors, authorize new equity issues, approve mergers and acquisitions or amend the firm's articles of organization provide them ultimate power over most important corporate decisions (Yermack, 2010). If a shareholder owns stock in a firm, then it is assumed that he has an interest in maximizing the value of the firm's shares, and will care about the approval of mergers, election of directors, corporate policies governing executive compensation and many other factors that influence the value of the shares.

In other words, the owners of the residual economic value (cash flow rights) in the company are assumed to be the best suited to govern it because they bear the full impact of the entrepreneurial risk inherent in the firm (Nathan, 2007). Consequently, voting rights are allocated to the firm's shareholders precisely because they have an incentive to maximize the value of the shares they own. Furthermore, the larger the number of shares an investor owns, the larger the investor's stake in the success (or failure) of the firm. As a result, economic interests and voting interests are assumed to be aligned.

However, the rapid growth and increased sophistication in the derivatives markets combined with the growth in the share lending market, made it easier to separate the economic rights of shares from the voting rights associated with those shares, calling the previous assumption into question. Therefore, as a result of this separation, a shareholder's vote will have no repercussions on his financial position if he has hedged his economic exposure by such financial techniques, or may even run contrary to the value of the company.

On this note, Martin and Partnoy (2005) examine the background and history of the "one share-one-vote" rule and conclude that the assumptions mentioned above are no longer valid in light of the possibility and reality of *empty voting*, which is in conflict with traditional corporate voting that assumes a unity of shareholder interests. Hu and Black[224]

[224] The most exhaustive commentary in the area of decoupling and empty voting has been provided by Hu and Black. These authors publish a series of three papers targeted at different audiences over the course of 2006 and 2007 (Waddell et al., 2010). Their first paper (Hu and Black, 2006a) is directed at legal academics, the second one (Hu and Black, 2006b) is targeted towards lawyers, judges, and regulators, and the third and final paper in the initial series (Hu and Black, 2007) is directed towards finance academics.

(2006a, 2006b) coined the term *equity decoupling*[225] to refer to the separation of voting rights from economic exposure. They argue that investors can have greater voting than economic ownership, a pattern they termed *empty voting*, but conversely, investors can have greater economic than voting ownership. This economic ownership is often not disclosed, resulting in *hidden ownership*. Furthermore, Kahan and Rock (2008) identify *empty voting* as an example of pathologies of misalignment between voting rights and economic interest, while Martin and Partnoy (2005) refer to this phenomenon as *encumbered shares*.

It is important to note that there is a wide variety of reasons with differing efficiency properties that explain why investors and firms can engage in equity decoupling. Some forms of decoupling may be efficiency enhancing. For example, Christoffersen et al. (2007) examine the stock lending market using a proprietary dataset of loans made by a large custodian bank, and argue that "vote trading" in the share lending market can increase efficiency because information about proposals can be costly to acquire. Therefore, more informed voters may acquire votes from less informed voters who are not willing to pay the cost to become informed, thus increasing the efficiency of the voting outcome. Similarly, Brav and Mathews (2011) develop a theoretical model which suggests that when the establishment of an empty voting stake on the record date is relatively expensive, or other shareholders' votes are not very highly correlated with the correct decision, both the presence of a strategic trader and the ability to separate votes from economic ownership can increase overall efficiency by making the "right" outcome more likely.

However, some uses of decoupling seem likely to be efficiency decreasing, at least on average. The most troubling aspects of decoupling are derived from empty voting practices, such as when a shareholder casts votes against the best interests of the firm in order to enhance the value of his positions in other securities. Coen (2008) identifies as *negative voting* this extreme form of empty voting that takes place when a shareholder owns voting rights in a firm but has a negative net economic exposure to

[225] Hu and Black, (2008) introduce the concept of "debt decoupling," situations in which creditors, such as bond holders, hedge their holdings to reduce or eliminate their economic exposure and become "empty creditors". To hedge their holdings, these bondholders can enter into derivative market transactions that give them economic incentives that are not frequently correlated with their bond holdings. Equity and debt decoupling can also be combined (*hybrid decoupling).*

movements in share price of that company. In this case, the shareholder has an incentive diametrically opposed to the objectives pursued by the rest of more traditional shareholders who seek to maximize the value of their shares.

Nowadays, it is relatively easy for investors to construct portfolios that increase in value as firm stock price declines while retaining the right to cast large blocks of votes in shareholder elections. Investors have at their disposal many techniques that allow empty voting (European Corporate Governance Forum [hereafter, EUCGF], 2010). For example, when shares are borrowed, the borrower usually has the legal title allowing him to exercise voting rights, but the shares have to be returned to the lender, thus removing his economic risk. Shareholders can also use equity swaps that allow them to remain entitled to the shares, and therefore to vote, while swapping the financial return on the shares for an agreed value, and so protect themselves against price movements of the shares. Similar results may be obtained by using contracts for difference (hereafter, CFDs).

Given the adverse effects that empty voting, and more precisely negative voting, may have on the integrity of the governance of listed companies and the markets on which their shares are traded, and taking into account the great variety of financial techniques that make it easy for shareholders to carry out these practices, a number of academics and financial industry representatives are of the opinion that regulators should deserve special attention to cope with the problem of empty voting (see, e.g., Hu and Black, 2006a, 2006b, 2007; Mazars, 2009). Empty voting in general and particularly negative voting pose challenges to regulators, because current disclosure rules in many countries do not clearly require investors to report large voting positions when they are constructed synthetically or on short notice via combinations of derivative securities.

Empty voting has been heavily debated in the U.S. and Europe over the last years, but regulation has not yet emerged[226]. At the European level, the issue has not been addressed explicitly[227]. Article 10 of the

[226] For example, in Spain, Losada López (2007) analyze the implications of financial engineering and activism for the corporate governance and suggests an increase in the market transparency as a way of knowing the scope of these practices and the effects they produce in the shareholders of these firms.

[227] See Schouten (2010) for a comprehensive review of the ownership disclosure regime in Europe.

Transparency Directive[228] extends the notification duty, provided for in that Directive, to any person entitled under an agreement to exercise voting rights. However, according to the EUCGF (2010), it should be amended to clarify that such agreement can be either an oral or a written, formal or informal agreement. Furthermore, the EUCGF (2010) also recommends the introduction of an assumption in company law that shareholders who take part in a general meeting own the corresponding economic interest in the voted shares. In addition, it is necessary to indicate that the European Commission has launched in 2010 a consultation (European Commission, 2010b) on the modernisation of the Transparency Directive (2004/109/EC) that includes some questions about the possibility of new disclosure measures to discourage and prevent the use of empty voting practices.

Precisely this lack of regulation, together with the equity derivatives and other capital market developments, has facilitated that hedge funds become prominent users of decoupling (Hu and Black, 2007). More specifically, there is evidence that activist hedge funds have been using empty voting practices in control related events (Thompson, 2007).

According to Zanoni (2009), hedge funds can employ empty voting tactics in two different ways. Empty voting can simply have a financial purpose, when the hedge fund uses financial engineering contracts related to its position of shareholder to amplify, reduce or nullify economic interests (or even to get an economic interest opposed to that of the fellow shareholders). However, it can also have a governance purpose, in the sense that the hedge fund can use financial engineering contracts to play an activist role in merger and acquisition transactions.

Hedge funds frequently invest in corporations that are rumoured to be pursuing, or that are already involved in, merger or acquisition transactions. Within minutes of takeover or merger talks being announced, and sometimes even before any public statement has been made, activist hedge funds frequently acquire substantial stakes in the firms involved in these transactions. The profitability of such investments usually depends on the consummation or termination of the underlying merger or

[228] Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC. It is available at: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0038:En:PDF

acquisition transaction, which itself hinges in large part on the approval of both corporations' shareholders. Very often, this approval is uncertain and poses a significant barrier to the profitability of these investments (Katz, 2006).

In these circumstances, empty voting can help the hedge fund to take substantial positions on the defensive side as well as on the offensive side of the transaction, while simultaneously decoupling the economic exposure in one of the sides, either to block or to determine the success of an acquisition. In other words, the hedge fund holds shares of both the acquiring and the target firms, but disposes of all of the financial rights and risks from the shares corresponding to one of the parties involved in the transaction. In addition, when empty voting is coupled with a conflicted position of the hedge fund, it carries the potential risk of incentives distortion (Zanoni, 2009).

For example, by using empty voting on the offensive side, the hedge fund might have an incentive to favour even value-destroying mergers/acquisitions, whereas on the defensive side, the hedge fund might engage in anti-merger/acquisition strategies, taking positions that would obtain a benefit if the merger/acquisition collapses, and then strategically voting against it (Partnoy y Thomas., 2006). These practices are considered by Kahan and Rock (2007) as the "dark side" of hedge fund activism.

It raises, therefore, important concerns about the protection of the parties involved in the transaction, with particular emphasis on fellow shareholders, since hedge funds retain the votes of the shares solely to influence the outcome of a significant voting, and clearly extract private benefits from the transaction at the expense of the rest of the disinterested fellow shareholders (with no empty voting positions) of the firm in which the hedge fund has no economic interest (Coen, 2008).

To better understand this problematic, we present briefly one of the examples of empty voting by hedge funds in corporate control transactions that has been observed in practice and that has been cited and described in detail by many academics (see, e.g., Coen, 2008; Zanoni, 2009; Bratton, 2007; Katz, 2006; Hu and Black, 2007). We are referring to the King Pharmaceuticals-Mylan Laboratoires acquisition (King-Mylan hearafter) where the hedge fund Perry Corporation (Perry hearafter) was holding stock of both the acquiring and the target company.

On July, 2004, Mylan, a generic drug manufacturer, entered into a merger agreement to purchase King, a competing drug manufacturer in an approximately four billion dollar stock-for stock merger that represented a substantial premium[229]. However, Mylan shareholders reacted negatively when the deal was announced as the share price dropped sharply. In response to this drastic decline, Carl Icahn, known for being a very active investor, and several affiliated investment entities began accumulating large blocks of Mylan shares with the purpose of opposing the acquisition of King. Icahn even launched an offer to purchase Mylan outright in an attempt to stop the pending transaction.

However, Icahn's opposition meant that Perry, who owned seven million shares at King, would not realize the gain it stood to realize if the transaction was successfully completed. Therefore, Perry continued buying and revealed itself as the owner of 9.9% of Mylan´s common stock[230], -becoming Mylan largest shareholder in order to be able to influence the result of the transaction. However, it is a very interesting fact that Perry hedged its stake in Mylan, leaving it with no economic exposure but full voting rights, so Perry was totally indifferent to whether the transaction was value creating or value diminishing for Mylan's shareholders.

7.4. CASE STUDIES

As we have just explained in the previous subsection, when a hedge fund simultaneously owns bidder and target shares and uses financial innovation to hedge its economic exposure in one of the sides of the transaction, it is very likely that the incentives of the hedge fund in that company are not aligned with those of the rest of the shareholders.

In our sample of activist hedge funds and their corresponding European target firms, we have found that several activists have been involved in both sides of a corporate control event. These hedge funds have significant positions in both bidder and target firms while a merger or acquisition process is taking place, which arouses concerns about the impact of their interventions on the best interests of the rest of the

[229] King Pharmaceuticals, Inc. (Form 8-K) (July 23, 2004)

[230] Mylan Laboratories Inc., Schedule 13D filed by Richard C. Perry (Nov. 29, 2004).

shareholders. We are therefore going to analyze in detail these cases and delve into the behaviour of activist hedge funds in those corporate transactions where they are dual owners in order to examine whether their actions help to expropriate fellow shareholders or not.

7.4.1. ATTICUS AND TCI IN DEUTSCHE BOERSE

In the late 1980s, the London Stock Exchange (hereafter LSE) was considered perhaps the leading European exchange group, which was in a strong position to benefit from the new trend of deregulation and European integration. However, at the beginning of the new century, the LSE was behind Deutsche Boerse and Euronext in returns and strategic aggressiveness. The LSE was managed unimaginatively and continually missed opportunities, which made the LSE a logical acquisition target (Rooney, 2005).

Ever logical, in mid-December 2004, Deutsche Boerse, which had a huge cash pile on its balance sheet[231], came up with a proposed offer for the LSE and an invitation to the LSE's management to negotiate[232]. The offer valued the LSE at 530 pence per share, which represented a 52.3% premium to the undisturbed closing share price for the LSE of 348 pence on 22 October 2004 and a 49.6 % premium to the average LSE share price in the three months prior to that date (Deutsche Boerse, 2004). But, as Deutsche Boerse was a cash-rich company whose share price could rise if its management changed the firm strategy and started returning more cash to shareholders, many investors, specially hedge funds, had started buying Deutsche Boerse shares at the end of 2004 (Cohen and Jenkins, 2005).

Therefore, by making its 530 pence per share offer, Deutsche Boerse drew an immediate negative reaction from these shareholders who wanted the firm returning more cash to them, particularly a U.K.-based hedge fund

---

[231] The “cash” and cash equivalents” in the balance sheet of the company at the end of 2004 amounted to 703.4 million euros, while it amounted to 362.1 million euros at the end of 2003 (see Annual Report 2004, p.126)

[232] The London Stock Exchange PLC rejected the proposed offer for the company from Deutsche Boerse arguing that the proposal undervalued both the company and the "substantial synergies" that would arise from the combination of LSE with another major exchange group. However, the LSE agreed to hold discussions with its German counterpart to find out whether a significantly improved proposal could be possible (Deutsche Boerse, 2004).

called The Children's Investment Fund (hereafter TCI), run by Christopher Hohn, and Atticus Capital, a U.S.-based hedge fund run by Nat Rothschild. Weeks of difficult talks between the LSE and Deutsche Boerse allowed more active shareholders to build up their investments and garner support. In fact, on January 14, TCI announced publicly that it held more than 5% of the group's shares and planned to fight against the takeover of the LSE (Deutsche Boerse, 2005a).

At the beginning of February, TCI wrote to Rolf Breuer, the chairman of Deutsche Boerse, warning him that shareholder opposition to its bid for the LSE was far wider than it appeared, and appealing to allow a shareholder vote on it. In this letter, Hohn also questioned Rolf Breuer's dual role as chairman of the supervisory board of Deutsche Boerse and chairman of Deutsche Bank, which was providing finance for the transaction and was a large shareholder in the LSE (Cohen, 2005c).

Besides, Atticus Capital, also wrote to Werner Seifert, the Deutsche Boerse' s chief executive, saying that it was joining with TCI to call an extraordinary general meeting at which it would seek the removal of the supervisory board[233] (Cohen, 2005b). David Slager, who managed the European fund at U.S.-based hedge fund Atticus Capital, explained that Deutsche Boerse would deliver better returns for shareholders by buying back its own shares rather than buying the LSE as "the acquisition appeared to be motivated by empire-building" (Cohen, 2005a).

Concurrent with these accusations, TCI and Atticus together held 15% of the share capital of Deutsche Boerse, and were backed by an alliance of hedge funds and some very large non German shareholders such us Fidelity, Capital International, Merrill Lynch Investment Managers or Generali, who opposed the bid plan. Knowing that the opposition to the bid was substantial, Werner Seifert repeatedly refused to allow a shareholders approval for the proposed bid and even refused to allow a non-binding vote on the matter.

As the group of shareholders opposing the bid became stronger and it became evident that the dissidents would be able to impose their will, and

[233] German securities law does not require companies making significant acquisitions to seek shareholder approval. However, it does allow the holder of at least 5 % of a company's share capital to call an Extraordinary General Meeting (hereafter EGM) to consider removing the supervisory board.

given that the board of the LSE did not recommend to its shareholders to accept the bid[234], in March, Werner Seifert was forced by investors to withdraw his controversial bid for the LSE (Deutsche Boerse, 2005c). Furthermore, two months later, Deutsche Boerse initiated a 1.5 billion euros share buyback program in order to return cash to shareholders and, finally, after a meeting on May 9, its supervisory board announced that Werner Seifert would leave the company immediately and Rolf Breuer and three other non-executives would depart by the end of the year, given that investors had threatened to vote them out at Deutsche Boerse's annual shareholder meeting.

But, was this outcome the best for the company and its shareholders? For some Deutsche Boerse's shareholders, the acquisition was more desirable than a stock buyback, since merger opportunities like the London Stock Exchange are infrequent and unrepeatable, unlike a stock buyback. Furthermore, this merger could have brought significant synergies in revenues and costs, such as the integration of the technical platforms used by both exchanges, and could also have attracted the smaller satellite exchanges, becoming Europe's dominant stock market.

Therefore, taking into account the advantages that could have derived from the consummation of the transaction, it is necessary to go into their financial motivation in depth to fully understand the firm opposition of both TCI and Atticus to the bid for the LSE. According to Hu and Black (2007), the two hedge funds had also taken a short position on the LSE[235], which provided them a double incentive in seeing the deal fail (Euromoney, 2006). In the aftermath of the Deutsche Boerse proposal, the LSE's share price increased substantially[236] while Deutsche Boerse's share price decreased because of fears of an improved offer for the LSE or even a bidding war with Euronext NV for the London exchange operator[237] (AFX, 2004).

---

234 The offer was subject to the sole pre-condition that the Board of the LSE resolved to give an unqualified and unconditional recommendation to the offer (Deutsche Boerse, 2005b).

235 Gary Claar, coportfolio manager of Jana Partners which is other activist hedge fund that joined TCI and Atticus to oppose Deutsche Borse offer to buy the LSE, publicly recognized that they shorted the LSE (Taub, 2005).

236 LSE shares closed up 26.6% at 540 pence the Monday following the bid proposal.

237 Deutsche Boerse shares dropped 2.1 % to 43.32 euros when it became public that Euronext had also initiated bid talks with the LSE (Thompson, 2004).

This scenario involved important losses for both hedge funds, given that their positions in LSE and Deutsche Boerse were just opposite to the movements experienced by the share prices. However, by blocking the transaction and forcing the company to distribute cash through a buyback program, the hedge funds achieved a huge immediate appreciation in their long position in Deutsche Boerse as well as a significant profit on their short position in the LSE (Rooney, 2005).

In addition, the full extent of their strategy only emerged later, when it became public that TCI and Atticus had also built a significant stake in Euronext, the pan_European exchange which was the only other credible bidder for LSE[238] (Euromoney, 2006). Therefore, these funds had other incentive to stop the deal given that if the bid of Deutsche Boerse for the LSE had been accepted, both hedge funds would have experienced a significant decline in the value of their Euronext holdings.

It is an interesting fact that TCI also expressed its concerns to Euronext's management about a possible overpayment for the LSE, and even they warned they would block any bid they considered too costly. In fact they had another plan: a merger between Deutsche Boerse and Euronext (Arnold, 2005). Some months later, at the beginning of 2006, both the TCI and Atticus[239] started pressing Euronext to approve a merger between the company and Deutsche Boerse, despite the fact that at that time, Euronext was also in serious bid talks with the New York Stock Exchange (NYSE hereafter). In August 2006, TCI intended to force Euronext to hold a vote on the merger offer from Deutsche Boerse, but this time, the hedge funds were not as successful as on previous occasions. Finally, in November, Deutsche Boerse withdrew its interest in Euronext, which definitively merged with the NYSE.

Did the merger of Euronext with Deutsche Boerse provide the best opportunity to create value for Euronext shareholders? It might be or it might be not. But what is obvious is that this option was the one that would generate more value for TCI. Under a Euronext-Deutsche Boerse merger, TCI would benefit from the value of its substantial stakes in both Euronext

---

[238] In December 2004, the London Stock exchange also confirmed that it had received a takeover approach from Euronext (Flood and Tassell, 2004).

[239] According to Euronext annual report (2006), that year both hedge funds held more than 18% of the company's share capital.

and Deutsche Boerse, while under a Euronext-NYSE merger, TCI would only benefit from its holding in Euronext. The other hedge fund, Atticus, which held about 9 % of Euronext, 6 % of the NYSE, and 5% of Deutsche Borse (Cohen, 2006), finally switched its support from Deutsche Boerse to the NYSE, which is understandable given that this activist hedge fund also had a substantial position in the other bidder, the NYSE.

7.4.2. ABSOLUTE CAPITAL MANAGEMENT IN PIXELPARK AND ELEPHANT SEVEN AG

In December 2005, the German internet advertising agency Elephant Seven AG reported to have started holding negotiations with Springer & Jacoby[240], another German advertising agency, regarding the acquisition of the latter. Elephant Seven was interested in acquiring a 51 % in Springer & Jacoby from Interpublic, a U.S. communication holding, and also the remaining 49 % owned mainly by its management and founders (Hulsen, 2005).

To this purpose, in April 2006, Elephant Seven signed a letter of intent to take over Springer & Jacoby. However, in June, these takeover plans became unclear when Springer & Jacoby lost its main client Mercedes-Benz, a unit of U.S.-German carmaker DaimlerChrysler, which it had been servicing for 16 years. Springer & Jacoby had ambitions to create a pan-European agency network, with Mercedes-Benz as a major regional account, as it generated around 40 % of the company's annual revenue. These plans were among the main attractions considered by Elephant Seven when making its decision, and therefore, after the loss of its main customer, Florian Homm, the largest shareholder in Elephant Seven, with a 22% stake via his activist hedge fund Absolute Capital Management (Annual Report 2006, p. 94), revealed that he would only support the deal if Springer & Jacoby reduced their debts and limited the risks (Hulsen, 2006).

Only one month later, in July, Elephant Seven's management and supervisory boards decided against the acquisition of Springer & Jacoby given that the fundamental conditions for the takeover had changed as the contract with DaimlerChrysler had terminated. Furthermore, in the same month, Elephant Seven changed its plans and signed a memorandum of

[240] Elephant Seven is itself a spin-off of Springer & Jacoby.

understanding for a merger of equals with Pixelparck, a Berlin-based multimedia specialist where the ACM was also the third main shareholder with 8.73% of the firm share capital at the end of December 2005[241] (Annual Report 2005, p.76). However, after examining in detail the characteristics of the transaction, they decided that such a merger was not the most suitable form for co-operation. As a result, in October, the management and the supervisory boards of Pixelpark AG decided to make an unsolicited takeover offer to the Elephant Seven's shareholders, offering them 0.95 Pixelpark shares for every Elephant Seven share (German Business Digest, 2006c).

As the offer was considered fair and reasonable, Elephant Seven recommended to the company's shareholders to accept Pixelpark's offer. By January, when the unsolicited takeover offer expired, Pixelpark had secured almost 86% of the shares in Elephant Seven, reaching its target of a minimum of 75% in the company. This great acceptance allowed Pixelpark to launch a squeeze out at the same conditions in order to acquire the remaining shares, and finally to withdraw Elephant Seven from the stock exchange in April 2007.

As can be seen, in the previous case we discussed the activist hedge funds took part in the firm' s decision making processes and projected their own interests, which were not always shared by their fellow shareholders. In contrast, the ACM does not appear to have acted in detriment to the rest of the shareholders. It seems reasonable that Elephant Seven, in which ACM was the largest shareholder and had an important decision power, gave up its plans to take over Springer & Jacoby when the company lost its main client and therefore its main source of revenues. A takeover by Elephant Seven was not any longer in the interest of their shareholders, so they made the correct decision in order to safeguard the firm value.

Furthermore, although ACM had a significant position in both Elephant Seven and Pixelpark, and seemingly had an interest in the consummation of the transaction, it remains true that the takeover generated significant value for the shareholders of both companies. On one hand, by receiving 0.95 Pixelpark shares for every Elephant Seven share, Elephant Seven shareholders obtained a premium of 31% on the Elephant

[241] At the end of December 2006, ACM held 27.23% of the company share capital, becoming the main shareholder of the firm (Annual Report 2006, p. 23).

Seven share price at the start of the month in which the unsolicited takeover offer by Pixelpark took place[242]. On the other hand, Pixelpark shareholders also benefited from the transaction since the firm became the second-biggest operator in its sector in Germany (Thiede, 2007) and the average share price of the firm during April[243] represented a premium of 5.5% on the fifteen days average price prior to the approach first being made public.

7.5. FINAL COMMENTS

As it has been shown in this Chapter, those activist hedge funds that acquire significant stakes in companies not only obtain benefits that are shared with the rest of the shareholders and that are derived from a more effective monitoring of management, and therefore, from a reduction of the information asymmetries between shareholders and management. Sometimes, these activists also enjoy private benefits of control at the expense of the interests of the rest of the shareholders. In particular, there is evidence that activist hedge funds acquire conflicted/conflicting positions in companies involved in corporate control events and resort to "empty voting" practices to promote the success or failure of these corporate transactions, depending on their own interests, which do not always coincide with other shareholders' interests.

In the first case we discussed, in which Deutsche Borse made a takeover offer for the LSE, the strong opposition shown by the two activist hedge funds, TCI and Atticus, which finally led Deutsche Borse to withdraw the offer, was mainly motivated by the short positions that these hedge funds had in the LSE, as well as by their substantial stakes in Euronext, the other rival in the battle for the LSE, rather than the long-term interests in Deutsche Borse. By blocking the transaction, both hedge funds realized profits on their investments in the three companies in which they were positioned, at the expense of LSE shareholders and the value that could

[242] We calculate the premium according to Datastream prices for the first trading day of October 2006.

[243] The month in which it was publicly known that Pixelpark had more than 90% of shares in the Elephant Seven and planned to delist the firm and merge with it (Handelsblatt, 2007a).

have been created for Deutsche Boerse shareholders as a result of the synergies generated by the integration of both companies.

By contrast, in the second case we analyzed, in which Elephant Seven, whose main shareholder was the activist hedge fund ACM, gave up its takeover plans for Springer & Jacoby and was finally acquired by Pixelpark, a company in which ACM also owns a significant stake, we observed no signs in this case that ACM had expropriated minority shareholders of any of the two companies in which it invested, since the actions and decisions that were supported by the hedge fund were aimed at value creation for the shareholders of both companies. It is noticeable that the main difference between the two cases lies in the fact that, in the first case, the hedge funds had short positions in one of the companies involved in the control event, namely, the LSE., and, therefore, their economic interest was in conflict with that of the rest of the shareholders. Furthermore, Atticus and TCI also had substantial stakes in another company, Euronext, whose market value depended, to a great extent, on the final outcome of the transaction.

In this sense, from the study of both cases, it can be concluded that the mere fact that a hedge fund has significant investments in two companies involved in a control transaction does not mean in itself that this hedge fund is obtaining private benefits from this transaction to the detriment of the rest of the shareholders of one of the firms.

We can conclude from the two case studies presented here, that in order for an expropriation by activist hedge funds to take place, either one or all of the following cases have to occur: a) the activist hedge fund has substantial stakes in other companies whose market value depends on the result of the corporate transaction. b) the activist hedge fund has hedged its economic exposure in one of the companies involved in the corporate transaction (empty voting) or has managed to have a short position in that firm, and therefore, an economic interest contrary to that of the rest of shareholders. Furthermore, it should be taken into account that, in our sample, we have only found two cases in which these conflicting investments take place, meaning that minority shareholders expropriation by hedge funds through these kind of procedures is not very common in Europe.

Finally, it is necessary to point out that the announcement of the proposal for a regulation on short selling and certain aspects of credit

default swaps by the European Commission in September 2010 might be very interesting and useful in that respect (European Commission, 2010b). According to this proposal, investors will have to communicate their short positions in shares admitted to trading on an EU trading venue when they cross certain thresholds[244]. This proposal provides a definition of short positions which is deliberately broad in order to capture those transactions with CDSs and other financial instruments that provide a short economic exposure. This will result in greater information for market participants, including hedge funds, and help to improve the transparency of corporate transactions in which hedge funds play an active role and in which they could have conflicting positions.

[244] Investors will have to disclosure their short positions in a firm to the competent authority (market) whenever this short position reaches or falls below 0.2% (0.5%) of the relevant issued share capital

CHAPTER 8

CONCLUSIONS, CONTRIBUTIONS, LIMITATIONS AND FUTURE LINES OF RESEARCH

8.1. Conclusions

8.2. Main Contributions of This Research Work

8.3. Limitations

8.4. Future Research Lines

This last Chapter presents the main conclusions obtained from the research carried out in this study, as well as the most significant contributions to the literature on hedge fund activism. Furthermore, this Chapter identifies the limitations inherent in the research process and proposes several future lines of research.

8.1. CONCLUSIONS

This research work has been focused on the shareholder activism of hedge funds in European companies. Although this strategy, which is the object of study, represents a small part of the total hedge fund industry, the significant growth registered by it over the last years, together with its high returns, and the effect of activist hedge funds on their target firms have sparked the interest of the scientific community, which has tried to shed light on a number of issues related to this strategy.

In this regard, it should be noted that, despite the research effort carried out in recent years, the evidence relating to a number of aspects cannot be considered conclusive. Besides, although hedge fund activism has become a worldwide phenomenon, there are very few studies that investigate this strategy outside of the United States. As a result, it is necessary to obtain more evidence, especially in the case of Europe, where this activism is growing in importance, and where the institutional differences with the U.S. mean that the results relating to hedge fund activism in the U.S. cannot be generalized.

To carry out this study, we have considered two theoretical frameworks. The first, the economics of information, allows us to trace the origins of the hedge fund activism as a response to the existing agency problems within firms, which are derived from the conflicts of interests and information asymmetries that characterize the relationships between shareholders and managers. The second one, institutional economics, reveals the need to consider the institutional context when examining hedge fund activism, since the institutions affect the activist hedge funds' ability to act, the effectiveness of their interventions and the benefits resulting from their investments.

Taking into account this theoretical basis, the main objective of this study has been to answer the following research question:

In Europe, do activist hedge funds fulfil the supervisory function that is usually attributed to them, thus contributing to a reduction in the information asymmetries between shareholders and managers of companies, aligning the interests of these two groups and, therefore, promoting the value maximization of the companies in which they invest, or , in contrast, are they simple traders who make the most of the investment opportunities open to them?

To achieve the objective of this research, it was necessary to construct our own database composed of 332 investments made by 45 activist hedge funds (both, U.S. and European activist hedge funds) in 265 public companies operating in 15 European countries from the beginning of 2003 to the first semester of 2008. In addition, we collected a control sample which likewise is composed of European companies, and where each target firm was matched with a control company by country, industry, size and price-to-book ratio.

On the basis of these data, we carried out an empirical analysis of the factors that drive activist hedge fund investment decisions in Europe and the changes that are experienced by their European targets during the investment period of these activists, which allowed us to determine whether, in Europe, activist hedge funds perform the monitoring function that is traditionally attributed to them. Regarding this analysis, the research effort has been focused on four fields: accounting and financial information; information related to internal corporate governance mechanisms; institutional factors and stock market information.

The evidence obtained suggests that the accounting and financial information is relevant to explain the investment decisions of the activist hedge funds in Europe. In fact, the results reveal that the European target companies tended to present serious difficulties regarding their operating performance, since their ROA and ROE were significantly lower than the ROA and ROE of their corresponding control firms. Besides, targets are characterized by a high debt in their balance sheets and by a restrictive dividend policy. Nevertheless, in spite of this, these companies appear to be overvalued by the market, although, if we consider the overall evidence, we can see that part of this high market value could reflect market expectations about a potential control change in these firms.

Finally, target companies neither display signs of suffering from any agency problem of free cash flow, nor present excessive capital

expenditures. Further, unlike what might be expected considering their poor operating performance, target firms do not experience any improvement in their operating performance after the activist investments. The only changes that can be observed after the hedge fund engagements are a significant decrease of their total assets and a significant increase of their dividend yield.

As for information related to internal corporate governance mechanisms, the evidence is mixed. On the one hand, the results obtained indicate that neither the board composition (non-executive directors versus executive directors) nor its leadership structure are factors taken into account by the activist hedge funds when they invest in European companies, since target firms and control firms present similar characteristics in this regard. Further, we have not observed significant changes in these board characteristics after the investments of the activist hedge funds. But, on the other hand, we have found evidence that activist hedge funds prefer to invest in companies with a more dispersed ownership structure, maybe because they find it easier to acquire a significant stake in these firms. Evidenced has also been obtained showing that the ownership structure of target companies becomes more concentrated after the hedge fund investment, which improves the control exercised over the managers. In addition, it is worth noting the high board turnover experienced by target firms as a result of the hedge fund involvement, in comparison with the board turnover of control firms.

The results obtained also allow us to shed light on the role played by activist hedge funds in generating changes in corporate policies and in acting as precursors of corporate control events (takeovers, mergers, buyouts, etc.). The analyses performed reveal that, after the hedge fund investment 33.21% of target companies acquire another company through a private transaction or by launching a takeover offer, and 40% of target firms receive a takeover offer or initiate takeover talks. The fact that a significant number of targets become takeover objectives suggests that these activist hedge funds are seen by potential bidders as shareholders likely to negotiate and support a takeover bid.

It is also interesting that, in most cases, the bids are successful, are recommended by the board and use cash as the method of payment. Futher, we find that the offer price usually represents a substantial premium on the price prior to the takeover announcement, which reveals

the stronger bargaining position of activist hedge funds which frequently hold out, not tendering their shares until the premium offered incorporates the growth potential of the firm. In this way, receiving an acquisition offer is a direct source of sizeable gains for all of the firm's shareholders, in general, and for the activist hedge funds, in particular, which, in this way, manage to avoid the price pressure associated with an exit in the stock market.

The empirical evidence provided shows that a number of target firms initiate share buyback programs and restructuring processes (asset divestitures, layoffs or cost cutting programs), after the hedge fund involvement in the firm. This last finding is consistent with the significant reduction in total assets experienced by the targets two years after the investment, as revealed by the univariate analysis. It may be possible that those companies which carry out restructuring processes improve their operating performance at the end of the process, however, it should be taken into account that these processes frequently do not start just after the hedge fund investment and, besides, they are usually long, often taking several years, so it may be necessary to consider a longer period in order to examine whether those companies that implement a restructuring process ultimately improve their operating performance once the entire process has finished.

With regard to the legal and institutional environment, the results indicate that macro corporate governance factors are very important in explaining activist hedge fund investment decisions in Europe. In fact, 81% of the activist investments took place in companies operating in countries with high investor protection levels, minority shareholder protection being especially relevant for activist hedge funds. In addition, 71% of the activist investments take place in firms located in countries with a highly developed financial system and 73% of these investments in firms operating in countries with robust control mechanisms.

Regarding this last characteristic, activist hedge funds appear to show a clear preference for those countries with a dual (or similar) board structure or with a dispersed ownership structure. It should be observed that this last result also confirms the evidence of hedge fund preference for those firms with a more dispersed ownership structure. In addition, it is interesting to note that activist hedge funds do not seem to favour investing in countries with a more active market for corporate control, maybe because these funds themselves promote mergers and takeovers in their target

firms, and thus do not require the existence of an active market for corporate control.

Finally, the evidence provided demonstrates that firms' market information is not a relevant factor in explaining the investment decisions of activist hedge funds in Europe, which undermines the hypothesis that these funds only act as traders taking the most of different investment opportunities. Overall, the results obtained regarding the factors that have a significant impact on the activist hedge funds investment decisions and the changes that take place in target firms during the hedge fund investment period, allow us to conclude that activist hedge funds really perform a monitoring function in those companies.

According to our findings, when activist hedge funds invest in Europe, they take into account the firms' accounting information as well as information related to the internal governance mechanisms of companies. Thus, these funds choose companies with operating problems (poor operating performance, high debt, etc.) and with a weak governance system (dispersed ownership structure), that is, they prefer companies in which, considering their situation, it might be expected that shareholders might demand more control over the managers.

Furthermore, the obtained evidence suggests that target companies experience significant changes during the hedge fund investment period; noteworthy is the high board turnover, the increase of ownership concentration, the start of share buyback programs and restructuring processes, as well as the numerous control changes resulting from takeovers, mergers and buyouts. Many of these changes result in a clear value creation for the rest of the shareholders, especially in the case of control changes, in which the price received by the shareholders, usually in cash, represents an important premium on the previous price of the shares.

In addition, legal and institutional factors seem to be very important for the investment decisions of activist hedge funds, a finding which confirms the hypothesis that these funds play an active role in the European companies in which they invest. In this sense, activist hedge funds invest in companies operating in countries with a more favourable institutional and legal framework to carry out their supervising function, that is, they show a clear preference for countries with higher levels of investor protection, with a highly developed financial system and with robust control mechanisms. Finally, given that the stock market returns of

companies do not significantly influence the investment decisions of these funds, we can reject the hypothesis that they are simple market participants.

Consequently, taking into account the evidence provided, the research effort has helped answer the research question as formulated initially. Nevertheless, considering that, by acquiring a substantial stake in the share capital of target firms, activist hedge funds have sufficient incentive to collect information and use their voting power to consume corporate resources or enjoy private benefits without sharing them with the rest of the shareholders, then we have considered it necessary to analyze whether, by acquiring these significant stakes in their targets, activist hedge funds sometimes use their power to influence the most important decisions of the firms as well as their informational advantage to obtain their own private benefits to the detriment of the rest of the shareholders.

To do this, we studied two cases included in the target sample in which the activist hedge funds have a substantial stake in the two companies involved in an event of corporate control and, therefore, there exists the possibility that the objectives of the activists in one of the companies may be in conflict with the interests of the rest of the shareholders of that firm.

The first case analyzed relates to the investments of the activist hedge funds TCI and Atticus in Deutsche Borse, in the LSE and also in Euronext. From the study of this case, it can be observed that the strong opposition shown by the two activist hedge funds to the takeover offer launched by Deutsche Borse for the LSE, which finally led Deutsche Borse to withdraw the offer, was mainly motivated by the short positions that these hedge funds had in the LSE, as well as by their substantial stakes in Euronext, the other rival in the battle for LSE, rather than by any long-term interest in Deutsche Borse. By blocking the transaction, both hedge funds realized profits on their investments in the three companies in which they were positioned, at the expense of the LSE shareholders and the value that could have been created for Deutsche Borse shareholders as a result of the synergies generated by the integration of both companies.

In the second case analyzed, Elephant Seven, whose main shareholder is the activist hedge fund ACM, gave up its takeover plans for Springer & Jacoby and was finally acquired by Pixelpark, a company in which ACM also owned a significant stake. Unlike in the previous case, we

did not observe any evidence that ACM had expropriated minority shareholders of either of the two companies in which it had invested, since the actions and decisions supported by the hedge fund were aimed at value creation for the shareholders of both companies.

As can be seen, the main difference between these cases lies in the fact that, in the first instance, the hedge funds had short positions in one of the companies involved in the control event, the LSE, and therefore, their economic interest was in conflict with that of the rest of shareholders. Furthermore, Atticus and TCI also had substantial stakes in another company, Euronext, whose market value largely depended on the final outcome of the transaction.

In this sense, from the study of both cases, it can be concluded that the mere fact that a hedge fund has significant investments in the two companies involved in a control transaction in and of itself does not mean that this hedge fund obtains private benefits from this transaction to the detriment of the rest of the shareholders of one or both of the firms.

For expropriation by activist hedge funds to take place, it is necessary that the activist hedge fund also has substantial stakes in other companies whose market value depends on the result of the corporate transaction and /or has also hedged its economic exposure in one of the companies involved in the corporate transaction (empty voting), even managing to have a short position in that firm, and therefore, an economic interest contrary to that of the other shareholders. Furthermore, it should be taken into account that this kind of situation - where activists expropriate the rest of shareholders - is not very frequent in Europe, as is demonstrated by the fact that, in our sample, we found just two cases in which activist hedge funds had significant investments in the two parties involved in a corporate control event, and of these two cases, we found suggestions of a possible expropriation in only one of them.

Finally, it should be pointed out that the announcement of the proposal to regulate short selling and certain aspects of credit default swaps by the European Commission in September 2010 may be very interesting and useful in that respect (European Commission, 2010b). According to this proposal, investors will have to communicate their short positions in shares

admitted to trading in an EU venue when they cross certain thresholds[245]. This proposal provides a definition of short positions which is deliberately broad in order to capture those transactions with CDS and other financial instruments that provide a short economic exposure. If this proposal is finally carried out, it would result in greater information for market participants, including hedge funds, and most importantly for the present case, it would lead to a reduction of the information asymmetries between activist hedge funds and the rest of shareholders of those companies which are involved in a corporate transaction and in which hedge funds could have conflicting positions.

8.2. MAIN CONTRIBUTIONS OF THIS RESEARCH WORK

Following the summary and the discussion of the main results obtained in this doctoral thesis, in the following paragraphs we will identify the most noteworthy contributions of this research to the existing literature on hedge fund activism.

Firstly, this work has contributed to provide more evidence about shareholder activism and more specifically about the new activism of hedge funds, a relatively recent phenomenon about which there is no conclusive evidence regarding a number of issues, in spite of its interest (see Table I, Chapter 2). This research has attempted to shed light on the effectiveness of hedge fund activism, analyzing whether these funds perform the supervisory function that is usually attributed to them. For this reason, we provide evidence of the factors that have a significant influence on the investment decisions of activist hedge funds and the changes experienced by the targets after the hedge fund investments. Furthermore, we present a number of explanations related to shareholder expropriation of which activist hedge funds are frequently accused. All these questions are addressed taking as a reference the agency problems in firms, which are derived from the conflicts of interest between the shareholders and the managers and the information asymmetries existing between them. Furthermore, this study also offers evidence on which are the favourite industries of activist hedge funds, the level of commitment acquired by

[245] Investors will have to disclose their short positions in a firm to the competent authority (market) whenever this short position reaches or falls below 0.2% (0.5%) of the relevant issued share capital

these funds in their target companies and the evolution of this activism over the recent years.

Secondly, this research is focused on the analysis of hedge fund activism in Europe. Most of the studies have investigated this new phenomenon by considering activist events that have taken place in the U.S. (see, e.g., Bratton, 2007; Kahan and Rock, 2007; Brav et al., 2008a; Clifford, 2008; Klein and Zur, 2009; Greenwood and Schor, 2009). However, the institutional differences between the U.S. and Europe mean that most of the evidence gained by studying hedge fund activism in the U.S. cannot be generalized to cover Europe.

One of the main reasons for the lack of studies of hedge fund activism in Europe is the difficulty in obtaining information about it. In fact, most of the studies have focused on a specific country (see, e.g., Erede, 2009; Achleitner et al., 2008; Mietzner and Schweizer, 2008; Bessler et al., 2008; Mietzner et al., 2009; Drerup, 2010; Weber and Zimmermann, 2010) or on specific events of activism (see, e.g., Bellini, 2009; Bessière et al., 2010). Thus, one of the main contributions of this research is to provide evidence on hedge fund activism in Europe by considering a sample of investments carried out by activist hedge funds in 15 European countries[246].

In addition, in spite of the harmonisation attempts that are being carried out in Europe, the truth is that there are still significant differences among the legal and regulatory systems, the level of investor protection, the ownership structure or the development of the financial systems, etc. These factors, which, in this study, have been called external governance institutions or macro corporate governance factors, play a fundamental role in the relationship between the firm's managers and shareholders, having a significant impact on the hedge funds' capacity to take action in the companies in which they invest. Given that the hedge fund investments are distributed heterogeneously among the different European countries included in the sample, of particular interest is the analysis undertaken of

[246] The studies performed by Stokman (2007), Tse (2007) and Becht et al. (2010) have analyzed hedge fund activism by considering events that have taken place in Europe. Nevertheless, it should be noted that the samples of the two first studies are limited, especially the sample used by Tse (2007), which only comprises 30 cases of activism in Europe.

the effects on the investment decisions of activist hedge funds in Europe of these institutional factors.

A far as we know, this is the first study that provides evidence in this regard, since the work carried out by Becht et al. (2010) only expressed their intention to create an index that measures the ease with which activists can engage with a firm in order to analyze the jurisdictional impact on the abnormal returns generated by the announcement of activist investments. Nevertheless, they do not present any conclusive result.

Thirdly, and lastly, this research analyzes the investments of activist hedge funds in those European companies in which they acquire 1% of their share capital. As a result, this study is not only focused on the analysis of public activist events, as is the case of most studies of hedge fund activism, whose samples have been collected from information included in the regulatory filings that investors have to submit when their share stakes in a company reach specific thresholds.

This is an important point since for an activist hedge fund investment to be made public, it is necessary that hedge funds acquire a stake above the threshold that triggers the disclosure, which can vary from country to country, or that they initiate a media campaign making public their demands on target companies. In this latter case, the investments of hedge funds are frequently more hostile and aggressive. However, as was indicated in Chapter 6, on numerous occasions, activist hedge funds work together, operating under informal agreements, which usually remain undisclosed, so that each hedge fund involved in the agreement avoids exceeding the threshold for ownership disclosure.

Moreover, if the target company is receptive to the hedge fund's proposals and proceeds in a timely way to implement the initiatives consistent with these recommendations, the engagement might remain private as long as the hedge fund has not exceeded the threshold for public disclosure. One of the managers of an activist hedge fund made the following comment in this regard: "*We are always active but not always activist. We are looking for undervalued situations and will get as active as necessary. We want to be friendly activists and work with the company and the board to unlock value*" (Avery, 2007).

Because of that, another possible contribution of this research has been the consideration of those investments in which the activist hedge

funds acquire at least 1% of the share capital of their targets. In this way, we have considered not only the public interventions of these funds but also those investments in which activist hedge funds hold meetings and negotiate with managers without making it public.

As far as we know, only the studies performed by Becht et al. (2009) and Becht et al. (2010) have considered the public interventions of activist hedge funds. Specifically, Becht et al. (2009) analyze both the public and the private interventions of the activist fund HUKFF and Becht et al. (2010) include in their sample 97 private interventions carried out by 3 activist hedge funds in European companies. These two research works concur in recognizing that private interventions are very frequent, which reveals the importance of including them in the studies on hedge fund activism.

8.3. LIMITATIONS

As explained in Chapter 5, one of the first obstacles we had to deal with when we addressed the analysis of hedge fund activism in Europe was the absence of a database of activist events carried out by these funds. In the U.S., when an investor acquires more than 5% of the share capital of a company, they have to file a Schedule 13D revealing information that is very useful in investigating hedge fund activism. All this information is available in the EDGAR database owned by the SEC.

In contrast, in Europe, the investments of activist hedge funds are less transparent, since investors are subject to laxer information requirements, which make it difficult to access the data in this regard and, therefore, the empirical analyses. Further, the regulatory differences across countries regarding the thresholds that determine information disclosure or the kind of information that investors have to disclose complicate any studies that include several European countries.

In this sense, the process carried out to construct the sample of activist hedge fund investments in European companies (see Chapter 5) presents important advantages and opportunities, as noted in the previous Section. However, at the same time, it also poses certain limitations when addressing the research. Firstly, one of the main weaknesses is that the information available at the Ownership Module of the *Thomson One* database allows us to know the quarter in which the investments of the activist hedge funds in the companies took place, but it does not indicate

the exact day in which these investments were made or announced. The same happens with the hedge fund dis-investment dates. The main consequence derived from this limitation is that, given that we can not determine the exact dates of entry and exit, it is not possible to calculate the exact abnormal returns generated during the hedge fund investment period.

Besides, in those cases in which the activist hedge fund investments become publicly known, we neither know the date on which the announcement of the investments took place, which makes it impossible to analyze the abnormal returns generated around that date, that is, we can not examine how the market responds to the acquisitions of substantial share stakes by activist hedge funds.

In addition, we do not have information on the hedge funds' purposes in their European targets, either. This information which, in the U.S., hedge funds have to reveal in their Schedule 13D filings and which a number of studies include in their analyses, is very useful in examining the changes experienced by the target companies after the hedge fund investments, since it allows one to know whether these activists really achieve their goals in these companies.

Finally, another of the main limitations of this research work lies in the period of time covered to examine the changes that take place in the firms as a result of the activist hedge fund investments. If we analyze the evolution of the investments of these funds in European companies, it is possible to observe that most of them are concentrated in 2006 and 2007. Because of that, when we study the changes and the variations in characteristics such as the operating performance of targets, we consider a period of 1 or 2 years after the investments, as the last available data regarding these characteristics correspond to 2008. However, this period might turn out to be too short when analyzing the effects of hedge fund activism since, for example, in those cases in which the target companies initiate a restructuring process or in which the activist hedge funds gain a seat on their boards, it is possible that we can not appreciate significant changes in their operating performance immediately, a longer period of time being necessary.

8.4. FUTURE RESEARCH LINES

The research effort that has been carried out not only has allowed us to obtain interesting findings, but it also has opened up new paths which would appear to be worth exploring. In the following paragraphs we highlight some of these paths, whose exploration is deemed useful for future developments.

Firstly, this study has been focused on the analysis of a sample of 332 investments made by activist hedge funds in European companies during the period 2003-2008. However, in recent years, the economic landscape has experienced significant changes, being heavily affected by the financial crisis that has had a considerable impact in Europe. In this context, the strategy of activism performed by the hedge funds has been one of the more successful strategies, both regarding the returns and the inflows of funds. Because of that, it could be interesting to analyze the impact that the financial crisis has had on hedge fund activism in Europe in order to examine whether, during this period (2008-2011), activist hedge funds have modified their preferences regarding the kind of companies in which they invest or the changes that they seek to achieve in their targets and check whether these funds have changed their investment horizon or their commitment to the said firms.

In addition, the results of this study reveal that one of the fields in which activist hedge funds have had greatest influence is in the encouragement of corporate events (mergers, acquisitions, restructuring processes, share buyback programs, changes on the board of directors, etc.). Following on from that, it might be appropriate to purse this research line. One of the possibilities is an analysis of the abnormal returns generated around the announcement of those events, since, in this way, we could provide evidence of the market assessment of these events, examining whether the market considers them to be positive or negative for the company.

Regarding the methodological aspects, the panel data methodology is considered to present important advantages compared to other methodologies. Taking this into account, we have tried to test some of the working hypotheses by using this methodology, however, it was observed that the empirical design carried out initially did not allow us to apply it. For this reason, and given the advantages offered by the panel data

methodology, we intend to continue to raise further research questions relating to hedge fund activism that can be answered by applying this methodological tool.

By performing searches in the news database Nexis, we have been able to discover that, out of the 332 activist investments, 50 were made public, in the sense that news reports linked the hedge fund with their target company. These activist investments in which the media cover activist hedge funds in their campaigns against targets are usually a sign that the hedge fund activism in question has been more hostile and aggressive. Therefore, it might be interesting to study, in particular, this sub-group of investments in order to improve our knowledge about the behaviour of activist hedge funds in their more hostile investments in Europe.

Finally, the regulatory proposals that are being discussed in Europe relating to short sales pose new research opportunities related to hedge fund activism. If these regulations are implemented in the end, all the investors with short positions in the European companies will have to disclose them. With that in mind, it might be interesting to investigate whether activist hedge funds have short positions in any European firms and, if they do, analyze the objectives that these funds pursue. In this way, we would help shed light on one of the darkest sides of the activist hedge fund world.

REFERENCES

ACHLEITNER, A. K.; BETZER, A and GIDER, J. (2008): "Investment Rationales of Hedge Funds and Private Equity Funds in the German Stock Market", *working paper*. Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1292896

ACKERMANN, C.; MCENALLY, R. and RAVENSCRAFT, D. (1999): "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives", *The Journal of Finance*, Vol. 54 (3): 833-874.o

ADMATI, A.R. and PFLEIDERER, P. (2009): "The Wall Street Walk and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice", *Review of Financial Studies*, Vol. 22 (7): 2445-2485

ADMATI, A.R.; PFLEIDERER, P. and ZECHNER, J. (1994): "Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium", *The Journal of Political Economy,* Vol. 102 (6): 1097-1130.

AFX (2004): "Deutsche Boerse down on Fears of Improved LSE offer, Bidding War", December, 13.

-----. (2005): "Stockwatch IWKA Jumps on CEO Resignation Amid Dispute with US Shareholder", *AFX International Focus*, June, 3.

-----. (2006): "Adecco Faces Possible Legal Battle over Planned DIS delisting", *AFX International Focus*, June 4.

-----. (2007): "Hugin Ad Hoc: DIS AG", DPA - AFX, September, 4.

AIMA (2007): *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers*. Available at: http://www.aima.org/en/knowledge _centre/sound-practices/guides-to-sound-practices.cfm

AKERLOF, G.A. (1970): "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics,* Vol.84 (3): 488-500.

-----. (2002): "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior (Prize Lecture, December 8, 2001)", *Revista Asturiana de Economía*, Nº. 25: 7-48.

ALEDO, J.; HILLIER, D. and HODGSON, A. (2011): "Macro Corporate Governance Factors and the Informativeness of Accounting Earnings", *working paper*.

ALLEN, F. and FAULHABER, G. (1989): "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 (2): 303-323.

ALLEN, F. and MICHAELY, R. (1995): "Dividend policy". Included in JARROW, R.A.; MAKSIMOVIC, V. and Ziemba, W.T. (Eds.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol. 9, Elsevier, Amsterdam.

ALMEIDA, H.V. and WOLFENZON, D. (2006): **"**A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups", *The Journal of Finance,* Vol. 61 (6), 2637-2679.

AMIHUD, Y.; HAUSER, S. and KIRSH, A. (2003): "Allocations, Adverse Selection, and Cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 (1) 137-158.

AMIHUD, Y. and LEV, B. (1981)*: "*Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics,* Vol. 12: 605-617.

AMIHUD, Y. and LI, K. (2006): "The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41 (3): 637-660.

ANSON, M.; WHITE, T. and HO, H. (2004): "Good Corporate Governance Works: More Evidence from CaIPERS", *Journal of Asset Management,* Vol. 5 (3):149-156.

ARELLANO, M. and HONORE, B. (2001): "Panel data models: Some recent evidence", *Handbook of Econometrics*, Vol. 5: 3229-3296.

ARMOUR, J. and CHEFFINS, B.R. (2009): "The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds", *ECGI - Law Working Paper No. 136/2009*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1489336

ARNOLD, M. (2005): "Euronext Chief Pledges Returns on LSE Bid Exchanges", *Financial Times (London, England)*, June, 2.

ARROW, K.J. (1963): "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care", *American Economic Review,* Vol. 53 (5): 941-973.

ASHRAF, R. and JAYARAMAN, N. (2007): "Determinants and Consequences of Proxy Voting by Mutual Funds on Shareholder Proposals", *working paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =962126.

ASLAN, H. and MARAACHLIAN, H. (2009): "The New Kids on the Block: Wealth Effects of Hedge Fund Activism on Bondholders", *working paper*.

ATANASOV, V.; BLACK, B.; CICCOTELLO, C. and GYOSHEV, S. (2008): "Unbundling and Measuring Tunneling", *ECGI - Finance Working Paper and University of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 117*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_id=1030529

-----. (2010): "How does Law Affect Finance? An Examination of Equity Tunneling in Bulgaria", *Journal of Financial Economics*, Vol. 96 (1): 155-173.

AVERY, H. (2007): "Hedge Fund Activism Debate: the Real Face of Active Investing?, *Euromoney*, February. Available at: http://www.euromoney.com/Article/1217045/Hedge-fund-activism-debate-The-real-face-of-active-investing.html

BAE, K.H.; KANG, J.K. and KIM, J.M. (2002): "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", *The Journal of Finance*, Vol. 57 (6): 2695-2740.

BAEK, J.S.; KANG, J.K. and LEE, I. (2006): "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols", *The Journal of Finance,* Vol. 61 (5): 2415-2449.

BAEK, J.S.; KANG, J.K. and PARK, K.S. (2004): "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics,* Vol. 71 (2): 265–313.

BARCLAY, M.J. and HOLDERNESS, C.G. (1991): "Negotiated Block Trades and Corporate Control", *The Journal of Finance,* Vol. 46 (3): 861-87.

BARNEA, A.; HAUGEN, R. and SENBET, L. (1985): *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

BARRACHDI, F. (2008): "Hedge Fund Activism and Corporate Governance: the State of the Art", *working paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1221882

BATHALA, C.T.; BOWLIN, O.D. and RAO, R.P. (1995): "Debt Structure, Insider Ownership, and Dividend Policy: A test of the Substitutability Hypothesis in an Agency Framework", *Research in Finance*, Vol. 13: 237-260.

BEBCHUK, L. (1999): "A rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control", *NBER working paper* 7203. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168990

BEBCZUK, R.N. (2000): *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Madrid.

BECHT, M; FRANKS, J. and GRANT, J. (2010): "Hedge Fund Activism in Europe**"**, *ECGI - Finance Working Paper No. 283/2010*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1616340

BECHT, M; FRANKS, J.; MAYER, C. and ROSSI, S. (2009): "Returns to Shareholder Activism. Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund**"**, *The Review of Financial Studies,* Vol.22 (8):3093-3129.

BELLINI, E. (2009): "Hedge Fund Activism in Italy", *Journal of Corporate Law Studies,* Vol. 9 (1): 201-234.

BENNEDSEN, M. and WOLFENZON, D. (2000): "The Balance of Power in Closely Held Corporations", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58 (1-2):113-139.

BENVENISTE, L.M. and SPINDT, P.A. (1989): "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics*, Vol.24 (2), 343-361.

BERKMAN, H.; COLE, R.A. and FU, L.J., (2009): "Expropriation through Loan Guarantees to Related Parties: Evidence from China", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33 (1): 141-156.

BERLE, A.A. and MEANS, G.C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt Brace and World, Nueva York.

BERNARDO, A.E.; CAI, H. and LOU, J. (2001): "Capital Budgeting and Compensation with Asymmetric Information and Moral Hazard", *Journal of Financial Economics*, Vol.61 (3): 311-344

BERNDT, M. (2002): *Global Differences in Corporate Governance Systems. Theory and Implications for Reforms*, Deutscher Universit¨ats Verlag, Wiesbaden.

BERTRAND, M.; METHA, P. and MULLAINATHAN, S. (2002): "Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 117 (1): 121-148.

BESANKO, D. and THAKOR, A.V. (1985): "Competition, Collateral and Rationing: Models of Sorting Equilibria in the Credit Market", *BRC Working Paper No. 96*, Northwestern University.

BESSIERE, V.; LAFONT, A.L. and KAESTNER, M. (2010): "Hedge Fund Activism: A Clinical Study of the French Company Atos Origin", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1635283

BESSLER, W; DROBETZ, W. and HOLLER, J. (2008): "Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence from Hedge Fund Activism in Germany", *working paper.* Available at: http://www.fmpm.org/docs/12th/papers_2009_web/B1c.pdf

BETHEL, J.E.; LIEBESKIND, J.P. and OPLER, T. (1998): "Block Share Purchases and Corporate Performance", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (2): 605-634.

BHASKAR, V. (1997): "The political Coase Theorem: Identifying Differences between Neoclassical Critical Institutionalism", *Journal of Economic Issues*, Vol. 31 (3):761-779.

BHATTACHARYA, S. (1979): "Imperfect Information, Dividend Policy, and the 'Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 10 (1): 259-270.

BIZJAK, J.M. and MARQUETTE, C.J. (1998): "Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 33 (4): 499-521.

BLACK, B.S. (1990): "Shareholder Passivity Re-examined", *Michigan Law Review,* Vol. 89: 520-608.

-----. (1992): "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", *UCLA Law Review,* Vol. 39: 811-893.

-----. (1998): "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States". In NEWMAN, P. (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 3, Palgrave Macmillan, New York, pp. 459-465.

BLACK, B.S. and COFFEE, J.C. (1994): "Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour under Limited Regulation", *Michigan Law Review,* Vol. 92: 1997-2087.

BLOOMBERG (2009): "Bank of America Strips CEO Lewis of Chairman's Job", *Bloomberg* , April, 29.

BOROKHOVICH, K.A.; PARRINO, R. and TRAPANI, T. (1996): "Outside Directors and CEO Selection", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (3): 337-355.

BOYSON, N.M. and MOORADIAN, R.M. (2008): "Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994-2005", *working paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=992739

-----. (2009): "Intense Hedge Fund Activists", *working paper.* Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1492641

BRAENDLE, U.C. (2006): "Shareholder Protection in the USA and Germany-Law and Finance Revisited", *German Law Journal*, Vol. 7: 257-278.

BRATTON, W.W. (2007): "Hedge Funds and Governance Targets", *Georgetown Law Journal*, Vol. 95 (5): 1375-1433.

BRAU, J.; LAMBSON, V. and MCQUEEN, G. (2005): "Lockups Revisited", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40 (3): 519-530.

BRAV, A. and GOMPERS, P.A. (2003): "The Role of Lockups in Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, Vol. 16 (1): 1-29.

BRAV, A.; JIANG, W. and KIM, H. (2010): "Hedge Fund Activism: a Review", *Working Paper prepared for Foundations and Trends in Finance.* Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm ?abstract_id=1551953

BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F. and THOMAS, R. (2008a): "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", *The Journal of Finance*, Vol. 63 (4):1729-1775.

-----. (2008b): "The returns to Hedge Fund Activism", W*orking Paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id= 1111778

BRAV, A. and MATHEWS, R.D. (2011): "Empty Voting and the Efficiency of Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 99 (2): 289-307.

BRICKLEY, J.A. (1983): "Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend", *Journal of Financial Economics*, Vol. 12 (2): 187-209.

BRICKLEY, J.A.; COLES, J.L and JARRELL, G. (1997): "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 (3): 189-220.

BRIGGS, T. W. (2007): "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis", *Journal of Corporation Law,* Vol. 32 (4): 681-73.

BROWN, S.J.; GOETZMANN, W.N. and PARK, J. (2001): "Careers and Survival: Competition and Risk in the Hedge Fund and CTA Industry", *The Journal of Finance*, Vol. 56 (5):1869-1886.

BUDSARATRAGOON, P.; LHAOPADCHAN, S. and HILLIER, D. (2010): "Institutional Shareholder Activism and Limited Investor Attention", *Review of Behavioral Finance,* Vol. 2 (2):106-125.

BURKART, M., GROMB, D. and PANUNZI, F. (1997): "Large Shareholders, Monitoring, And the Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics,* Vol. 112 (3): 693-728.

BUSINESS WIRE (2005): "Wyser-Pratte Submits Counter-Motions and Retains MacKenzie Partners, Inc. to Solicit Proxies for Upcoming IWKA AG -IWK GR- Shareholder Meeting", *Business Wire,* May 16.

BUSINESS WORLD DIGEST (2008): "Horizon Agrees E101m Takeover Offer", *Business World Digest*, April, 18.

BUYSSCHAERT, A.; DELOOF, M. and JEGERS, M. (2004): "Equity Sales in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders? A Clinical Study", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 (1): 81-103.

CAO, M. and SHI, S. (2006): "Signaling in the Internet Craze of Initial Public Offerings", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 12 (4): 818- 833.

CARLETON, W.T.; NELSON, J.M. and WEISBACH, M.S. (1998): "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (4): 1335-1362.

CHAMBERLAIN, G. (1980): "Analysis of Covariance with Qualitative Data", *Review of Economic Studies*, Vol. 47: 225-238.

-----. (1984): "Panel data". In GRILICHES, Z. and INTRILIGATOR, M.D. (Eds.): *Handbook of Econometrics*, Vol. 2, North -Holland, Amsterdam.

CHAN, Y.S. and THAKOR, A.V. *(1987): "*Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard *and Private* Information", *The Journal of Finance*, Vol. 42 (2): 345-362.

CHENG, C.S.A.; HUAN, H.H.; LI, Y. and STANFIELD, J. (2010): "The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance", *working paper*. Available at: http://business.gwu.edu/accountancy /files/effect-of-hedge-fund-activism.pdf

CHEUNG, Y.; JING, L.; LU, T.; RAU, P. R. and STOURAITIS, A. (2009): "Tunneling and Propping up: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies", *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 17 (3): 372-393.

CHEUNG, Y.; RAU, P.R. and STOURAITIS, A. (2006): "Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics,* Vol. 82 (2): 343-386.

CHRISTOFFERSEN, S.; GECZY, C.; MUSTO, D. and REED, A. (2007): "Vote Trading and Information Aggregation," *The Journal of Finance,* Vol. 62 (6): 2897-2929.

CITIGROUP (2005): *Hedge Funds at the Gate*, September. Available at: http://www.complianceweek.com/s/documents/hedge-funds-at-the-gate.pdf

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. and LANG, L.H.P. (2002): "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *The Journal of Finance*, Vol. 57 (6): 2741-2771.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. and LANG, L.H.P. (2000): "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58 (1-2): 81-112.

CLIFFORD, C. (2008): "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14 (4): 323-336.

COASE, R.H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica*, Vol. 4 (16): 386-405.

-----. (1992): "The Institutional Structure of Production", *The American Economic Review*, Vol. 82 (4): 713-719.

-----. (1998): "The New Institutional Economics", *The American Economic Review*, Vol. 88 (2):72-74.

COEN, J. (2008): "Negative Voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it", *Harvard Journal on Legislation,* Vol. 45 (1): 44-257.

COFFEE, J.C. (1991): "Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review,* Vol. 91 (6): 1277-1368.

COHEN, N. (2005a): "Deutsche Borse 'Empire Building': Hedge funds Call for Proposed LSE Acquisition to 'be Put to Vote' : German Exchange's Buyback of Shares 'would Deliver Better Return", *Financial Times (London, England*), January, 17, p. 19.

-----. (2005b): "Shareholder Bloc Steps up Pressure on Deutsche Borse to Abandon LSE Bid", *Financial Times (London, England)*, January, 22, p.1.

-----. (2005c): "Banks Tell Deutsche Borse of Doubts LSE", *Financial Times (London, England)*, February, 3, p.20.

-----. (2006): "Atticus Relaxes on Bourse Bids", *Financial Times (London, England)*, May, 25, p.25.

COHEN, N. and JENKINS, P (2005): "Hedge Funds Believed a Change of Management Strategy Could Unlock Big Returns. The Bid Plan for the London Stock Exchange Sparked an Investor Rebellion that Grew in the Face of Werner Seifert's Intransigence", *Financial Times (London, England)*, May, 25, p. 17.

COMMONS, J.R. (1934): *Institutional Economics: its Place in Political Economy*, Macmillan, New York.

COOLS, S. (2005): "The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30: 697-766.

CREDIT SUISSE (2010): *2010 Hedge Fund Industry Review.* Available at: http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/2010%20Hedge%20Fund%20Industry%20Review.pdf

CREMERS, K.J.M. and NAIR, V.B. (2005): "Governance Mechanisms and Equity Prices", *The Journal of Finance*, Vol. 60 (6): 2859-2894.

CROCI, E. (2007): "Corporate Raiders, Performance and Governance in Europe", *European Financial Management,* Vol. 13 (5): 949-978.

CRONQVIST, H. and FAHLENBRACH, R. (2009): "Large Shareholders and Corporate Policies", *Review of Financial Studies*, Vol. 22 (10): 3941-3976.

CRUTCHLEY, C.E.; HUDSON, C.D. and JENSEN, M.R.H. (1998): "Shareholders Wealth Effects of CalPERS Activism", *Financial Services Review*, Vol. 7 (1): 1-10.

DAHYA, J. and MCCONNELL, J.J. (2005): "Outside Directors and Corporate Board Decisions", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11 (1-2): 37-60.

DAVIS, G.F. and KIM, E.H. (2007): "Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 85 (2): 552-570.

DE QUIRÓS, L.B. (2003): "Mitos y Realidades sobre el Buen Gobierno de las Empresas", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, Vol. 1: 33-55.

DEANGELO, H., DEANGELO, L. and SKINNER, D.J. (1996): "Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 (3):341-371.

DEL GUERCIO, D. and HAWKINS, J. (1999): "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics,* Vol. 52 (3): 293-340.

DEL GUERCIO, D.; SEERY, L. and WOIDTKE, T. (2008): "Do Boards Pay Attention when Institutional Investor Activists "Just Vote No"?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 90 (1): 84-103.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and LEVINE, R. (2001): *Financial Structure and Economic Growth: a Cross- Country Comparison of Banks Market and Developments,* The MIT Press, Cambridge and London.

DEMIRGÜÇ-KUNT, A. and MAKSIMOVIC, V. (2002): "Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65 (3): 337-363.

DEMSETZ, H. and KENNETH, L (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93 (6): 1155-1177.

DENIS, D.K. and McCONNEL, J.J. (2003): "International Corporate Governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 (1):1-36.

DEUTSCHE BOERSE AG (2004): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Deutsche Boerse considering a cash offer for the London Stock Exchange", *DPA – AFX*, December 13.

-----. (2005a): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Deutsche Boerse has received a request for an extraordinary general meeting", *DPA – AFX*, January 15.

-----. (2005b): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Proposed Pre-Conditional Cash Offer by Deutsche Boerse for the LSE", *DPA – AFX*, January 27.

-----. (2005c): "Ad hoc announcement §15 WpHG Sonstiges: Deutsche Boerse withdraws proposed pre-conditional cash offer", *DPA – AFX*, March 6.

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. and SHLEIFER, A. (2003): "Courts", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 (2): 453-517.

-----. (2008): "The Law and Economics of Self-Dealing", *Journal of Financial Economics,* Vol. 88 (3):430-465.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A.; LINS, K.V.; MILLER, D.P. and STULZ R.M. (2009): "Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision", *The Journal of Finance*, Vol. 64 (1): 425-466

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.A. and SULTZ, R. (2004): "Why are Foreign Firms Listed in the U.S. worth More", *Journal of Financial Economics*, Vol. 71 (2): 205-238.

-----. (2007): "Why do Countries Matter so Much for Corporate Governance?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 (1): 1-39.

DRERUP, T. (2010): "Much Ado about Nothing. The Effects of Hedge Fund Activism in Germany", *working paper.* Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1718365

DUAN, Y. (2008): "The Role of Mutual Funds in Corporate Governance: Evidence from Mutual Funds' Proxy Voting and Trading Behavior", *working paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028367

DURNEV, A. and KIM, E.H. (2005): "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *The Journal of Finance,* Vol. 60 (3):1461-1493.

DYCK, A. and ZINGALES, L. (2004): "Private Benefits of Control: An International Comparison", *The Journal of Finance*, Vol. 59 (2): 537-600.

EASTERBROOK, F. (1984): "Two agency cost explanations of dividends", *American Economic Review*, Vol. 74 (4): 650-659.

EDLIN, A.S. and STIGLITZ, J.E. (1995): "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies", *American Economic Review,* Vol. 85 (5): 1301-1312.

EGGERTSSON, T. (1990): *Economic Behavior and Institutions*, Cambridge Surveys of Economic Literature: Cambridge University Press, Cambridge.

ENGLISH II, P.C.; SMYTHE, T.I. and McNEIL, C.R. (2004): "The "CalPERS Effect" Revisited", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (1): 157-174.

EREDE, M. (2009): "Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: Can Hedge Funds Activism Play Any Role in Italy?", *CLEA 2009 Annual Meeting Paper.* Available at: http://ssrn.com/abstract=1397562

ERGUNGOR, O.E. (2004): "Market- vs. Bank-Based Financial Systems: do Rights and Regulations Really Matter?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28 (12): 2869-2887.

ESGUERRA ROA, C. (2005): "La Economía Institucional: Aproximaciones y Temas de Discusión", *Revista Divergencia*, Vol. 1: 31-34.

EUROMONEY (2006): "Werner Seifert Book Review: A Comic-Book Tale of Good versus Evil", *Euromoney*, April. Available at: http://www.euromoney.com/Article/1019586/Werner-Seifert-book-review-A-comic-book-tale-of-good-versus-evil.html

EUROPEAN COMMISSION (2005*): Commission Recommendation of 15 February 2005 on the Role of Non-Executive or Supervisory Directors of Listed Companies and on the Committees of the (Supervisory) Board (2005/162/EC)*. Available at: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:052:0051:0063:EN:PDF

-----. (2006): *Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, Internal Market and Services DG, July. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/hedgefunds_en.pdf

-----. (2009): *Commission Proposes EU Framework for Managers of Alternative Investment Funds*. Available at: http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/669

-----. (2010a): *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending directives 2004/39/EC and 2009/65/EC*, May. Available at: http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st09/st09694.en10.pdf

-----. (2010b): *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps*, September. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/securities /docs/short_selling/20100915_proposal_en.pdf

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM (2010): Statement of the European Corporate Governance Forum on Empty Voting and Transparency of Shareholder Positions, February, 20. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf

FACCIO, M., LANG, L.H.P. and YOUNG, L. (2001): "Dividends and Expropriation", *American Economics Review*, Vol. 91 (1): 54-78.

FACCIO, M. and STOLIN, D. (2006): "Expropriation vs. Proportional Sharing in Corporate Acquisitions", *Journal of Business*, Vol. 79 (3): 1413-1444.

FAMA, E.F. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 88 (2): 288-307.

FAMA, E.F. and JENSEN, M.C. (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2): 301-325.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2010): *Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds*, February. Available at: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/hedge_funds.pdf

FINANCIAL TIMES (2008):"Calls in US for Split of Top Jobs Gain Momentum", *Financial Times*, May, 28. Available at: http://www.ft.com/cms/s/ 0/835bf606-2c50-11dd-9861-000077b07658.html# axzz1Q7KgYBVB

-----. (2009): "Sara Lee to Separate Executive Roles", *Financial Time*s, October, 9. Available at: http://www.ft.com/intl/cms/s/0 /89fa51c2-b469-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz1Q7KgYBVB

FLOOD, C. and TASSELL, T. (2004): "Euronext enters Fray for London Stock Exchange", *Financial Times (London, England),* December, 21.

FRANKS, J. and MAYER, C. (2001): "Ownership and Control of German Corporations", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14 (4): 943-977.

FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S. and MITTON, T. (2003): "Propping and Tunnelling", *Journal of Comparative Economics,* Vol. 31: 732-750.

FUNG, W. and HSIEH, D.A. (1999): "A Primer on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance,* Vol. 6 (3): 309-331.

FURUBOTN, E.G. and RICHTER, R. (1991): *The New Institutional Economics. A collection of articles from the Journal of institutional and theoretical economics,* College Starion, Texas & Press.

-----. (1997): *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, Michigan.

GANTCHEV, N. (2010): "The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1646471

GARROUSTE, P. and SAUSSIER, S. (2008): "The Theories of the Firm". In BROUSSEAU, E. and GLACHANT, J. M. (Eds.): *New Institutional Economics. A Guidebook*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 23-36.

GASPAR, J.M.; MASSA, M. and MATOS, P. (2005): "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 76 (1): 135-165.

GERMAN BUSINESS DIGEST (2006a): "German DIS Minority Shareholders Oppose Delisting", *German Business Digest*, June, 6.

-----. (2006b): "German Court Suspends DIS Delisting", *German Business Digest*, July, 12.

-----. (2006c): "German Pixelpark Makes Takeover Offer for Elephant Seven", *German Business Digest,* October, 18.

-----. (2007): "German IWKA Completes Packaging Unit Sale, Pays all Debts", *German Business Digest*, April, 20.

GEWIRTZ, L. (2005): "Celanese Holdouts are Paid off", *Daily Deal/The Deal,* August, 22.

GILLAN, S.L. and STARKS, L.T. (1998): "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence", *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2: 10-34.

-----. (2000): "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors", *Journal of Financial Economics,* Vol. 57 (2): 275-305.

-----. (2007): "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol. 19 (1): 55-73.

GOMPERS, P.A. (1993a): "Syndication, Hold-out Problems, and Venture Capital", *working paper*, University of Chicago.

-----. (1993b): "Incentives, Screening, and Venture Capital: A role for Convertible Debt", *working paper*, University of Chicago.

-----. (1995): "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *The Journal of Fina*nce, Vol. 50 (5): 1461-1489.

GORDON, E.A.; HENRY, E. and PALIA, D. (2004): "Related Party Transactions and Corporate Governance". *Advances in Financial Economics*, Vol. 9: 1-27.

GORDON, J.N. (2008): "Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy", *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61 (2): 475-496.

GORDON, L.A. and POUND, J. (1993): "Information, Ownership Structure and Shareholder Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance Proposals", *The Journal of Finance,* Vol. 48(2): 697-718.

GORTON, G. and KHAL, M. (1999): "Blockholder Identity Equity Ownership Structures and Hostile Takeovers", *working paper*. Available at: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9919.pdf

GORTON, G. and SCHMID, F.A. (1999): "Corporate Governance, Ownership Dispersion, and Efficiency: Empirical Evidence from Austrian Cooperative Banking", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 5: 119-140.

GOYAL, V.K. and PARK, C.W. (2002): "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 (1): 49-66.

GREENWOOD, R. and SCHOR, M. (2009): "Investor Activism and Takeovers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 92 (3): 362-375.

GROSSMAN, S.J. and STIGLITZ, J.E. (1977): "On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm", *The Journal of Finance*, Vol. 32 (2): 389-402.

GROSSMAN, S.J. and HART, O.D. (1980): "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics,* Vol. 11 (1): 42-64.

-----. (1982): "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives". In MCCALL, J.J. (Eds.): *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago.

-----. (1988): "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol.20 (1-2): 175-202.

HAGENDORFF, J.; COLLINS, M. and KEASEY, K. (2008): "Investor Protection and the Value Effects of Bank Merger Announcements in Europe and the US", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32 (7): 1333-1348.

HAMAO, Y.; KUTSUNA, K. and MATOS, P. (2010): "U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years", *ECGI - Finance Working Paper No. 290/2010.* Available at: http://ssrn.com/ abstract =1573422

HAMILTON, W.H. (1932): "Institution". In SELIGMAN, E. R. A. and JOHNSON, A. (Eds.)*: Encyclopaedia of the Social Sciences*, Vol. 8: 84-89, Macmillan, New York.

HANDELSBLATT (2007a): "Elephant Seven to be Withdrawn from Stock Exchange", *Handelsblatt*, April, 20.

-----. (2007b):"Dis Deutscher Industrie Service Still Aims to Delist", *Handelsblatt*, June 6.

HARRIS, M. and RAVIV, A. (1988): "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1-2): 203-235.

HARTZELL, J. and STARKS, L. (2003): "Institutional Investors and Executive Compensation", *The Journal of Finance*, Vol. 57 (6): 2351-2374.

HEDGE FUND INTELLIGENCE (2010): *European Hedge Fund Assets on the Rise Again*, press release. Available at: http://www.hedgefundintelligence.com /images/592/55597/Euopean%20hedge%20fund%20assets%20on%20the%20rise%20again%20-%201%20March%202010.pdf

HEDGE FUND WORKING GROUP (2007): *Hedge Fund Standards: Consultation Paper. PART 1: Approach to Best Practice in Context*. Available at: http://www.hfsb.org/sites/10109/files/hfwg_paper_ part_1_final.pdf

HERMALIN, B.E. and WEISBACH, M.S. (1988): "The Determinants of Board Composition", *The RAND Journal of Economics*, Vol. 19 (4): 589-606.

HILLIER, D. and McCOLGAN, P. (2006): "An Analysis of Changes in Board Structure during Corporate Governance Reforms", *European Financial Management*, Vol. 12 (4): 575-607.

HILLIER, D.; PINDADO, J.; QUEIROZ, V. and DE LA TORRE, C. (2011): "The Impact of Country-level Corporate Governance on Research and Development", *Journal of International Business Studies*, Vol. 42 (1):76-98.

HIRSHLEIFER, J. and RILEY, J.G. (1992): *The Analytics of Uncertainty and Information,* Cambridge University Press, Cambridge.

HODDER, J.E. and JACKWERTH, J.C. (2007): "Incentive Contracts and Hedge Fund Management", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42 (4): 811-826.

HODGSON, G.M. (1993): "Institutional Economics: Surveying the 'Old' and the 'New'"; *Metroeconomica*, Vol. 44 (1): 1-28.

-----. (1998): "The Approach of Institutional Economics", *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 (1): 166-192.

HOLDERNESS, C.G. (2003): "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *Economic Policy Review,* Vol. 9 (1): 51-64.

HOLDERNESS, C.G. and SHEEHAN D.P. (1985): "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 (4): 555-579.

HOLMEN, M. and KNOPF, J.D. (2004): "Minority Shareholders Protections and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 39 (1): 167-191.

HÖLMSTROM, B. (1979): "Moral Hazard and Observability", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10 (1):74-91.

HOPT, K.J. and LEYENS, P.C. (2004): "Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy", *ECGI Law Working Paper N°. 18/2004*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944&rec=1&srcabs=818347

HOSSAIN, M.; PREVOST, A.K. and RAO, R.P. (2001): "Corporate Governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the Relation between Board Composition and Firm Performance", *Pacific-Basin Finance Journal,* Vol. 9:119-145.

HU, H.T.C. and BLACK, B. (2006a): The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, Vol. 79 (4): 811-908.

-----. (2006b): Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, *Business Lawyer*, Vol. 61 (3): 1011-1070.

-----. (2007): Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Journal of Corporate Finance* Vol. 13 (2-3): 343-367.

-----. (2008): Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156 (3): 625-739.

HUANG, J. (2010): "Hedge Funds and Shareholder Wealth Gains in Leveraged Buyouts", *working paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/ papers.cfm?abstract_id=1086687

HULSEN, I. (2005): "Elephant Seven Takeover Secures Springer & Jacoby", *Financial Times Deutschland*, December, 29.

-----. (2006): "Uncertainty Over Springer & Jacoby Deal", *Financial Times Deutschland*, July, 3.

HUSON, M. (1997): "Does governance matter? Evidence from CalPERS interventions", *working paper*.

HUSON, M.R.; PARRINO, R. and STARKS, L. T. (2001): "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective", *The Journal of Finance*, Vol.56 (6): 2265-2297.

INEICHEN, A.M.: (2000): *In search of Alpha. Investing in Hedge Funds*, UBS Warburg. Available at: http://pricing.online.fr/docs/alpha1.pdf

INEICHEN, A.M. and SILBERSTEIN, K. (2008): *AIMA'S Roadmap to Hedge Funds*, The Alternative Investment Management Association. Available at: http://www.aima.org/download.cfm/docid/6133E854-63FF-46FC-95347B445AE4ECFC

INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON (2010): "Hedge Funds 2010", *IFSL Research*. Available at: http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Hedge-funds-2010.pdf

IOSCO (2006): *Consultation Report. The Regulatory Environment for Hedge Funds. A Survey and Comparison.* Available at: http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20060317-2/02.pdf

JAFFEE, D.M. and RUSSELL, T. (1976) "Imperfect Information, Uncertainty and. Credit Rationing," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (4): 651-666.

JENSEN, G.R.; SOLBERG, D.P. and ZORN, T.S. (1992): "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 (2): 247-263.

JENSEN, M.C. (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (2): 301-325.

-----. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 (2): 323-329.

-----. (1988): "Takeovers: Their Causes and Consequences", *The Journal of Economic Perspectives,* Vol. 2 (1): 21-48.

-----. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *The Journal of Finance,* Vol. 48 (3): 831-880.

JENSEN, M.C. and MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics,* Vol. 3 (4): 305-360.

JENSEN, M.C. and RUBACK, W.H. (1983): "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (1-4) 5-50.

JENSEN, M.C. and SMITH, C.W. (1985): "Stockholder, Manager, and Creditor Interests". In ALTMAN, E. and SUBRAHMANYAM, M. (Eds.): *Applications of agency theory: Recent advances in corporate finance*, Irwin Press, Homewood, IL, pp. 93-131. Reprinted in *Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, (Harvard University Press, 2000).

JING, L. and LEI, W. (2007): "A Study on the Signaling Mechanism of Corporate Reputation", *International Conference on Wireless Communications, Networking And Mobile Computing*, Vol. 1-15: 3277-3280.

JOHN, K. and WILLIAMS, J. (1985): "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium*", Journal of Finance*, Vol. 40 (4): 1053-1070.

JOHNSON, S.; BOONE, P.; BREACH, A. and FRIEDMAN, E. (2000): "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (1-2): 141-186.

JOHNSON, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES and F., SHLEIFER, A. (2000): "Tunneling", *American Economic Review*, Vol. 90 (2): 22-27.

JOHNSON, S.A.; LIN, J.C. and ROY SONG, K. (2006): "Dividend Policy, Signaling, and Discounts on Closed-end Funds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81 (3): 539-562

JONES, A.W. (1949):"Fashions in Forecasting", *Fortune*, March, pp. 88-91, 180, 182, 184, 186.

JOSKOW, P.L. (2005): "Vertical Integration". In MENARD, C. and SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 319-348.

-----. (2008): "Introduction to New Institutional Economics: A Report Card". In BROUSSEAU, E. and GLACHANT, J. M. (Eds.): *New Institutional Economics. A Guidebook*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 1-20.

KADAN, O. and SWINKELS, J. (2008): "Stocks or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and the Design of Compensation Contracts", *The Review of Financial Studies,* Vol. 21 (1): 451-482.

KAHAN, M. and ROCK, E.B. (2007): "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155 (5): 1021-1093.

-----. (2008): "The Hanging Chads of Corporate Voting", *Georgetown Law Journal*, Vol. 96 (4):1227-1281.

-----. (2009): "Hedge Fund Activism in the Enforcement of Bondholder Rights", *Northwestern University Law Review,* Vol. 103 (1):281-322.

KAHN, C. and WINTON, A. (1998): "Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (1): 99-129.

KAPLAN, S.N. (1995): "Corporate Governance and Incentives in German Companies: Evidence from top Executive Turnover and Firm Performance", *European Financial Management,* Vol. 1 (1): 23-36.

KAPLAN, S.N. and MINTON, B.A. (1994): "Appointments of outsiders to Japanese boards. Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics,* Vol. 36 (2): 225-258.

KARPOFF, J.M. (2001): "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", *working paper*. Available at: http://faculty.london.edu/dgromb/papers/Karpoff (WP2001).pdf

KATZ, J.J. (2006): "Barbarians at the Ballot Box: The Use of Hedging to Acquire Low Cost Corporate Influence and its Effect on Shareholder Apathy", *Cardozo Law Review,* Vol. 28 (3):1483-1518.

KEYNES, J.M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money,* Macmillan, Nueva York.

KHANNA, N. (1998): "Optimal Contracting with Moral Hazard and Cascading", *Review of Financial Studies*, Vol. 11 (3):559-596.

KIM, K.A.; KITSABUNNARAT CHATJUTHAMARD, P. and NOFSINGER, J.R. (2007): "Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights: Evidence from Europe", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 (5): 859-880.

KINI, O.; KRACAW, W. and MIAN, S. (2004): "The Nature of Discipline by Corporate Takeovers", *The Journal of Finance*, Vol. 59 (4):1511-1551.

KLAPPER, L.F. and LOVE, I. (2004): "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (5): 703-728.

KLEIN, A and ZUR, E (2009): "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", *The Journal of Finance*, Vol. 64 (1):187-229.

-----. (2011): "The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders", *forthcoming in the Review of Financial Studies.*

KLEIN, P.G. (1998): "New Institutional Economics", Working Paper. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =115811

KOHLBECK, M.J. and MAYHEW, B.W. (2004): "Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions", *Working Paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =592582

KOKE, J. (2004):"The Market for Corporate Control in a Bank-based Economy: a Governance Device?, *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (1): 53- 80.

KRUSE, T.A. and SUZUKI, K. (2009): "Steel Partners Activism Efforts at United Industrial, Ronson, and BKF Capital: The Good, the Bad, and the Ugly", *working paper.* Available at: http://ssrn.com/abstract= 1485696

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. and SHLEIFER, A. (1999): "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54 (2): 471-517.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; POP-ELECHES, C. and SHLEIFER, A. (2004): "Judicial Checks and Balances", *Journal of Political Economy*, Vol. 112 (2): 445-70.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. and VISHNY, R.W. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 (3): 1131-1150.

-----. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy,* Vol.106 (6): 1113-1155.

-----. (2000a): "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *The Journal of Finance,* Vol. 55 (1): 1-33.

-----. (2000b): "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics,* Vol. 58 (1-2): 3-27.

LAFFONT, J.J (1989): *The Economics of Uncertainty and in-Formation*, MIT Press, Massachusetts.

LANGLOIS, R.N. (1986): "The New Institutional Economics: An Introductory Essay". In LANGLOIS, R. N. (Eds.): *Economics as a Process: Essays in the New Institutional Economics*. Cambridge University Press, Cambridge, pp.1-25.

LAROSIÈRE, J. (2009): *Informe del Grupo de Alto Nivel sobre la Supervisión Financiera en la UE*, February. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_es.pdf

LEHNE, K.H. (2008): *Report with Recommendations to the Commission on Transparency of Institutional investors (A6-0296-2008).* Available at: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0296+0+DOC+XML+V0//EN

LEITE, T. (2007): "Adverse Selection, Public Information, and Underpricing in IPOs", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 (5): 813-828.

LELAND, H.E. and PYLE, D.H. (1977): "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32 (2): 371-387.

LEMMON, M. and LINS, K., (2003): "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance*, Vol. 58 (4): 1445-1468.

LERNER, J. (1994): "The Syndication of Venture Capital Investments", *Financial Management*, Vol. 23 (3): 16-27.

LEVINE, R. (1999): "Law, Finance and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8: 8-35.

-----. (2005): "Law, Endowments and Property Rights", *Journal of Economic Perspectives* Vol. 19 (3): 61-88.

LEVINE, C.B. and HUGHES, J.S. (2005): "Management Compensation and Earnings-Based Covenants as Signalling Devices in Credit Markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11 (5): 832-850.

LI, D.; MOSHIRIAN, F.; PHAM, P.K. and ZEIN, J. (2006): "When Financial Institutions are Large Shareholders: The Role of Macro Corporate Governance Environments", *The Journal of Finance*, Vol. 61 (6): 2975-3007.

LIND, D. A.; MARCHAL, W.G. and WATHEN, S. A. (2008): *Estadística Aplicada a los Negocios*, McGraw-Hill Interamericana, México.

LIPTON, M. (2006): *Hedge Fund Attack Response Checklist*, memorandum published by Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, New York.

LIPTON, M. and ROSENBLUM, S. (1991). "A New System of Corporate Governance. The Quinquennial Election of Directors", *University of Chicago Law Review*, Vol. 57 (1): 187-253.

LOOMIS, C. (1966): "The Jones Nobody Keeps up with", *Fortune Magazine*, April, pp. 237, 240, 242, 247.

LÓPEZ DE PRADO, M.M. and ILLERA, C.R. (2004): *Invertir en Fondos de Cobertura. Análisis de su Estructura, Estrategias y Eficiencia*, Ediciones Díaz de Santos, Madrid.

LOSADA LÓPEZ, R (2007): *Activismo e Ingeniería Financiera: Implicaciones para el Gobierno de las Empresas y sus Accionistas*. Monograph Nº 25 CNMV. Available at: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_25.pdf

LOZANO, J. (1999): "Economía Institucional y Ciencia Económica", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 1 (1): 99-128.

MADALA, G.S. (1996). *Introducción a la Econometría*; Prentice-Hall, México.

MAK, Y.T and LI, Y. (2001): "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 (3): 235-256.

MALKIEL, B.G. y SAHA, A. (2005): "Hedge Funds: Risk and Return", *Financial Analysts Journal*, Vol. 61 (6): 80-88.

MARTIN, S. and PARTNOY, F. (2005): "Encumbered Shares", *University of Illinois Law Review,* Vol. 2005 (3): 775-813.

MATTHEWS, R.C.O. (1986): "The Economics of Institutions and the Sources of Economic Growth", *The Economic Journal,* Vol. 96 (384): 903-918.

MAUG, E. (1998): "Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?", *The Journal of Finance,* Vol. 53 (1): 65-98.

MAURY, B. and PAJUSTE, A. (2005): "Multiple Controlling Shareholders and Firm Value", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 29 (7): 1813-1834.

MAZARS (2009): *Transparency Directive Assessment Report*. Available at: http://eng.mazars.es/Home/News/Our-publications/Surveys/Transparency-Directive-Assessment-Report

MENARD, C. and SHIRLEY, M.M. (2005): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht.

MICHAELY, R. and SHAW, W.H. (1994): "The pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-selection and Signaling Theories, *Review of Financial Studies*, Vol. 7 (2): 279-319.

MIETZNER, M. and SCHWEIZER, D. (2008): "Hedge Funds versus Private Equity Funds as Shareholder Activists - Differences in Value Creation", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract =1100945

MIETZNER, M.; SCHWEIZER, D. and TYRELL, M. (2009): "Intra-Industry Effects of Shareholder Activism - Market Reactions to Hedge Fund and Private Equity Investments", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1159795

MILLER, G.J. (2005): "Solutions to Principal-Agent Problems in Firms". In MENARD, C. and SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 349-370.

MILLER, M.H. and ROCK, K. (1985): "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, Vol. 40 (4): 1031-1052.

MILLON, M.H. and THAKOR, A.V. (1985):"Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies", *The Journal of Finance*, Vol. 40 (5): 1403-1422.

MYERS, S.C. and MAJLUF, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2): 187-221.

NATHAN, C.M. (2007): "Empty Voting and Other Fault lines Undermining Shareholder Democracy: the New Hunting Ground for Hedge Funds", *Corporate Governance Advisor*, January-February, pp. 1-9.

NELSON, J.M. (2006): "The "CalPERS effect" Revisited Again", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 12 (2):187-213.

NENOVA, T. (2003): "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 (3): 325-351.

NESBITT, S.L. (1994): "Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS' Effect", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol. 6 (4): 75-80.

NORTH, D.C. (1981): *Structure and change in Economic History*, W.W. Norton & Company, Nueva York, London.

-----. (1990): *Institutions,Iinstitutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.

-----. (1991): "Institutions", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5 (1): 97-112.

-----. (1992): "Institutions and Economic Theory", *American Economist;* Vol. 36 (1): 3-6.

-----. (1993): "The New Institutional Economics and Development", EconWPA Economic History working paper nº 9309002. Available at: http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpeh/9309002.html

-----. (1996): "No sólo de Macroeconomía Vive el Hombre", *Estrategia económica y financiera*, Nº 238: 11-18.

OECD (2004): *OECD Principles of Corporate Governance*. Available at: http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf

OECD (2007): *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research about Private Equity Firms and Activist Hedge Funds*. Available at: http://www.oecd.org/dataoecd/60/11/39007051.pdf

OPLER, T.C. and SOKOBIN, J. (1995): "Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors", *Dice Center for Research In Financial Economics Working Paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46880

OROL, R. (2004): "Robots and Reform", *Daily Deal/The Deal*, May 10.

OROL, R.D. (2008): *Extreme Value Hedging: How Activist Hedge Fund Managers Are Taking on the World*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.

PARADA, J.J (2003): "Economía Institucional Original y Nueva Economía Institucional: Semejanzas y Diferencias", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 5 (8): 92-116.

PARRINO, R.; SIAS, R.W. and STARKS, L.T. (2003): "Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover," *Journal of Financial Economics* Vol. 68 (1): 3-46.

PARTNOY, F. (1999): "The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77 (3): 619-714.

PARTNOY, F. and THOMAS, R.S. (2006): "Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation", *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-21*. Available at: http://ssrn.com/abstract=931254.

PENSIONS & INVESTMENTS (2007): *Databook*. Available at: http://www.pionline.com/section/DATABOOK&IssueDate=20071224

PERSONS, J.C. (1997): "Heterogeneous Shareholders and Signaling with Share Repurchases"*, Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 (3): 221-249.

PHLIPS, L. (1988): *The Economics of Imperfect Information,* Cambridge University Press, Cambridge.

PI, L. and TIMME, S. (1993): "Corporate Control and Bank Efficiency," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17 (2-3): 515-530.

PINDADO, J. and DE LA TORRE, CH. (2007): "Tratamiento de la Información y Modelos de Datos de Panel", *working paper* (Panel Data Course, University of Salamanca, June).

PINDADO, J.; ROFRIGUES, L. and DE LA TORRE, C.H. (2006): "Estimating the Probability of Financial Distress: International Evidence", *working paper*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=485182

PINKER, S. (1997): *How The Mind Works*, W.W. Norton & Company, New York and London.

POUND, J. (1991): "Proxy Voting and the SEC: Investor Protection versus Market Efficiency"*, Journal of Financial Economics,* Vol. 29 (2): 241-286.

-----. (1992): "Raiders, Targets, and Politics: The History and Future of American Corporate Control", *Journal of Applied Corporate Finance,* Vol. 5 (3): 6-18.

PR NEWSWIRE US (2005):"Paulson & Co. Opposes Euro 41.92 Offer to Celanese AG Minority Shareholders as Grossly Inadequate", *PRNewswire U.S.*, May 16.

PREVOST, A.K. and RAO, R.P. (2000): "Of What Value Are Shareholder Proposals Sponsored by Public Pension Funds?", *The Journal of Business*, Vol. 73 (2):177-204.

PREVOST, A.K.; RAO, R.P. and WILLIAMS, M.A. (2009): "Labor Unions as Shareholder Activists: Champions or Detractors?", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1119328

QIU, L (2006): "Which Institutional Investors Monitor? Evidence from Acquisition Activity", *Brown Economics Working Paper Series No. 2004-21 and Yale ICF working paper nº. 04-15*. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=521803

RAMAKRISHNAN, R.T.S. and THAKOR, A. V. (1984): "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation", *The Review of Economic Studies*, Vol. 51 (3): 415-432.

RASMUSSEN, P.N. (2008): *Report with Recommendations to the Commission on Hedge Funds and Private Equity*. Available at: http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A6-2008-0338+0+DOC+XML+V0/ /ES

RECHNER, P.L. and DALTON, D.R. (1991): "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12 (2): 155-160.

RILEY, J.G. (2001): "Silver Signals: Twenty-Five Years of Screening and Signaling", *Journal of Economic Literature*, Vol. 39: 432-478.

RIYANTO, Y.E. and TOOLSEMA, L.A. (2008): "Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 32 (10): 2178-2187.

ROCK, K. (1986): "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, Vol. 15(1-2): 187-212.

RODRÍGUEZ-SALAZAR, O. (2001): "Economía Institucional, Corriente Principal y Heterodoxia", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 3 (4): 52-77.

ROE (2005): "The Institutions of Corporate Governance". In MENARD, C. and SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 371-400.

ROMANO, R. (1993): "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", *Columbia Law Review*, Vol. 93 (4): 795-853.

-----. (2001): "Less is More: Making Shareholder Activism a Valued Mechanism of Corporate Governance", *Yale Journal on Regulation*, Vol. 18: 174-251.

ROONEY, R. (2005): "In Praise of the Long View: Short-termism, Where Some Shareholders Sabotage Sensible Strategic Moves Because they are Seeking short-term Profit Opportunities, has been Creeping up on us for Years. Enough Already", *National Post's Financial Post & FP Investing (Canada*), October, 24, p.13.

ROSALES ÁLVAREZ, R.A.; PERDOMO CALVO, J.A.; MORALES TORRADO, C.A. and URREGO MONDRAGÓN, J.A. (2010): *Fundamentos de Econometría Intermedia: Teoría y Aplicaciones,* Universidad de los Andes-CEDE. Available at: http://economia.uniandes.edu.co/layout/set/print/investigaciones_y_publicaciones/CEDE/Publicaciones/Apuntes_de_Clase_CEDE/2010/FUNDAMENTOS_DE_ECONOMETRIA_INTERMEDIA_TEORIA_Y_APLICACIONES

ROSENSTEIN, S. and WYATT, J.G. (1990): "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics,* Vol. 26 (2): 175-191.

ROSS, S.A. (1973): "The Economic Theory of Agency: The Principals Problem", *American Economic Review,* Vol. 63 (2): 134-139.

ROTHBERG, B. and LILIEN, S. (2006): "Mutual Funds and Proxy Voting: New Evidence on Corporate Governance," *Journal of Business and Technology Law*, Vol. 1 (1): 157-184.

ROTHSCHILD, M. and STIGLITZ, J.E. (1976): "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of imperfect Information", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 90 (4): 629-649.

ROUSSEAU, S. (2006): "Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach", *McGill Law Journal,* Vol. 51: 617-664.

RTE NEWS (2008): "US Firm to Buy Alltracel in £20.8m Deal", *RTE news*, February, 22.

RUTHERFORD, M. (2000): "Understanding Institutional Economics: 1918-1929", *Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 22 (3): 277-308.

-----. (2001): "Institutional Economics: Then and Now", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 (3):173-194.

RYAN, J. (2006): "Examining Market Reaction to Activist Investor Campaigns by Hedge Funds", *working paper*. Available at: http://w4.stern.nyu.edu/glucksman/docs/Ryan.pdf

SADE, O. and ZUR, E. (2010): "A Leopard does not Change his Spots– Evidence of Activism Persistence in the Hedge Fund Industry", *working paper*. Available at: http://www.biu.ac.il/soc/ec/seminar/data/7_03_11/HedgeFundsIndex_Sep1_2010-with%20tanks.pdf

SAHLMAN, W. (1990): "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (2): 473-524.

SANTELLA, P.; BAFFI, E.; DRAGO, C. and LATTUCA, D. (2009): "A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the E.U. and in the U.S.", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1137491

SCHARFSTEIN, D. (1988). "The Disciplinary Role of Takeovers", *The Review of Economic Studies*, Vol. 55 (2):185-199.

SCHOTTER, A. (1981). *The economic theory of social institutions*, Cambridge University Press, Cambridge and New York.

SCHOUTEN, M.C. (2010): "The Case for Mandatory Ownership Disclosure", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 15: 127-182.

SCHWAB, S. and THOMAS, R. (1998): "Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions", *Michigan Law Review,* Vol. 96 (4): 1018-1094.

SEBASTIÁN, C.; SERRANO, G.R.; ROCA, J. and OSÉS, J. (2008): *Instituciones y Economía: Cómo las Instituciones Condicionan el Funcionamiento de la Economía Española,* Fundación Ramón Areces, Madrid.

SHIRLEY, M.M. (2005): "Institutions and Development". In MENARD, C. and SHIRLEY, M.M. (Eds.): *Handbook of New Institutional Economics,* Springer, Dordrecht, pp. 611-638.

SHIVDASANI, A. (1993): "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16 (1-3): 167-195.

SHLEIFER, A. and VISHNY, R.W. (1986): "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy,* Vol. 94 (3): 461-488.

-----. (1989): "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Assets", *Journal of Financial Economics,* Vol. 25 (1): 123-139.

-----. (1997): "A Survey on Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52 (2): 737-783.

SHLEIFER, A. and WOLFENZON, D. (2002): "Investor Protection and Equity Markets". *Journal of Financial Economics*, Vol. 66 (1): 3-27.

SHOME, K.K. and SINGH, S. (1995): "Firm Value and External Blockholdings", *Financial Management*, Vol. 24: 3-14.

SMITH, B.D. and STUTZER, M. (1995): "A Theory of Mutual Formation and Moral Hazard with Evidence from the History of the Insurance Industry", *The Review of Financial Studies*, Vol. 8 (2):545-577.

SMITH, M.P. (1996): "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", *The Journal of Finance,* Vol. 5 (1): 227-252.

SOCIOLOGY DEPARTMENT UCM (2010): *Análisis no paramétrico: el procedimiento pruebas no paramétricas*. Available at: http://www.ucm.es/info/socivmyt/paginas/D_departamento/materiales/analisis_datosyMultivariable/19nparam_SPSS.pdf

SOLARZ, B.S. (2010): "Stock Picking in Disguise? New Evidence that Hedge Fund Activism Adds Value, *The Michigan Journal Of Busines,* Vol. 3 (1):101-160.

SONG, W.L. and SZEWCZYK, S.H. (2003): "Does Coordinated Institutional Investor Activism Reverse the Fortunes of Underperforming Firms?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 38 (2): 317-336.

SPAMANN, H. (2005): "Recoding LLSV's 'Law and Finance'", *working paper*, Harvard University (August).

-----. (2010): "The 'Antidirector Rights Index' Revisited", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 (2):467-486.

SPENCE, M. (1973): "Job Market Signaling", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87 (3): 355-374.

SPENCE, M. (1974): *Market signaling: Informational transfer in hiring and related processes,* Harvard University Press, Cambridge, MA.

SPENCE, M. (2002): "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets (Prize Lecture, December 8, 2001)", *Revista Asturiana de Economía*, Nº. 25: 49-94.

STIGLITZ, J.E. (1972): "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers", *Bell Journal of Economics*, Vol. 3 (2): 458-482.

-----. (1974): "Incentives and Risk Sharing in Sharecropping", *Review of Economic Studies,* Vol. 41 (2): 219-255.

-----. (1975): "The Theory of 'Screening,' Education and the Distribution of Income", *The American Economic Review,* Vol. 65 (3): 283-300.

-----. (1985): "Information and Economic Analysis: A Perspective", *Economic Journal,* Vol. 95 (380a): 21-41.

-----. (2000): "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 115 (4): 1441-1478.

-----. (2002): "Information and the Change in the Paradigm in Economics (Prize Lecture, December)", *Revista Asturiana de Economía*, Nº. 25: 95-164.

STIGLITZ, J.E. and WEISS, A.W. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review,* Vol. 71 (3): 393-410.

STOKMAN, N.W.A. (2007): *Influence of Hedge Fund Activism on the Medium Term Target Firm Value*, Master Thesis. Available at: http://www.ethesis.net/activism/Activism.pdf

SUNG, J. (2005): "Optimal Contracts under Adverse Selection and Moral Hazard: A Continuous-Time Approach", *The Review of Financial Studies,* Vol. 18 (3): 1021-1073.

TAUB, S. (2005): "Time Travails", *Alpha*, September.

THIEDE, M. (2007): "Pixelpark Aiming to Become Market Leader", *Suddeutsche Zeitung*, September, 24.

THOMAS, R.S. and MARTIN, K.J. (1998): "Should Labor be Allowed to Make Shareholder Proposals?", *Washington Law Review,* Vol. 73 (1): 41-80.

THOMPSON, R. (2007): "The Limits of Hedge Fund Activism", *working paper*. Available at: http://works.bepress.com/robert_thompson/1/

THOMPSON, S. (2004): "Takeover Talk Boosts Sentiment EUROPE", *Financial Times (London, England)*, December, 21.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. and KVIST, H.K. (2006): "Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 (2): 246-269.

TONELLO, M. (2008): "Hedge Fund Activism: Findings and Recommendations for Corporations and Investors", *The Conference Board Research Working Group Series*, September. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107027.

TSE, S. (2007): *Strategic Research: European Hedge Fund Activism and IR*, Thomson Financial. Available at: http://www.cfo.com/search/search.cfm?source=whitepaper&tabsource=whitepaper&qr=activism&topic=&author=

UCHIDA, K. and XU, P. (2008): "U.S. Barbarians at the Japan Gate: Cross Border Hedge Fund Activism", *Bank of Japan working paper Nº 08-E-3*. Available at: http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2008/data/wp08e03.pdf

VAFEAS, N. and THEODOROU, E. (1998): "The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK", *British Accounting Review,* Vol. 30 (4): 383-407.

VÁZQUEZ SARIEGO, A. (2011a): "El Interés de los Inversores por los Hedge Funds Vuelve a Niveles Previos a la Crisis", *Cinco Días*, February, 9.

-----. (2011b): "Fondos Hedge en Formato UCITS: Revisión del Performance 2008 - 2010", *Fondos de Inversión Libre*, March, 9.

VEBLEN, T.B. (1899): *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions*, Macmillan, New York.

-----. (1919): *The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, Cosimo, New York.

WADDELL, C.W.; NGUYEN, K.; EPSTEIN, E.; CONTI-BROWN, P.; SICILIANO, F.D. and GRUNDFEST, J. (2010): "Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations", Rock *Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 90*. Available at: http://www.gsb.stanford.edu/cgrp/documents/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf

WAHAL, S. (1996): "Pension Fund Activism and Firm Performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31 (19): 1-23.

WALSH, J.P. and KOSNIK, R.D. (1993): "Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control", *The Academy of Management Journal*, Vol. 36 (4): 671-700.

WANG, S. and ZHOU, H. (2004): "Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 (1):131-155.

WEBER, P. and ZIMMERMANN, H. (2010): "Hedge Fund Activism and Information Disclosure: The Case of Germany", *working paper*. Available at: http://ssrn.com/abstract=1550137

WEBSTER, A. (1996): *Estadistica Aplicada a los Negocios y la Economia*, McGraw Hill.

WEISBACH, M.S. (1988): "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1-2):431-460.

WELCH, I. (1989): "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Finance,* Vol. 44 (2): 421-449.

WILCOXON, F. (1945): "Individual Comparisons by Ranking Methods", *Biometrics*, Vol.1: 80-83.

WILLIAMSON, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*, Free Press, New York.

-----. (1979): "Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics*, Vol. 22 (2): 233-261.

-----. (1985): "Reflections on the New Institutional Economics", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 141 (1): 187-95.

-----. (1996): *The Mechanisms of Governance*, Oxford University Press, New York.

-----. (2000): "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature*, Vol. 38 (3): 595-613.

WOITKE, T. (2002): "Agents Watching Agents?: Evidence from Pension Fund Ownership and Firm Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 63 (1): 99-131.

WU, Y. (2004): "The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 10 (1): 199- 227.

YERMACK, D. (2010): "Shareholder Voting and Corporate Governance", *working paper Forthcoming in the Annual Review of Financial Economics.* Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm? abstract_id=1523562

YONAY, Y.P. (1998): *The Struggle over the Soul of Economics:Institutionalist and Neoclassical Economists in America between the Wars*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

YUNG, C and ZENDER, J.F. (2010): "Moral Hazard, Asymmetric Information and IPO Lockups**",** *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16 (3): 320-332.

ZANONI, A. (2009): "Hedge Funds Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective", *Global Jurist* , Vol. 9 (4): 1-37.

ZUR, E. (2008): "The Power of Reputation: Hedge Fund Activists", *AAA 2009 Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper.* Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id =1267397

APPENDIX

APPENDIX 1. RECOMMENDATIONS INCLUDED IN THE CORPORATE GOVERNANCE CODES OF 15 EUROPEAN COUNTRIES

This table presents the recommendations regarding the presence of non-executive directors on company boards and the separation of the roles of CEO and chairperson, which are included in the corporate governance codes of the 15 countries that we consider in our analysis, as well as in the OECD corporate governance principles.

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence of Non-Executive Directors on Board	Separation of the Role of Chairman and Chief Executive
Austria *Austrian Code of Corporate Governance (2009)*	Two tier system*[1]	"When appointing the supervisory board, the general meeting shall take due care to ensure a balanced composition of the supervisory board with respect to the structure and the business of the company as well as the expertise and the personal qualifications of the supervisory board members". "The number of members on the supervisory board (without employees' representatives) shall be ten at most".	
Belgium *The 2009 Belgian Code On Corporate Governance*	One-tier board model	At least one half of the board should comprise non-executive directors and at least three of them should be independent	There should be a clear division of responsibilities at the head of the company between the running of the board and the executive responsibility for the running of the company's business. The chairman of the board and the chief executive officer (hereinafter "CEO") should not be the same individual. The division of responsibilities between the chairman and the CEO should be clearly established, set out in writing and agreed by the board.

*→ Since October 2004, the Regulation on the European Company permits the one-tier system with certain restrictions by adopting the corresponding articles of incorporation, although it should be noted the lack of significance of this option.

Appendix 1. Recommendations Included in the Corporate Governance Codes of 15 European Countries (Cont.)

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence of Non-Executive Directors on Board	Separation of the Role of Chairman and Chief Executive
France *Corporate Governance Code of Listed Corporations (2008)*	French law offers an option between a unitary formula (Board of Directors) and a two-tier formula (Supervisory Board and Management Board) for all corporations.	It is important to have on the Board of Directors the presence of a significant proportion of independent directors not only in order to satisfy an expectation of the market but also in order to improve the quality of proceedings. The independent directors should account for half the members of the Board in widely-held corporations and without controlling shareholders. In controlled companies, independent directors should account at least for a third.	Corporations with Boards of Directors have an option between separation of the offices of chairman and chief executive officer and maintenance of the aggregation of such duties. The statute does not favour either formula and allows the Board of Directors to choose between the two forms of exercise of executive management.
Germany *German Corporate Governance Code as amended on 26 May 2010*	Two tier system*	To permit the Supervisory Board's independent advice and supervision of the Management Board, the Supervisory Board shall include what it considers an adequate number of independent members. The members of the Supervisory Board are elected by the shareholders at the General Meeting. In enterprises having more than 500 or 2000 employees in Germany, employees are also represented in the Supervisory Board, which then is composed of employee representatives to a level of one third and one half respectively.	

* Alternatively the European Company (SE) gives enterprises in Germany the possibility of opting for the internationally widespread system of governance by a single body (board of directors).

Appendix 1. Recommendations Included in the Corporate Governance Codes of 15 European Countries (Cont.)

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence of non-executive directors on board	Separation of the Role of Chairman and Chief Executive
Greece *Corporate Governance Code for Listed Companies (2011)*	One tier system	In accordance with European best practice, the Code requires a higher proportion of non-executive and independent non-executive board members than required by Law 3016/2002 to ensure adequate board balance, optimal committee composition and protection against potential conflicts of interests. Law 3016/2002 on corporate governance requires at least one third of the board to be comprised of non-executive board members and also the presence of two independent non-executive members.	The Code does not explicitly recommend the separation of the roles of chief executive and chairman. It is left to individual companies to decide the practice that suits their needs and ownership profile. However, when the chairman is the chief executive or has executive duties, the Code recommends the appointment of an independent vice-chairman to safeguard the independence of the board by ensuring that non-executive members are adequately informed and engaged in board oversight and decision-making.
Ireland *Irish Corporate Governance Code (draft, 2010)*	One tier system	The board should include an appropriate combination of executive and non-executive directors (and in particular independent non-executive directors) such that no individual or small group of individuals can dominate the board's decision making. Companies should describe why their board comprises a set number of individuals and further persuade investors that the number of non-executive directors appointed to the board is sufficient. Where a company has diverged from the requirement that at least half of the board should comprise independent non-executive directors the annual report should contain a full explanation for this departure.	There should be a clear division of responsibilities at the head of the company between the running of the board and the executive responsibility for the running of the company's business. No one individual should have unfettered powers of decision. A chief executive should not go on to be chairman of the same company. If exceptionally a board decides that a chief executive should become chairman, the board should consult major shareholders in advance and should set out its reasons to shareholders at the time of the appointment and in the next annual report.

Appendix 1. Recommendations Included in the Corporate Governance Codes of 15 European Countries (Cont.)

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence of Non-Executive Directors on Board	Separation of the Role of Chairman and Chief Executive
Italy *Italian Corporate Governance Code (2006)*	The two tier and one tier management and control systems, have been introduced as an alternative to the traditional model based on a Board of Directors and board of auditors, however these new systems have had a very limited utilization by the issuers.	The Board of Directors shall be made up of executive and non-executive directors. The number, competence, authority and time availability of non-executive directors shall be such as to ensure that their judgement may have a significant impact on the taking of board decisions.	It is appropriate to avoid the concentration of corporate offices in a single individual. Where the Board of Directors has delegated management powers to the chairman, it shall disclose adequate information in the report on corporate governance on the reasons for such organisational choice. Further, in the event that the chairman is also the chief executive officer of the company, the board shall designate a lead independent director, who represents a reference and coordination point for the requests and contributions of non-executive directors and, in particular, those who are independent
Luxembourg *The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange(2009)*	One tier system	Every board should have a sufficient number of independent directors. The number of independent directors will depend *inter alia* on the nature of the company's activities and its share ownership structure.	The executive management of the company should be entrusted to a management body, headed by an individual other than the chairman of the board. The board should make a clear distinction between the duties and responsibilities of its chairman and chief executive officer and set this out in writing.

Appendix 1. Recommendations Included in the Corporate Governance Codes of 15 European Countries (Cont.)

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence of Non-Executive Directors on Board	Separation of the Role of Chairman and Chief Executive
Netherlands *Dutch corporate governance code(2008)*	Two tier system*	One-tier management structure: The majority of the members of the board shall be non-executive directors and shall be independent within the meaning of best practice provision	One-tier management structure The chairman of the management board may not also be, or have been, an executive director.
Poland *Code of Best Practice for WSE Listed Companies(2010)*	Two tier system	At least two members of the Supervisory Board should meet the criteria of being independent from the company and entities with significant connections with the company.	
Portugal *CMVM Corporate Governance Code* *2010*	One tier system	The Board of Directors shall include a number of non-executive members to ensure the efficient supervision, auditing and assessment of the executive members' activity. Non-executive members must include an adequate number of independent members. The size of the company and its shareholder structure must be taken into account when devising this number and may never be less than a quarter of the total number of Board Directors.	Should the Chair of the Board of Directors carry out executive duties, the Board of Directors shall set up efficient mechanisms of control.

* In November 2008, the government presented to the Lower House of the Dutch Parliament a bill containing rules for cases in which executive and non-executive directors form part of one board (one-tier board structure).

Appendix 1. Recommendations Included in the Corporate Governance Codes of 15 European Countries (Cont.)

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence of Non-Executive Directors on Board	Separation of the Role of Chairman and Chief Executive
Spain *Unified Good Governance Code (2006)*	One tier system	The Code recommends that a majority of board places be held by external directors while executive appointments should be the minimum necessary for informational and coordination purposes. This minimum number should be decided in each case on the basis of the corporate group and the ownership interests they control.	Given the divergence of international practice and the lack of empirical evidence for a precise recommendation, the Code makes no comment on the advisability or otherwise of separating the two positions. However, when a company's Chairman is also its chief executive, an independent director should be empowered to request the calling of board meetings or the inclusion of new business on the agenda; to coordinate and give voice to the concerns of external directors; and to lead the board's evaluation of the Chairman.
Sweden *The Swedish Corporate Governance Code (2010)*	One tier system	The Code stipulates that no more than one of the directors elected at the shareholders' meeting may be on the executive management team of the company or one of its subsidiaries. Normally, this place is taken by the chief executive officer. However, it is also common that no member of the executive management is a member of the board. Hence boards of Swedish listed companies are composed entirely or predominantly of non-executive directors.	The chief executive officer may be a member of the board but not its chair.

Appendix 1. Recommendations Included in the Corporate Governance Codes of 15 European Countries (Cont.)

Country and Corporate Governance Code	Structure	Presence Of Non-Executive Directors on Board	Separation of The Role of Chairman and Chief Executive
Switzerland *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (2008)*	One tier system	The majority of the Board should, as a rule, be composed of members who do not perform any line management function within the company (non-executive members).	The Board of Directors should determine whether a single person (with joint responsibility) or two persons (with separate responsibility) should be appointed to be Chair of the Board of Directors and the top position of Executive Management (Managing Director, President of the Executive Board or Chief Executive Officer). If the Board of Directors decides that a single individual should assume joint responsibility at the top of the company, it should provide for adequate control mechanisms.
UK *The UK Corporate Governance Code (2010)*	One tier system	The board should include an appropriate combination of executive and non-executive directors (and, in particular, independent non-executive directors) such that no individual or small group of individuals can dominate the board's decision taking.	"There should be a clear division of responsibilities at the head of the company between the running of the board and the executive responsibility for the running of the company's business. No one individual should have unfettered powers of decision." "The roles of chairman and chief executive should not be exercised by the same individual. The division of responsibilities between the chairman and chief executive should be clearly established, set out in writing and agreed by the board."
OECD *OECD Principles of Corporate Governance (2004)*		Boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgement to tasks where there is a potential for conflict of interest.	In a number of countries with single tier board systems, the objectivity of the board and its independence from management may be strengthened by the separation of the role of chief executive and chairman, or, if these roles are combined, by designating a lead non-executive director to convene or chair sessions of the outside directors. Separation of the two posts may be regarded as good practice, as it can help to achieve an appropriate balance of power, increase accountability and improve the board's capacity for decision-making independent of management.

APPENDIX 2. HEDGE FUND INVOLVEMENT IN TARGET FIRMS (WOLF PACKS)

This table reports descriptive statistics about the hedge fund involvement of those firms that are targeted by several hedge funds in the same year or in two consecutive quarters. Panel A provides the initial percentage of outstanding shares held jointly by the hedge funds in the target firm. Panel B provides the initial hedge funds' stake in terms of dollars ($MM). Panel C displays the hedge funds' investment period in target companies expressed as the number of quarters (from the first hedge fund investment to the exit of the last hedge fund involved in the company). For these three panels we report the 5th, 25th, 50th (median), 75th, and 95th percentiles of the sample.

Panel A: Percentage of Outstanding Shares

Percentile	Initial % OS
5%	3.13
25%	4.48
50%	7.88
75%	13.16
95%	31.7

Panel B: Value of the Holding

Percentile	Initial Val ($MM)
5%	7.79
25%	35.5
50%	74.03
75%	175.02
95%	735.03

Panel C: Hedge Fund's Investment Period

Percentile	Nº of quarters invested in the company
5%	1.00
25%	2.00
50%	6.00
75%	12.00
95%	19.00

APPENDIX 3. EX-ANTE CHARACTERISTICS OF TARGET FIRMS (T-1). WITHOUT WINSORIZING

This table reports the characteristics of target firms 1 year before the activist hedge fund acquires 1% or more of the outstanding shares. See Table XI for a more detailed comment on its structure.

	Nº Observ. (1)	Target Sample		Control Sample		Average Difference (6)	Test of Difference	
Panel A: Company Size		**Mean (2)**	**Median (3)**	**Mean(4)**	**Median(5)**		**t-Test (7)**	**Wilcoxon Test (8)**
Market Capitalization	220	1238945	247084.5	1322375	233085.5	-83430.31	-0.3376	1.205(0.2282)
Total Assets	245	4675483	372445	5945870	337186	-1270386	-0.9259	0.480 (0.6315)
Sales	246	1332532	312472.5	1658438	256953.5	-325905.8	-0.8710	0.055 (0.9565)
Panel B: Company Value								
Price-to-Book Ratio	219	3.2689	1.8047	5.4688	1.6599	-2.1999	-0.6132	1.414 (0.1575)
Tokin's Q	221	4.6851	1.291	2.0245	1.1946	2.6606	1.3281	**2.350 (0.0188)**
Panel C: Company Performance								
ROA	226	0.0657	3.195	1.6095	3.805	-1.5438	-0.7903	**-1.905 (0.0567)**
ROE	216	-14.9181	7.8070	-3.3075	8.6346	-11.6106	-0.8914	**-1.999 (0.0456)**
Net Cash Flow /Total Assets	224	0.1366	0.0508	0.0288	0.0429	0.1078	1.3607	0.192 (0.8481)
Panel D: Agency Costs								
Cash/ Total Assets	189	0.2266	0.0664	0.1283	0.0535	0.0983	1.3774	0.246 (0.8054)
Cash & Equivalents/ Total Assets	223	0.2759	0.0964	0.1629	0.0683	0.1130	1.7622*	0.595 (0.5518)
Total Debt/ Total Assets	237	0.6611	0.2113	0.2295	0.1929	0.4316	2.6377***	**1.826 (0.0678)**
Short Term Debt/ Total Assets	225	0.2119	0.0455	0.0870	0.0454	0.1250	2.1942*	0.251 (0.8021)
Long Term Debt / Total Assets	234	0.4626	0.1151	0.1460	0.0890	0.3166	2.4079**	**1.997 (0.0459)**
Total Debt % Common Equity	237	96.4248	41.32	99.3960	50.24	-2.9712	-0.0975	-0.036 (0.9709)
Total Debt % Total Capital/Std	235	42.3107	33.51	36.0792	33.62	6.2315	1.6896*	**1.756 (0.0791)**
Payout Ratio	176	19.705	0	23.6120	14.635	-3.9070	-1.6799*	**-1.652 (0.0985)**
Dividend Yield	205	2.066	1.21	2.0373	1.6	0.0287	0.0743	**-1.764 (0.0778)**
Panel E: Cost Cutting								
Capital Expenditures/Total Assets	226	0.1343	0.0273	0.0550	0.0315	0.0793	1.6174	0.176 (0.8600)

APPENDIX 4. CHANGES IN CHARACTERISTICS OF TARGET FIRMS AFTER HEDGE FUND ACTIVISM (1 YEAR AFTER). WITHOUT WINSORIZING

This table reports the changes (expressed as variation) in characteristics of target firms between the year before and the year after the activist hedge fund acquires 1% or more of the outstanding shares. See Table XII for a more detailed comment on its structure.

	Nº Observ. (1)	Target Sample		Control Sample		Average Difference (6)	Test of Difference	
Panel A: Company Size		**Mean (2)**	**Median (3)**	**Mean (4)**	**Median (5)**		***t*-Test (7)**	**Wilcoxon Test (8)**
Market Capitalization	102	1.1449	0.5850	0.7490	0.4631	0.3959	1.1569	1.384 (0.1665)
Total Assets	152	1.1941	0.2799	0.7861	0.2449	0.4080	0.7284	-0.164 (0.8700)
Sales	151	17.1247	0.2751	0.4155	0.2253	16.7092	1.0134	0.981 (0.3267)
Panel B: Company Value								
Price to Book Ratio	121	-0.1064	-0.0349	0.0274	0.0499	-0.1338	-0.7451	-0.521 (0.6022)
Tobin's Q	99	0.0963	0.0544	0.1249	0.0741	-0.0286	-0.4926	-0.688 (0.4917)
Panel C: Company Performance								
ROA	103	-1.4835	-0.2808	-1.2606	0.0448	-0.2229	-0.1068	**-1.675 (0.0940)**
ROE	96	-2.2613	-0.1257	-16.5902	-0.0328	14.3289	0.8353	-0.011 0.9913)
Net Cash Flow /Total Assets	96	-0.2211	-0.3059	-0.2088	-0.2857	-0.0123	-0.0143	0.274 (0.7840)
Panel D: Agency Costs								
Cash/ Total Assets	91	1.5650	0.0589	12.3056	0	-10.7406	-1.4525	0.423 (0.6719)
Cash & Equivalents/ Total Assets	103	28.3614	0.0408	6.5083	0	21.8532	0.7867	-0.674 (0.5000)
Total Debt/ Total Assets	103	0.8995	-0.0348	0.3286	-0.0951	0.5709	0.6828	-0.326 (0.7446)
Short Term Debt/ Total Assets	94	1.2099	-0.1690	1.6853	0	-0.4754	-0.5466	**-1.740 0.0818)**
Long Term Debt / Total Assets	96	3.6921	-0.0602	1.4377	-0.1282	2.2544	0.9667	1.531 (0.1257)
Total Debt % Common Equity	103	0.8856	-0.2430	0.6823	-0.1322	0.2033	0.0967	-1.395 (0.1630)
Total Debt % Total Capital/Std	102	0.9280	-0.0790	0.2257	-0.0728	0.7023	0.6511	-0.479 (0.6319)
PayoutRatio	56	0.0139	0	-0.0252	0	0.0391	0.3822	0.075 (0.9404)
Dividend Yield	131	0.1483	0	0.0888	0	0.0594	0.2855	**2.546 (0.0109)**
Panel E: Cost cutting								
Capital Expenditures/Total Assets	101	1.0645	0.0792	2.4360	-0.0609	-1.3715	-0.6402	1.604 (0.1087)

APPENDIX 5. CHANGES IN CHARACTERISTICS OF TARGET FIRMS AFTER HEDGE FUND ACTIVISM (2 YEARS AFTER). WITHOUT WINSORIZING

This table reports the changes (expressed as variation) in characteristics of target firms between the year before and two years after the activist hedge fund acquires 1% of the outstanding shares. See Table XIII for a more detailed comment on its structure.

	Nº Observ. (1)	Target Sample		Control Sample		Average Difference (6)	Test of Differences	
Panel A: Company Size		**Mean (2)**	**Median (3)**	**Mean (4)**	**Median (5)**		**t-Test (7)**	**Wilcoxon Test (8)**
Market Capitalization	51	1.8253	0.8279	1.8228	0.7046	0.0025	0.0025	0.619 (0.5361)
Total Assets	76	0.6361	0.3268	1.6085	0.4638	-0.9724	**-2.2536****	**-2.086 (0.0369)**
Sales	72	0.8260	0.3900	0.9304	0.4247	-0.1044	-0.3614	-0.842 (0.3999)
Panel B: Company Value								
Price to Book Ratio	63	0.9930	-0.1399	0.2267	0.1100	0.7663	1.0453	-0.089 (0.9291)
Tobin's Q	44	0.4609	0.1957	0.2403	0.0867	0.2206	1.0190	1.540 (0.1234)
Panel C: Company Performance								
ROA	47	3.7931	-0.68	2.5121	-0.0581	1.2810	0.2611	-0.963 (0.3356)
ROE	36	-2.7020	-0.6509	0.3189	-0.2118	-3.0209	-0.8647	-0.456 (0.6487)
Net Cash Flow /Total Assets	40	2.2260	-0.0703	-0.6477	-0.2683	2.8738	1.6049	1.277 (0.2016)
Panel D: Agency Costs								
Cash/ Total Assets	40	1.0793	0.0397	0.4021	0.0206	0.6771	1.2576	0.336 (0.7368)
Cash & Equivalents/ Total Assets	44	32.5861	0.0575	1.7973	-0.1052	30.7888	0.9825	0.689 (0.4911)
Total Debt/ Total Assets	44	0.4146	-0.0118	0.3245	-0.1398	0.0902	0.2193	1.132 (0.2576)
Short Term Debt/ Total Assets	39	0.2588	-0.2037	0.6931	-0.1105	-0.4343	-0.7662	-0.433 0.6653)
Long Term Debt / Total Assets	39	2.3818	-0.0163	0.1230	0	2.2588	1.7575*	1.312 (0.1896)
Total Debt % Common Equity	49	1.0646	-0.0456	0.3042	-0.2499	0.7603	1.1581	1.049 (0.2940)
Total Debt % Total Capital/Std	48	0.2657	-0.0296	0.2241	-0.0824	0.0416	0.1360	1.128 (0.2592)
Payout Ratio	18	-0.0843	0	0.0678	0	-0.1521	-1.2960	-0.757 (0.4491)
Dividend Yield	63	0.5336	0	-0.0730	-0.1230	0.6066	1.6306	**2.521 (0.0117)**
Panel E: Cost cutting								
Capital Expenditures/Total Assets	45	2.8691	0.0861	1.8127	0.0393	1.0565	0.5432	1.089 (0.2760)

APPENDIX 6. PANEL DATA MODELS

As noted in Chapter 6 Section 2 when discussing methodological tools, one of the main advantages of the panel data methodology is that it allows us to control for the unobservable heterogeneity (η_i). In this sense, activist hedge funds are characterized by the fact that they invest resources in order to acquire information, often insider information, about the companies in which they invest, so it is expected that activist hedge funds should have an exhaustive knowledge of these target firms. Thus, it would not be unusual for hedge funds to know firm specific characteristics which are more or less constant over time, and are very difficult to measure and hard to introduce in models. These particulars of a firm, such us the company culture, the corporate strategy or the relationship between shareholders and managers, could have a great influence on hedge fund interventions in companies, and therefore, they could have a significant impact on the investment decisions of activist hedge funds. Consequently, it is appropriate, as far as possible, to control for this unobservable heterogeneity.

For this reason, we decided to estimate the logit models using panel data methodology. To do this, we used unbalanced panels. Although the data about European companies targeted by hedge funds ranges from 2003 to 2008, we need an additional year, 2002, since we are analyzing the characteristics of the companies one year before the hedge funds investments. In addition, similar to cross section models, given that some companies are targeted by several hedge funds, for this analysis we only consider the first time that firms are targeted by an activist hedge fund.

A- Financial and accounting information

Table A3.1 reports the results of the logit model estimations. These models, which forecast the likelihood of a firm being invested in by an activist hedge fund during the following year, are estimated by using panel data methodology. In this case, the basic specification of the logistic regression model is as follows (1):

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i'\beta}}\right)$$

where

$$X_i'\beta = \beta_0 + \beta_1 PTBR_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 \left(\frac{CASH}{TA}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{TD}{TA}\right)_{i,t}$$
$$+ \beta_5 PAYOUT_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{CE}{TA}\right)_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

and where Y is the dependant variable which equals to 1 if an activist hedge fund acquires at least 1% of the share capital of that firm during the following year and 0 otherwise. PTBR, ROA, CASH, TD, PAYOUT, CE, and TA denote price-to-book ratio, return on assets, cash, total debt, payout ratio, capital expenditures and total assets, respectively[247]. The variables CASH, TD and CE have been scaled by total assets. η_i refers to the unobservable heterogeneity and εit is the random disturbance.

As mentioned in the methodological Section, there are two alternatives to estimate this logit regression with panel data: fixed-effect logit models or random-effect logit models. Given the difficulty in determining whether the unobservable heterogeneity (η_i) is correlated to the other explanatory variables (X_{it}) or not, and therefore, the difficulty in deciding which estimator, fixed effects or random effects, should be favoured, we have estimated both models (Arellano and Honoré, 2001; Pindado and De la Torre, 2007)

Table A3.1 reports the results of the fixed effect (Panel A) and random effect (Panel B) logit model estimations, and more specifically the results of different specifications of the basic model(1) [248] taking into account the existing correlations among the explanatory variables in order to avoid any multicollinearity problem. These models allow us to test whether the accounting characteristics of a firm affect significantly the investment decisions of activist hedge funds in Europe.

[247] The subscript *i* refers to the company and *t* refers to the time period.

[248] In addition to the variables included in the basic specification of the model, we have also tried with other variables. For example, we replaced the price-to-book ratio (PTBR) with Tobin's Q (TOBINQ); return on assets (ROA) with return on equity (ROE) and operating cash flows (CF); cash (CASH) with cash and equivalents (CASHE); total debt (TD) with short term debt (STD), long term debt (LTD), total debt/ common equity (TD/CE) and total debt/total capital (TD/TC); and payout ratio (PAYOUT) with dividend yield (DYIELD). From these new models, we obtained similar qualitative results. Some of these new specifications are included in Table A3.1 and others have been omitted due to space constraints.

Table A3.1. Logit Analysis of Targeting (Accounting and Financial Variables)

This table reports the results of the fixed effect (Panel A) and random effect (Panel B) logit model estimations. The dependant variable is a dummy variable equal to 1 if the company is targeted by an activist hedge fund during the following year, and 0 otherwise. The explanatory variables are PTBR, ROA, ROE, CASH, CASHE, TD, TD/TC, TD/CE, DPAYOUT, DYIELD and CE, which denote price-to-book ratio, return on assets, return on equity, cash, cash and equivalents, total debt, total debt/common equity, total debt /total capital, dividend payout, dividend yield and capital expenditures, respectively. The variables CASH, CASHE, TD and CE have been scaled by total assets. For each explanatory variable we report the logit coefficients and the p-values. In addition, the number of observations, the number of companies, the log likelihood, and the p-value that determines if the overall model is statistically significant (prob>chi2) are also provided for each model. *******significant at the 0.01 level; ******significant at the 0.05 level; *****significant at the 0.10 level

	PANEL A-FIXED EFFECTS									
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
PTBR	0.0167 (0.105)	0.0123 (0.371)	0.0401 (0.136)	0.0180 (0.085)	0.0406 (0.131)	0.0533 (0.010)***	0.0117 (0.432)	-0.0163 (0.516)	0.0115 (0.399)	0.0166 (0.109)
ROA	-0.0007 (0.880)			0.0001 (0.978)		-0.0002 (0.955)				-0.0001 (0.975)
ROE		-0.0007 (0.375)	-0.0003 (0.703)		-0.0003 (0.683)		-0.0011 (0.266)	-0.0005 (0.476)	-0.0006 (0.414)	
CASH/TA		0.1984 (0.492)	0.1804 (0.534)	0.1796 (0.528)						
CASHE/TA					0.0451 (0.875)	0.1859 (0.056)*				
TD/TA									0.1148 (0.444)	
TD/TC				0.0016 (0.287)						
TD/CE			-0.0001 (0.044)**		-0.0010 (0.034)**	-0.0012 (0.009)***				
DYIELD								-0.0242 (0.331)		
PAYOUT							-0.0055 (0.297)			
CE/TA										0.2157 (0.235)
N° Observ.	1098	874	874	931	937	993	806	1019	995	1034
N° Companies	209	175	175	182	187	193	169	195	198	203
Prob>chi2	3.52 (0.172)	1.98 (0.577)	7.53 (0.110)	5.28 (0.259)	7.74 (0.102)	13.12 (0.011)	3.28 (0.350)	2.23 (0.526)	2.12 (0.548)	4.76 (0.189)
Log Likelihood	-335.9	-272.8	-270.1	-286.5	-288.9	-301.3	-252.9	-312.9	-309.8	-319.3

Table A3.1. Logit Analysis of Targeting (Accounting and Financial Variables) Cont.

	PANEL B-RANDOM EFFECTS									
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
PTBR	0.02 (0.458)	0.0005 (0.865)	0.0014 (0.609)	0.0020 (0.438)	0.0015 (0.599)	0.0023 (0.378)	0.0133 (0.120)	-0.0017 (0.762)	0.0006 (0.854)	0.0019 (0.454)
ROA	-0.0015 (0.691)			-0.0002 (0.966)		-0.0011 (0.764)				-0.0015 (0.695)
ROE		-0.0008 (0.160)	-0.0008 (0.177)		-0.0007 (0.170)		-0.0008 (0.179)	-0.0008 (0.158)	-0.0008 (0.127)	
CASH/TA		0.2102 (0.051)*	0.2036 (0.059)*	0.2129 (0.048)**						
CASHE/TA					0.1816 (0.063)*	0.1859 (0.056)*				
TD/TA									-0.0005 (0.968)	
TD/TC				0.002 (0.117)						
TD/CE			-0.0004 (0.187)		-0.0004 (0.130)	-0.0002 (0.432)				
DYIELD								-0.0096 (0.631)		
PAYOUT							-0.0044 (0.161)			
CE/TA										0.0222 (0.657)
Nº Observ.	2612	2157	2156	2244	2343	2436	2206	2411	2470	2520
Nº Companies	515	448	448	453	483	488	499	482	508	510
Prob>chi2	0.67 (0.714)	5.00 (0.172)	6.67 (0.155)	5.83 (0.212)	7.15 (0.128)	4.39 (0.356)	6.39 (0.094)*	2.01 (0.571)	2.01 (0.571)	0.83 (0.842)
Log Likelihood	-730.3	-604.7	-603.8	-628.6	-650.9	-674.7	-598.2	-678.7	-690.9	-705.49
Rho	6.90e-07	2.03e-07	2.03e-07	6.91e-07	2.04e-07	2.02e-07	2.28e-07	6.83e-07	2.05e-07	2.04e-07

It is especially interesting that the estimation of random effect models includes additional tests that verify the existence of unobservable heterogeneity. One of these indicators is (Rho) = $\sigma^2_{\eta} / (\sigma^2_{\eta}+1)$, which indicates how much of the model variance is due to the unobserved heterogeneity. When Rho is approximately zero, we can conclude that

unobservable heterogeneity is not significant and, therefore, there is no justification for the use of panel data methodology (Pindado et al., 2006).

As can be observed in Panel B, in random effect models, Rho is very close to zero, which does not allow us to confirm the existence of unobserved heterogeneity. Furthermore, none of the models allow us to reject the null hypothesis that the panel estimator is not different from the pooled estimator. In view of the above, the use of panel data methodology is not justified.

B- Market information

Hypothesis 4 states that what really drives hedge funds to choose their target firms is the analysis of market information, that is, stock market returns. Consequently, we extended the initial model again by incorporating this variable on a yearly basis, MRET. Now, the basic model in Equation (1) can be written as follows (2)

$$P\left(Y_i = 1\right) = \left(\frac{1}{1 + e^{-X_i^{'}\beta}}\right)$$

where

$$X_i^{'}\beta = \beta_0 + \beta_1 \text{PTBR}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \left(\frac{\text{CASH}}{\text{TA}}\right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{\text{TD}}{\text{TA}}\right)_{i,t}$$

$$+ \beta_5 \text{PAYOUT}_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{\text{CE}}{\text{TA}}\right)_{i,t} + \text{MRET}_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

The estimations of these new logit regressions with panel data are presented in Table A3.2. Similarly to the previous Table, we present the results of both the fixed effect (Panel A) and random effect (Panel B) logit model estimations. These models attempt to demonstrate whether the stock market returns of a firm have a significant affect on the likelihood of that firm being targeted by an activist hedge fund during the following year. As shown in Table A3.2, the stock market returns of a firm do not have any significant impact on that likelihood, so we can find no evidence that confirms Hypothesis 4. Nevertheless, if we observe Rho in the random effect models, we can note that the fraction of variance due to individual effects is very small, which suggests that the use of panel data methodology does not appear to be justified.

Table A3.2. Logit Analysis of Targeting (Market Information)

This table reports the results of the fixed effect (Panel A) and random effect (Panel B) logit model estimations. The dependant variable is a dummy variable equal to 1 if the company is targeted by an activist hedge fund during the following year, and 0 otherwise. The explanatory variables are MRET, PTBR, ROA, ROE, CASH, CASHE, TD, TD/TC, TD/CE, PAYOUT, DYIELD and CE, which denote annual market return, price-to-book ratio, return on assets, return on equity, cash, cash and equivalents, total debt, total debt/common equity, total debt /total capital, dividend payout, dividend yield and capital expenditures, respectively. The variables CASH, CASHE, TD and CE have been scaled by total assets. For each explanatory variable we report the logit coefficients and the p-values. In addition, the number of observations, the number of companies, the log likelihood, and the p-value that determines if the overall model is statistically significant (prob>chi2) are also provided for each model. ***significant at the 0.01 level; **significant at the 0.05 level; *significant at the 0.10 level

	PANEL A-FIXED EFFECTS									
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
MRET	-0.1207 (0.366)	-0.0953 (0.465)	-0.1221 (0.361)	-0.1219 (0.359)	0.0265 (0.780)	-0.0205 (0.826)	-0.1490 (0.251)	-0.1362 (0.297)	0.0186 (0.842)	-0.0009 (0.992)
PTBR		0.0078 (0.607)				0.0479 (0.018)**	-0.0064 (0.667)	-0.1902 (0.520)	0.0148 (0.178)	
ROA					0.0018 (0.691)	-0.0002 (0.955)			0.0002 (0.954)	
ROE	-0.0005 (0.503)	-.0008 (0.340)	-0.0006 (0.469)	-0.0002 (0.856)			-0.0006 (0.474)	-0.0005 (0.564)		
CASH/TA	0.3561 (0.348)	0.3704 (0.340)	0.3540 (0.350)	0.3320 (0.375)	0.4949 (0.224)					
CASHE/TA						0.1758 (0.598)	0.2463 (0.466)	0.2758 (0.426)		
TD/TA									0.0281 (0.836)	
TD/TC			-0.0018 (0.754)				0.0021 (0.625)	0.0033 (0.442)		
TD/CE				-0.0007 (0.080)+	-0.0001 (0.461)	-0.0011 (0.016)**				
DYIELD								-0.0191 (0.486)		
PAYOUT					-0.0243 (0.470)					
CE/TA										0.053 (0.862)
Nº Observ.	811	788	811	811	861	902	848	846	950	983
Nº Comp.	163	159	163	163	169	177	171	170	186	192
Prob>chi2	2.53 (0.469)	2.97 (0.562)	2.63 (0.621)	6.90 (0.141)	3.24 (0.663)	11.41 (0.044)**	3.39 (0.640)	3.99 (0.678)	2.78 (0.595)	0.03 (0.985)
Log Likelihood	-253.7	-246.1	-253.6	-251.5	-267.1	-275.4	-264.5	-263.4	-294.7	-306.59

Table A3.2. Logit Analysis of Targeting (Market Information) Cont.

	PANEL B-RANDOM EFFECTS									
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
MRET	-0.038 (0.766)	-0.0241 (0.849)	-0.0335 (0.793)	-0.0363 (0.777)	0.085 (0.364)	0.0898 (0.324)	-0.0340 (0.136)	-0.0328 (0.789)	0.1086 (0.225)	0.0656 (0.485)
PTBR		0.0003 (0.912)				0.0020 (0.430)	0.0004 (0.901)	-0.0017 (0.746)	0.0018 (0.500)	
ROA					-0.0015 (0.691)	-0.0026 (0.525)			-0.0025 (0.545)	
ROE	-0.0009 (0.128)	-0.0008 (0.161)	-0.0009 (0.132)	-0.0009 (0.129)			-0.0008 (0.169)	-0.0007 (0.198)		
CASH/TA	0.2375 (0.029)**	0.2062 (0.062)*	0.2419 (0.026)**	0.2296 (0.034)**	0.2178 (0.042)**					
CASHE/TA						0.1924 (0.063)*	0.2190 (0.034)**	0.2193 (0.033)**		
TD/TA									0.0019 (0.895)	
TD/TC			0.0036 (0.251)				0.0044 (0.136)	0.0046 (0.120)		
TD/CE				0.0003 (0.200)	-0.0001 (0.538)	-0.0002 (0.470)				
DYIELD								-0.0019 (0.924)		
PAYOUT					-0.0151 (0.583)					
CE/TA										0.0072 (0.912)
Nº Observ.	2022	1996	2021	2020	2035	2235	2162	2114	2358	2383
Nº Companies	431	428	431	431	414	467	461	441	491	494
Prob>chi2	6.47 (0.091)*	4.78 (0.310)	7.76 (0.100)*	8.23 (0.083)*	5.44 (0.365)	5.50 (0.358)	7.72 (0.172)	7.71 (0.26)	1.97 (0.742)	1.97 (0.742)
Log Likelihood	-570.7	-559.6	-569.9	-569.6	-581.98	-623.2	-601.37	-592.4	-657.23	-657.23
Rho	2.05e-07	2.05e-07	2.03e-07	2.05e-07	6.76e-07	2.01e-07	2.03e-07	6.96e-07	2.03e-07	6.98e-10

APPENDIX 7. CORRELATION MATRIX

This table presents the correlation matrix relating to the accounting variables that we use to test the hypotheses 1 and 4: TOBINQ: Tobin's Q; PTBR: price-to-book ratio; ROE: return on equity; ROA: return on assets; CF: operating cash flows; CASH: cash; CASHE: cash and equivalents; TD: total debt; STDEBT: sort term debts; LTDEBT: long term debt; TD/CE: total debt /common equity; TD/TC: total debt/total capital; DPAYOUT: dividend payout; DYIELD: dividend yield; and CE: capital expenditures; MRET: annual market return (calendar year); MRETM: annual market return (quarter of investment). The variables CASH, CASHE, TD, LTD, STD and CE have been scaled by total assets (TA).

	TOBINQ	PTBR	ROE	ROA	CF_TA	CASH_TA	CASHE_TA	TD_TA	STDEBT_TA	LTDEBT_TA	TD/CE	TD/TC	DPAYOUT	DYIELD	CE_TA
TOBINQ	1.000														
PTBR	0.324	1.000													
ROE	0.065	0.079	1.000												
ROA	0.072	0.016	0.719	1.000											
CF_TA	0.424	0.031	0.271	0.448	1.000										
CASH_TA	0.506	0.135	-0.099	-0.099	0.292	1.000									
CASHE_TA	0.486	0.128	-0.079	-0.128	0.291	0.864	1.000								
TD_TA	0.574	-0.087	-0.008	0.026	0.587	0.465	0.436	1.000							
STDEBT_TA	0.397	-0.100	-0.149	-0.067	0.361	0.276	0.249	0.799	1.000						
LTDEBT_TA	0.522	-0.081	0.05	0.074	0.614	0.444	0.435	0.879	0.473	1.000					
TD/CE	0.017	0.201	0.174	0.049	0.071	-0.047	-0.052	0.255	0.179	0.269	1.000				
TD/TC	-0.041	-0.078	-0.211	-0.108	0.072	-0.174	-0.220	0.358	0.379	0.379	0.331	1.000			
DPAYOUT	0.003	0.117	0.210	0.236	0.224	-0.145	-0.146	0.016	0.012	0.038	0.104	0.064	1.000		
DYIELD	0.044	-0.077	0.032	0.101	0.108	-0.097	-0.112	0.085	0.129	0.087	0.036	0.187	0.389	1.000	
CE_TA	0.393	-0.037	0.107	0.125	0.512	0.298	0.294	0.675	0.490	0.594	0.168	0.182	-0.003	-0.019	1.000
MRET	0.085	0.180	0.297	0.260	0.211	-0.051	-0.037	-0.039	-0.138	0.019	0.126	-0.034	0.001	-0.026	0.042
MRETM	0.028	0.122	0.102	0.059	0.086	0.038	0.033	-0.069	-0.123	-0.043	0.058	-0.033	-0.072	-0.012	-0.038

	MRET	MRETM
MRET	1	
MRETM	0.677	1