

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
SISTEMA DE ESTUDIOS DE POSGRADO

LOS EFECTOS DE LOS INVERSIONISTAS ACTIVISTAS SOBRE EL
RENDIMIENTO OPERATIVO DE EMPRESAS EN PAÍSES CON RENTA
MEDIA BAJA

Tesis sometida a la consideración de la Comisión del Programa de Estudios de
Posgrado en Economía para optar al grado y título de Maestría Académica en
Economía

MARTIN BARBOZA GIUSTI

Ciudad Universitaria Rodrigo Facio, Costa Rica

2022

DEDICATORIA

Quiero dedicar esta tesis a mi papá y mamá por ser los pilares en mi vida. Ellos me han empujado todos los días de su vida a seguir luchando por mis sueños personales, académicos y profesionales. Esta tesis es resultado de su ayuda y apoyo, gracias papá y mamá.

AGRADECIMIENTOS

Primeramente agradezco a la Universidad de Costa Rica y la Escuela de Economía por haberme aceptado a ser parte de ellas, y formarme durante el Bachillerato y la Maestría en Economía. Agradezco también a mi tutor de tesis, Miguel Cantillo, por haberme brindado su capacidad y conocimiento académico en todo el desarrollo de esta tesis, la cual no habría podido ser desarrollada sin su ayuda. Así también agradezco a mis lectores de tesis, Yanira Xirinachs y Juan Robalino, por sus sabios comentarios y consejos durante el desarrollo de la tesis que ayudaron a llevarla a un nivel más alto.

Esta tesis fue aceptada por la Comisión de Programa de Estudios de Posgrado en Economía de la Universidad de Costa Rica, como requisito parcial para optar al grado y título de Maestría Académica en Economía

M.Sc. Isabel Araya Badilla

Representante de la Decana del Sistema de Estudios de Posgrado

Dr. Miguel Cantillo Simón

Director de Tesis

Dra. Yanira Xirinachs Salazar

Asesora

Dr. Juan Robalina Herrera

Asesor

Dr. Edgar Robles Cordero

Director del Programa de Posgrado en Economía

Martin Barboza Giusti

Sustentante

Índice

1. Portada.....	i
2. Dedicatoria y agradecimientos.....	ii
3. Hoja de aprobación.....	iii
4. Índice.....	iv
5. Resumen.....	v
6. Lista de cuadros.....	vi
7. Lista de figuras.....	vii
8. Introducción.....	1
9. Antecedentes.....	3
10. Revisión de literatura.....	7
11. Metodología.....	10
12. Resultados.....	17
13. Conclusiones.....	35
13. Referencias.....	38

Resumen

Esta investigación examina las recientes intervenciones de activismo de los fondos de cobertura y otros inversionistas sobre empresas de países con un ingreso per cápita anual entre \$5 mil y \$20 mil dólares aproximadamente. Denes et al. (2017) recopilan más de 20 investigaciones que han encontrado un aumento del rendimiento operativo (i.e. ROA y EBITDA) de las empresas de regiones desarrolladas (e.g. Estados Unidos y Europa) luego de la intervención de un inversionista activista. Como propuesta innovadora, esta investigación estima este mismo efecto pero en países de renta media-baja, en los cuales, el activismo de los inversionistas ha aumentado significativamente en los últimos años. Por medio de un modelo de panel con efectos fijos, se estudia el efecto de los inversionistas sobre el flujo de caja de las empresas intervenidas y se comprueba la hipótesis de que las empresas mejoran su rendimiento operativo (específicamente el EBITDA) una vez que son intervenidas por inversionistas activistas.

Índice de cuadros

1.	Relación entre el activismo de fondos de cobertura con el rendimiento operativo de las empresas intervenidas	8
2.	Variables para la estimación del modelo de efectos fijos	15
3.	Cantidad de intervenciones de activistas eliminadas por falta de requisitos	15
4.	Intervenciones de activistas por país	16
5.	Intervenciones de activistas por industria	16
6.	Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Todos los países)	19
7.	Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Latinoamerica)	21
8.	Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Europa)	24
9.	Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Europa excluyendo Polonia)	25
10.	Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (África del Sur)	28
11.	Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Asia)	29
12.	Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Industrial)	31
13.	Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Tecnologías de la Información)	32
14.	Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Biotecnología & Farmacéuticas)	33

Índice de figuras

1.	Intervenciones de inversionistas activistas por región geográfica (2007 – 2018)	3
2.	Demandas de inversores activistas en países con ingreso per cápita entre \$5,430 y \$19,820 (2006 – 2018)	4
3.	Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Toda la muestra)	20
4.	Niveles de COGS/Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Toda la muestra)	20
5.	Niveles de SGA/Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Toda la muestra)	20
6.	Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Latinoamérica)	22
7.	Niveles de COGS/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Latinoamérica)	22
8.	Niveles de SGA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Latinoamérica)	22
9.	Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Europa excluyendo Polonia)	26
10.	Niveles de COGS/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Europa excluyendo Polonia)	26
11.	Niveles de SGA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Europa excluyendo Polonia)	26
12.	Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (por industria)	34



UNIVERSIDAD DE
COSTA RICA

SEP Sistema de
Estudios de Posgrado

Autorización para digitalización y comunicación pública de Trabajos Finales de Graduación del Sistema de Estudios de Posgrado en el Repositorio Institucional de la Universidad de Costa Rica.

Yo, Martin Alejandro Barboza Giusti, con cédula de identidad 1-15850686, en mi condición de autor del TFG titulado LOS EFECTOS DE LOS INVERSIONISTAS ACTIVISTAS SOBRE EL RENDIMIENTO OPERATIVO DE EMPRESAS EN PAÍSES CON RENTA MEDIA BAJA

Autorizo a la Universidad de Costa Rica para digitalizar y hacer divulgación pública de forma gratuita de dicho TFG a través del Repositorio Institucional u otro medio electrónico, para ser puesto a disposición del público según lo que establezca el Sistema de Estudios de Posgrado. SI NO *

*En caso de la negativa favor indicar el tiempo de restricción: _____ año (s).

Este Trabajo Final de Graduación será publicado en formato PDF, o en el formato que en el momento se establezca, de tal forma que el acceso al mismo sea libre, con el fin de permitir la consulta e impresión, pero no su modificación.

Manifiesto que mi Trabajo Final de Graduación fue debidamente subido al sistema digital Kerwá y su contenido corresponde al documento original que sirvió para la obtención de mi título, y que su información no infringe ni violenta ningún derecho a terceros. El TFG además cuenta con el visto bueno de mi Director (a) de Tesis o Tutor (a) y cumplió con lo establecido en la revisión del Formato por parte del Sistema de Estudios de Posgrado.

FIRMA ESTUDIANTE

Nota: El presente documento constituye una declaración jurada, cuyos alcances aseguran a la Universidad, que su contenido sea tomado como cierto. Su importancia radica en que permite abreviar procedimientos administrativos, y al mismo tiempo genera una responsabilidad legal para que quien declare contrario a la verdad de lo que manifiesta, puede como consecuencia, enfrentar un proceso penal por delito de perjurio, tipificado en el artículo 318 de nuestro Código Penal. Lo anterior implica que el estudiante se vea forzado a realizar su mayor esfuerzo para que no sólo incluya información veraz en la Licencia de Publicación, sino que también realice diligentemente la gestión de subir el documento correcto en la plataforma digital Kerwá.

1. Introducción

El activismo de inversionistas se ha enfocado mayoritariamente en regiones desarrolladas (e.g. Estados Unidos, Europa desarrollada); sin embargo, recientemente los inversores activistas han incrementado su participación en los países con ingreso per cápita menores, e.g., entre \$5,430 y \$19,820 de ingreso per cápita anual, llegando a intervenir empresas en más de 500 ocasiones entre los años 2006-2018. Históricamente, los inversionistas activistas han sido percibidos negativamente en el mundo corporativo, ya que (especialmente los fondos de inversión) tienen un horizonte de inversión corto, y por lo tanto realizan acciones que son rentables a corto plazo pero que pueden ser perjudiciales para los intereses a largo plazo del resto de los accionistas.

Sin embargo, en la literatura empírica, se confirma de manera unívoca los efectos beneficiosos del activismo. Denes et al. (2017) compilan resultados de 73 estudios empíricos y sus principales conclusiones fueron que el activismo se asocia con mejoras en el valor de las acciones y las operaciones de la empresas. Además, que el activismo se ha convertido en creación de valor cada vez mayor a medida que pasa el tiempo.

En este estudio, se investigará si el activismo ha mejorado las operaciones de las empresas de países en desarrollo o semi-desarrollados, centrándose en el activismo de fondos de inversión. Dichos fondos han estado desempeñando un papel cada vez más central en el panorama de gobierno corporativo en general y en el activismo de los accionistas en particular (Kahan y Edward 2007). Ejemplos de esto, activistas presionaron a McDonald's para que vendiera activos; también pidieron a Time Warner que cambiara su estrategia comercial; también presionaron por una fusión entre Euronext y Deutsche Börse.

La pregunta que esta investigación aborda es ¿qué efectos tienen los inversionistas activistas sobre el rendimiento operativo de las empresas localizadas en países con ingreso per cápita anual entre \$5 mil y \$20 mil aproximadamente? La respuesta se delimita a un grupo de países con este nivel de ingreso ya que, como

se mencionó anteriormente, las investigaciones previas se centran en mercados más desarrollados. Además, en estos países las intervenciones de inversores activistas han incrementado recientemente, como se mostrará más adelante en la sección de Antecedentes.

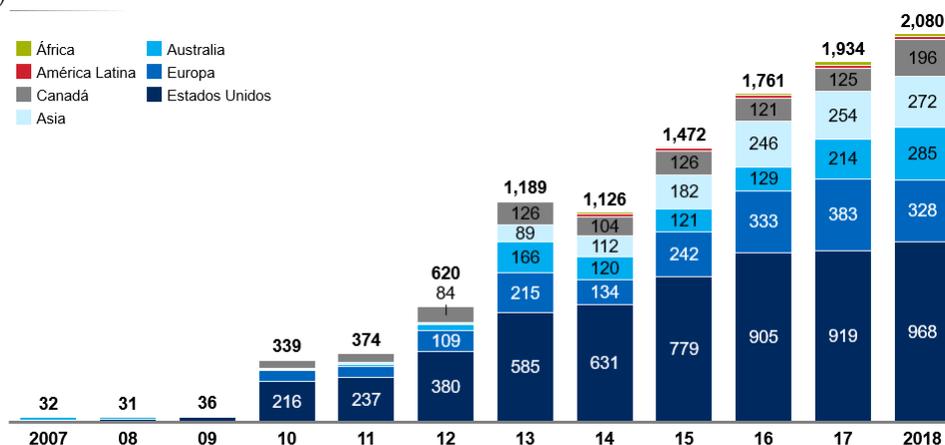
El resto de este documento está organizado de la siguiente manera. La sección 2 contiene los antecedentes de los inversionistas activistas, la sección 3 contiene una revisión de literatura enfocada en artículos que responden la misma pregunta de investigación para otras geografías y periodos de tiempo. Seguidamente, la sección 4 contiene la metodología para abordar la pregunta de investigación. Por último, en la sección 5 se encuentran los resultados de de esta investigación.

2. Antecedentes

Se conoce como activismo de los inversionistas a las actividades realizadas por uno o más de los accionistas de una corporación que cotizan en bolsa, las cuales tienen como objetivo dar lugar a algún cambio en la corporación (Wood 1991). El nacimiento del activismo se remonta en los años 1980 con la existencia de inversionistas individuales (e.g. Carl Icahn, Nelson Peltz), quienes utilizaban capital propio para obtener participaciones minoritarias y poder influir en las empresas. Durante esta misma década, también existían fondos de cobertura que buscaban la separación de las compañías, con el fin de eliminar los negocios que no generaban valor, de ahí su conocida caracterización como "atracadores corporativos" (Carey et al. 2015).

Como se muestra en la Figura 1, Estados Unidos ha sido y sigue siendo el mercado más importante para los activistas; sin embargo, en la Figura 2, se muestra como este fenómeno se ha extendido a los mercados financieros de países en desarrollo, particularmente después del año 2012.

Figura 1: Intervenciones de inversionistas activistas por región geográfica (2007 – 2018)

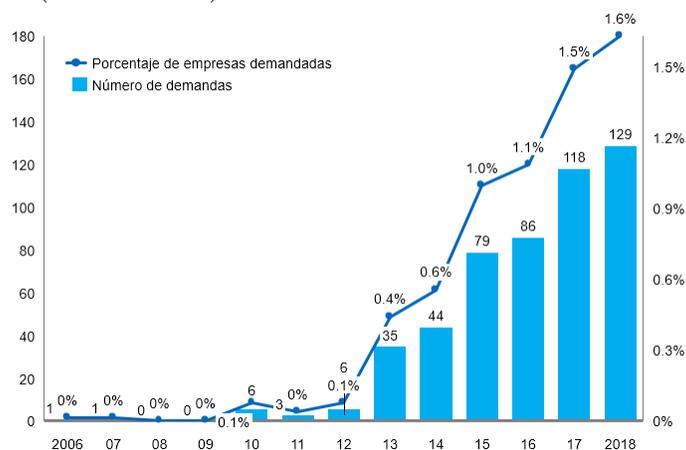


Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight

Existen diferentes formas de clasificar a los inversores activistas, Carey et al. (2015) ofrecen una clasificación sencilla, la cual divide a los inversionistas activistas

de acuerdo a la forma en la que intervienen sobre las empresas. El primer tipo es el activismo de *fondos de cobertura*, que se da cuando un fondo de este tipo o personas adineradas (e.g. Carl Icahn) intentan realizar cambios significativos en la estrategia o el gobierno corporativo de la compañía. Los objetivos de este tipo de inversión varían significativamente; sin embargo, la característica común de esta clase de activistas es generar rendimientos de la inversión aumentando el valor de una empresa proponiendo cambios operativos. El estudio se enfoca en este tipo de activismo.

Figura 2: Demandas de inversores activistas en países con ingreso per cápita entre \$5,430 y \$19,820 (2006 – 2018)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight

Se utiliza como base el número de empresas registradas en los países Argentina, Brasil, Chile, México, Perú, Trinidad & Tobago, Croacia, República Checa, Grecia, Letonia, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía, China, Malasia, Kazajistán, Rusia y África del Sur

El activismo del tipo *no votar* se da cuando un inversionista (o coalición de inversores) insta a los accionistas a retener sus votos de uno o más de los candidatos a director. El tercer tipo se denomina *propuestas a los accionistas* los cuales son inversionistas que proponen a los accionistas un cambio en las políticas o prácticas de gobernanza del directorio, un cambio en los planes de compensación ejecutiva de la compañía, un cambio en la supervisión de la compañía de ciertas funciones, entre otros. Como cuarto tipo está el más pasivo llamado *voto consultivo por pago*

de la empresa, estas actividades suelen limitarse a cartas, reuniones o llamadas telefónicas con la compañía.

Históricamente los inversionistas activistas se han enfocado en empresas grandes y con rendimientos bajos. Autores como Cai y Walkling (2011), Ertimur et al. (2011), Karpoff et al. (1996) y Smith (1996) mencionan que los activistas se centran generalmente en las grandes empresas, esto ya que las grandes empresas son más propensas a problemas de agencia, por lo que es más fácil para un accionista intervenir en la junta directiva de las empresas (Del Guercio y Hawkins 1999; Strickland et al. 1996). También así, desde la perspectiva social, las grandes empresas son más atractivas para los activistas debido a su mayor visibilidad (Rehbein et al. 2004; Ferri y Sandino 2009).

De acuerdo con la teoría de la agencia, las empresas con un mejor rendimiento operativo tienden a ser menos atractivas para los accionistas activistas (Ertimur et al. 2010; Karpoff et al. 1996; Renneboog y Szilagyi 2011). También, autores como Bradley et al. (2010), Brav et al. (2008), Ertimur et al. (2011), Renneboog y Szilagyi (2011) y Smith (1996) encuentran que las empresas que están devaluadas en el mercado de acciones tienden a tener mayor probabilidad de ser intervenidas por activistas.

Mientras que los activistas son criticados como agitadores a corto plazo que buscan obtener un beneficio rápido, la evidencia empírica confirma efectos beneficiosos del activismo para los accionistas y las compañías. Denes et al. (2017) compilan resultados de 73 estudios que examinan las consecuencias del activismo de los accionistas para las empresas objetivo y obtienen dos conclusiones importantes. Primero los autores encuentran que los activistas que adquieren participaciones significativas en las empresas objetivo logran mejorar en el valor de las acciones y las operaciones de esas empresas, i.e., los activistas que no adquieren un porcentaje elevado de la empresa no logran cambios insignificantes o muy pequeños en el valor de la empresa objetivo. Y como segunda conclusión, los autores encuentran que el activismo de años más recientes ha logrado el aumento en el valor de la empresas y su desempeño operativo, en mucho mayor magnitud que

el activismo de hace 10 años o más. A continuación, se presenta la revisión de literatura empírica sobre este tema.

3. Revisión de literatura

La literatura acerca de como las demandas de activistas se relacionan con las empresas objetivo en diferentes dimensiones es diversa, e.g. valor de mercado, ganancias operativas, productividad, clausura de plantas, salario de los ejecutivos, entre otros. Esta sección contiene una selección de investigaciones que analizan la relación entre activismo y el rendimiento operativo de las empresas objetivo, el cual es el interés de este estudio.

Primeramente, la mayoría de los resultados sobre *propuestas de accionistas y negociaciones directas* indican que no hay cambios significativos en las medidas de ganancias (i.e. EBITDA¹, ROA²). Por ejemplo, Del Guercio y Hawkins (1999) examinan los cambios en el rendimiento operativo de los activos (ROA) y el rendimiento operativo en las ventas (EBITDA / Ventas), desde un año antes hasta un año después de que una empresa recibe por primera vez una propuesta de los accionistas. Utilizando un grupo de control (tamaño, la industria y el rendimiento de las ganancias antes del evento), encuentran diferencias que no son significativas estadísticamente. Hallazgos similares son reportados por Carleton et al. (1998), Karpoff et al. (1996), Smith (1996), Strickland et al. (1996) y Wahal (1996).

Por otro lado, existe evidencia sólida de que el activismo de los *fondos de cobertura* está asociado con aumentos en el ROA, el Cuadro 1 muestra los resultados de varias investigaciones empíricas.

Brav et al. (2008) encuentran que los rendimientos de los activos (ROA) aumentan para las firmas objetivo en relación con una muestra de control basada en la industria, el tamaño y *market-to-book*³ durante los dos años posteriores al evento de activismo. Brav et al. (2008) también analizan el efecto en EBITDA y encuentran que las empresas objetivo experimentan una reducción en el EBITDA

¹Se define como las ganancias operativas de una empresa durante un periodo de tiempo determinado; típicamente un año

²Se define como las ganancias operativas (EBITDA) divididas por el total de activos

³La relación *market-to-book* se utiliza para encontrar el valor de una empresa comparando su valor contable con su valor de mercado. El valor en libros de una empresa se calcula observando el costo histórico de la empresa o el valor contable. El valor de mercado de una empresa se determina a partir del precio de sus acciones en el mercado de valores y el número de acciones que tiene en circulación, que es su capitalización de mercado.

en el año posterior a la intervención. Boyson y Mooradian (2011) encuentran un aumento en el rendimiento de los activos de las empresas objetivo en relación con las empresas de control emparejadas por industria y la *market-to-book* durante el año siguiente al activismo.

Cuadro 1: Relación entre el activismo de fondos de cobertura con el rendimiento operativo de las empresas intervenidas

Variable	Autores	Relación
Rendimiento sobre activos (ROA)	Brav et al. (2008)	Positiva
	Clifford (2008)	Positiva
	Brav et al. (2009)	Positiva
	Greenwood y Schor (2009)	No se encontró
	Klein y Zur (2009)	No se encontró
	Boyson y Mooradian (2011)	Positiva
	Zhu (2013)	Positiva
	Gantchev et al. (2015)	Positiva
	Bebchuk et al. (2015)	Positiva
	González y Calluzzo (2016)	Positiva
Rendimiento sobre las ventas (EBITDA / Ventas)	Brav et al. (2008)	Positiva
	Clifford (2008)	No se encontró
	Gantchev et al. (2015)	Positiva

Fuente: Elaboración propia

Clifford (2008) encuentra que en el año después de la intervención de los activistas, la empresa experimenta un crecimiento en el ROA, incluso cuando este es ajustado por el crecimiento de la industria. Del mismo modo, Zhu (2013) y Gantchev et al. (2015) reportan un aumento en el rendimiento de los activos para los objetivos de los fondos de cobertura, los autores encuentran que el activismo de los fondos de cobertura está asociado con un aumento en el rendimiento operativo de las empresas objetivo. Por otro lado, autores como Klein y Zur (2011) y Greenwood y Schor (2009) no encuentran cambios en el rendimiento de los activos de las empresas objetivo una vez que estas son intervenidas.

Gonzáles y Calluzzo (2016) examinan las campañas de activismo en las que múltiples activistas apuntan simultáneamente a la misma empresa, lo que los autores denominan activismo agrupado de accionistas. Los autores delimitan su estudio a campañas generadas a empresas estadounidenses en los años 2000-2011 y encuentran que las campañas de activismo en grupo son más comunes en las empresas más grandes y entre los activistas geográficamente próximos, lo que es consistente con la predicción de que los activistas se agrupan para reducir los costos asociados con las campañas de activismo. Los resultados arrojan que el activismo agrupado produce una rentabilidad elevada y rendimientos anormales, que es consistente con la predicción de que los activistas se agrupan para abordar los costos de la agencia principal.

Bebchuck et al. (2016) estudian aproximadamente 2,000 intervenciones en Estados Unidos de los fondos de cobertura activistas durante el período 1994-2007, examinando una ventana de tiempo de cinco años después de la intervención. Los autores, encuentran que a la intervención del activista le sigue una mejora en el rendimiento operativo durante los cinco años posteriores a la intervención. El rendimiento operativo lo miden con el ROA.

4. Metodología

De la revisión de la literatura surge la hipótesis de que existe una relación positiva entre el rendimiento operativo de las empresas (i.e. ROA y EBITDA/Ventas) y la intervención de activistas de fondos de cobertura. En este estudio se quiere comprobar si esta relación se mantiene cuando se analiza intervenciones en empresas de países de renta media-baja.

Ahora bien, debido a que esta investigación se centra en países de renta media-baja, el uso del ROA se dificulta ya que los activos (i.e. denominador del ROA) de cada empresa están calculados de acuerdo a las normas contables de cada país, por lo cual se obtendrían resultados no comparables.

Como propuesta innovadora, esta investigación analiza el efecto que tiene la intervención de los activistas en el *flujo de caja libre* (FCF), y así minimizar el efecto contable existente en el cálculo de los activos dadas las diferentes normas contable. Además, se realiza una descomposición de sus principales componentes⁴, para así entender los mecanismos que usan los activistas para generar valor. Según, Nekhili et al. (2016), el FCF es una de las métricas de mayor interés para los inversionistas ya que esta mide la cantidad de dinero que está libre para repartir en dividendos a accionistas o para el pago de deuda con terceros. De acuerdo con Bhandari y Mollie (2017), el FCF se define como:

$$FCF = EBITDA - EBIT * Impuestos + \Delta CapitalDeTrabajo - Capex + Otros$$

Donde:

- EBITDA: Ganancias antes de depreciación, amortización, intereses e impuestos
- EBIT: Ganancias antes de intereses e impuestos. Los impuestos se calculan con esta base ya que la depreciación y amortización funcionan como escudos fiscales

⁴Brav et. al (2008) y Gantchev et al. (2015) realizan una descomposición similar pero con el ROA.

- Cambio en el Capital de Trabajo: Compuesto por el efectivo operativo, cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar.
- Capex: Inversiones de capital destinadas a la compra de activos fijos
- Otros: Usualmente contiene otros gastos o ingresos menores

De estas, las métricas principales del FCF son el EBITDA, el cambio en el Capital de Trabajo y el Capex; es por esto que se analizarán a detalle y se utilizarán como variables dependientes en los modelos estadísticos de la siguiente sección. Además, como se mostró en la revisión de literatura, el EBITDA es una métrica comúnmente usada por economistas financieros para medir el desempeño operativo de las empresas, ya que, entre otras ventajas, no es afectada por factores no operativos como el apalancamiento financiero y los impuestos. El EBITDA se define como:

$$EBITDA = Ventas - COGS - SGA$$

Donde:

- COGS: Costo de producción de mercadería vendida
- SGA: Gastos administrativos, generales y de ventas

Ahora bien, para hacer una comparación apropiada dentro de una muestra de empresas, se debe normalizar las ecuaciones anteriores por las ventas. El FCF y el EBITDA lucen de la siguiente manera:

$$\frac{FCF}{Ventas} = \frac{EBITDA}{Ventas} - \frac{EBIT * Impuestos}{Ventas} + \frac{\Delta CapitalDeTrabajo}{Ventas} - \frac{Capex}{Ventas} + \frac{Otros}{Ventas}$$

$$\frac{EBITDA}{Ventas} = 1 - \frac{COGS}{Ventas} - \frac{SGA}{Ventas}$$

Para analizar el efecto que tiene la intervención de los activistas sobre el rendimiento operativo de las empresas, los autores han utilizado diversos modelos

estadísticos (e.g. el MCO de datos de panel tipo pooled⁵, efectos fijos⁶ y el *Propensity Score Matching*). Por ejemplo, Brav et al. (2008 y 2009) y González y Calluzzo (2017) utilizan *Propensity Score Matching* para aislar el efecto del activismo. Klein y Zur (2009) y Boyson y Mooradian (2011) utilizan una regresión de MCO, usando un grupo de control basado en la industria, tamaño y *market-to-book*.

Clifford (2008) realiza un modelo de MCO en donde el ROA es ajustado por la industria⁷ de la empresas intervenidas para el período de 1 año, 2 años y 3 años después de la intervención.

Gantchev et al. (2015) utilizan un modelo de panel en donde incorporan efectos fijos de industria y de año calendario. Bebchuck et al. (2015) utilizan dos modelos estadísticos, primero un MCO con controles (e.g. control por industria) y luego un panel de efectos fijos. El modelo de efectos fijos se utiliza para tener en cuenta las tendencias temporales en los valores de las variables dependientes (i.e. ROA y Q de Tobin en su caso) y el impacto de los factores macro-económicos, y las variables ficticias para cada uno de los tres años anteriores al año de intervención.

Para investigación, se utilizará un modelo de panel con efectos fijos, similar al de Gantchev et al. (2015) y Bebchuck et al. (2015) por las siguientes razones: (a) las características de las empresas intervenidas son muy particulares y se requiere aislar esas características individuales para lograr estimar el efecto del activismo, (b) en la literatura empírica, los autores prefieren el uso del modelo de efectos fijos sobre el de efectos aleatorios, y (c) el PSM score matching no funciona en este caso ya que se está utilizando las mismas empresas intervenidas pero antes de la intervención como observaciones de control. Además, se corrió una prueba de Hausman y se comprobó que el modelo tiene un buen ajuste para la información utilizada.

⁵El estimador pooled se obtiene al apilar los datos sobre i y t con NT observaciones y aplicando mínimos cuadrados ordinarios

⁶El modelo estadístico que representa las cantidades observadas en las variables explicativas que son tratadas como si las cantidades fueran no-aleatorias

⁷El rendimiento ajustado por la industria es la diferencia entre la variable contable (ROA) de la empresa objetivo y el rendimiento medio de la industria.

Cabe resaltar que se intentó realizar una estimación utilizando grupos de control, sin embargo, a diferencia de otras investigaciones, en esta investigación fue difícil encontrar un grupo de control comparable (i.e. empresas de la misma industria y de los mismos países).

El modelo de efectos fijos que se analizará será el siguiente:

$$Y_{it} = \theta_0 + \sum_{k=0}^K \beta_k A\tilde{n}o_k + \delta_t + \alpha_i + u_{it}$$

El FCF y sus componentes se analizarán de manera separada por lo que se correrán seis modelos diferentes donde Y_{it} será $\frac{FCF}{Ventas}$ ⁸, $\frac{EBITDA}{Ventas}$, $\frac{\Delta CapitalDeTrabajo}{Ventas}$, $\frac{Capex}{Ventas}$, $\frac{COGS}{Ventas}$ y $\frac{SGA}{Ventas}$. Las variables que van a ser analizadas se presentan en el Cuadro 2. Como variables independientes, se tendrá un intercepto θ_0 , luego un conjunto de variables *dummy* ($A\tilde{n}o_K$) que hace referencia al año en relación a la intervención del activista. Es decir, $A\tilde{n}o_0$ es el año donde las empresas son intervenidas, $A\tilde{n}o_1$ es el año después de la intervención, y así sucesivamente hasta el $A\tilde{n}o_K$ después de la intervención. Estos coeficientes deben interpretarse como la diferencia de la variable dependiente en el $A\tilde{n}o_K$ en comparación con el promedio de los años previos a la intervención; es decir, también se pueden llamar como *efecto del activismo en el $A\tilde{n}o_K$* . Cabe destacar que la construcción de la variable $A\tilde{n}o_K$ está basada en año calendario ya que los años fiscales varían para cada empresa.

Además, en el modelo se incluye un vector de variables *dummy* anuales (δ_t) el cual tiene como objetivo ajustar por condiciones del mercado y condiciones temporales, principalmente porque las empresas no son intervenidas en los mismos años. El efecto inobservable fijo se denota como α_i y el efecto inobservable se denota como u_{it} .

El modelo de efectos fijos también se conoce como transformación intragrupal,

⁸No se incluirá el efecto de los impuestos en el análisis ya que los activistas no influyen directamente en los impuestos y dependen más de las normas contables de cada país. Ahora bien, es cierto que los activistas pueden cambiar los impuestos efectivos mediante la distribución de utilidades a otros países; sin embargo, este efecto no es relevante en este caso ya que las empresas analizadas son en su mayoría no internacionales.

y lo importante de este modelo es que el efecto inobservable fijo a_i desaparece de la ecuación. Según Wooldridge (2016), algunas limitaciones que tiene este modelo es que los coeficientes estarán sesgados si el efecto inobservable no se correlaciona las variables independientes; sin embargo, para este ejercicio se asume si se correlacionan; Denes et al. (2017) tienen evidencia de que la intervención de los activistas se relaciona con distintas características de las empresas (e.g. tamaño, estructura accionaria, etc).

En cuanto a los datos, se creó una base de datos utilizando las plataformas Activist Insight y Capital IQ. La plataforma Activist Insight contiene un registro histórico de las demandas que han realizado inversionistas activistas; esta base de datos contiene la fecha la intervención así como el nombre del activista y de la empresa intervenida. Esta información se cruza con la plataforma Capital IQ la cual contiene la información financiera de la mayoría de empresas del mundo; es decir, Capital IQ brinda la información del desempeño financiero para las empresas a través del tiempo. La unión de estas dos fuentes de información da lugar a la base de datos para esta investigación.

Existen tres consideraciones sobre la muestra y la calidad de los datos: (i) para este análisis se debe de excluir las empresas que pertenezcan a industrias financieras (e.g. bancos, aseguradoras, etc), ya que estas empresas operan de manera distinta a compañías industriales y su rendimiento financiero se mide de manera distinta; (ii) se deben eliminar las empresas de naturaleza privada que no reportan sus estados financieros al público (la exclusión de las demandas se encuentra en el Cuadro 3); y (iii) los datos financieros pueden tener algún sesgo, especialmente dado que provienen de empresas de países en desarrollo donde los controles regulatorios son menores que en países desarrollados. Por lo tanto, los resultados presentados en la siguiente sección deben de ser considerados con precaución.

Por último, en esta investigación se analizará intervenciones en el total de países así como a nivel de región geográfica y por industria. Esto para entender si el efecto de los activistas cambia por región o industria. El Cuadro 4 y 5 contienen el desglose de las intervenciones de activistas por país e industria respectivamente.

Cuadro 2: Variables para la estimación del modelo de efectos fijos

Nombre	Tipo	Operacionalización
FCF %	Dependiente	= FCF / Ventas
EBITDA %	Dependiente	= EBITDA/Ventas
COGS %	Dependiente	= Costo de producción /Ventas
SGA %	Dependiente	= Gastos administrativos, generales y de ventas /Ventas
Capital de Trabajo %	Dependiente	= Cambio en el capital de trabajo/ Ventas
Capex %	Dependiente	= Capex / Ventas
Año relativo a la demanda ($A\tilde{n}o_0, A\tilde{n}o_1, \dots, A\tilde{n}o_K$)	Independiente	Conjunto de variables <i>dummy</i> que hacen referencia al año relativo a la intervención
Año	Independiente	Categoría que hace referencia a la variable temporal de año

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 3: Cantidad de intervenciones de activistas eliminadas por falta de requisitos

Criterio	Número de intervenciones
Total de intervenciones	508
Bancos o aseguradoras	83
Sin información financiera	15
Total demandas después de ser filtradas	410

Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight

Cuadro 4: Intervenciones de activistas por país

País	Región geográfica	Número de intervenciones
Argentina	Latinoamérica	3
Brasil	Latinoamérica	23
Chile	Latinoamérica	2
China	Asia	118
Croacia	Europa del Este	3
República Checa	Europa del Este	12
Grecia	Europa Suroriental	14
Kazakhstan	Asia	1
Latvia	Europa Nororiental	4
Malasia	Asia	71
México	Latinoamérica	3
Perú	Latinoamérica	2
Polonia	Europa del Este	94
Rumania	Europa del Este	5
Rusia	Asia	3
África del Sur	África	47
Trinidad y Tobago	Latinoamérica	4
Turquía	Europa del Este	1
Total		410

Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight

Cuadro 5: Intervenciones de activistas por industria

Industria	Número de demandas
Servicios de comunicación	32
Consumidor discrecional	78
Productos básicos de consumo	13
Energía	28
Biotecnología & Farmacéuticas	35
Industriales	93
Tecnología de información	50
Materiales	61
Servicios esenciales	20
Total	410

Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight

5. Resultados

Esta sección contiene los resultados de analizar el efecto que tiene la intervención de los activistas sobre el Flujo de Caja Libre (FCF) y sus componentes. Los resultados se van a presentar con tres distintos enfoques: (i) totalidad de la muestra, (ii) por regiones geográficas y (iii) por tipo de industria.

Como primer resultado, el Cuadro 6 presenta la estimación sobre la totalidad de la muestra. En esta se observa que no existe evidencia estadística de que el FCF aumente o disminuya después de la intervención; sin embargo, sí hay un aumento paulatino del EBITDA y del Capital de Trabajo. Es decir, los efectos positivos del activismo no se ven reflejados instantáneamente en el siguiente año, sino que se ven mejor reflejados conforme pasan los años.

Específicamente, se observa que en el año que ingresan los activistas (i.e. $Año_0$), el EBITDA es 1.8 puntos porcentuales menor que en comparación con los años previos a la intervención; sin embargo, se observa que en los siguientes años la diferencia se vuelve positiva (i.e., el EBITDA es mayor a los años anteriores a la intervención) y esta es de 0.4, 4.0, 6.2 y 5.1 puntos porcentuales en los años 1, 2, 3 y 4 después de la intervención respectivamente.

Esto se alinea con los resultados obtenidos por Brav et al. (2008), quienes encuentran que el EBITDA de las empresas objetivo crece entre 4.7 a 5.8 puntos porcentuales en el segundo año luego de la intervención. Gantchev et al. (2015) encuentran que el EBITDA sube 3.9 puntos porcentuales el año siguiente a la intervención del activista. Observando los componentes del EBITDA, se observa que la mejoría se da principalmente por una reducción en los gastos de ventas, generales y administrativos (i.e. SGA), lo cual aporta evidencia de que los activistas se centran principalmente en la reducción de gastos operativos.

Además, se observa que el Capital de Trabajo aumenta después de la intervención de los activistas, específicamente, 3.9, 7.0, 13.8, 14.1, 13.4, 16.6 y 38.0 puntos porcentuales en los años siguientes luego de la intervención, lo cual se puede explicar por diversas razones, entre ellas: (i) los activistas impulsan renegociaciones

de contratos con proveedores y clientes para aumentar el volumen de venta de las empresas, (ii) las empresas intervenidas no tienen un nivel óptimo de días de inventario, cuentas por cobrar y pagar, lo que hace que cuando las ventas crecen aceleradamnete (por la intervención de los activistas) el capital de trabajo crezca en mayor proporción.

Por el lado del Capex, no existen resultados estadísticamente significativos para probar si este aumenta o disminuye luego de las intervenciones, lo cual contrasta con la percepción que tiene el entorno corporativo, i.e., las inversiones (Capex) disminuyen significativamente cuando los activistas entran a las compañías.

Ahora se pasa a entender los resultados en regiones geográficas específicas, i.e. América Latina, Europa, Asia y África del Sur. Como se demuestra a continuación, se encuentra una mejoría en el desempeño de las empresas intervenidas por activistas para empresas de América Latina y Europa, además se obtienen resultados especiales para África del Sur y Asia.

El Cuadro 7 muestra los resultados de la estimación para América Latina. Este muestra que no hay evidencia estadística para comprobar que el Flujo de Caja, Capex, o el Capital de Trabajo aumenten o disminuyan luego de la intervención del activista. Sin embargo, sí se observa una mejora en el EBITDA, la cual se da desde el primer año de intervención (i.e. $Año_0$). La Figura 7 muestra que el margen EBITDA sigue aumentando incluso hasta 7 años después de la intervención. Esto es explicado de igual manera, por una clara reducción de los gastos administrativos (i.e. SGA), pero además por una optimización de los costos de producción (i.e. COGS), la cual se da durante los 7 años siguientes a la intervención; esto se observa en las Figuras 7 y 8 respectivamente.

Cuadro 6: Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Todos los países)

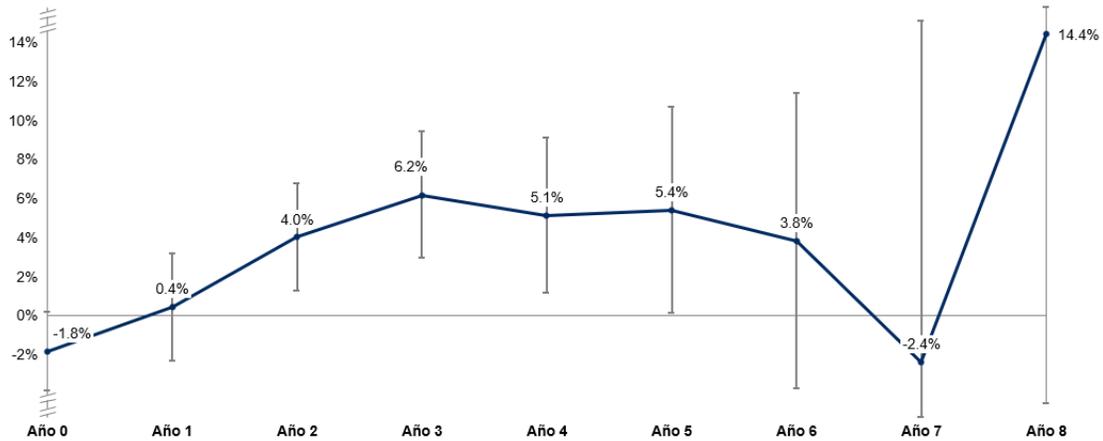
Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	-0.110*** (0.036)	-0.018* (0.010)	0.002 (0.008)	0.009 (0.007)	0.039** (0.019)	0.070** (0.031)
Año ₁	-0.076 (0.075)	0.004 (0.014)	-0.004 (0.012)	-0.006 (0.011)	0.070*** (0.023)	0.023 (0.074)
Año ₂	-0.169 (0.109)	0.040*** (0.014)	-0.029** (0.012)	-0.021 (0.013)	0.138*** (0.029)	0.072 (0.108)
Año ₃	-0.150 (0.139)	0.062*** (0.017)	-0.029* (0.017)	-0.041*** (0.015)	0.141*** (0.054)	0.072 (0.132)
Año ₄	-0.124 (0.193)	0.051** (0.020)	-0.003 (0.020)	-0.044** (0.018)	0.134*** (0.033)	0.049 (0.190)
Año ₅	0.081 (0.272)	0.054*** (0.027)	-0.033 (0.024)	-0.032** (0.019)	0.166*** (0.041)	-0.011 (0.279)
Año ₆	-0.171 (0.493)	0.038 (0.039)	-0.029 (0.030)	-0.025 (0.035)	0.380*** (0.132)	-0.166 (0.462)
Año ₇	-0.180 (0.214)	-0.024 (0.133)	-0.001 (0.054)	-0.043 (0.027)	0.078 (0.127)	0.085 (0.206)
Año ₈	1.128 (1.464)	0.144 (0.158)	0.052 (0.069)	-0.360 (0.391)	-1.028 (1.171)	-0.015 (0.303)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	410	410	410	410	410	410
Número de países	18	18	18	18	18	18
Número de años	16	16	16	16	16	16

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.

*** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

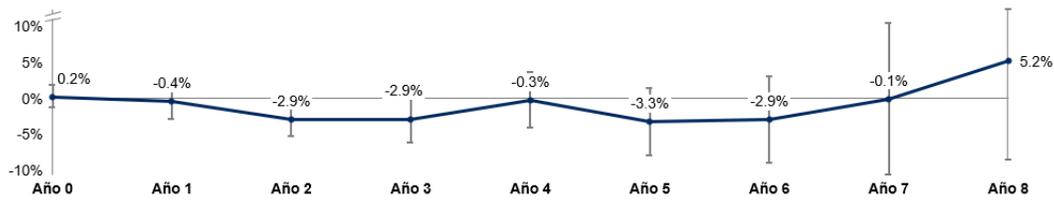
(A) Se incluyen empresas de los siguientes países Argentina, Brasil, Chile, México, Perú, Trinidad & Tobago, Croacia, República Checa, Grecia, Latvia, Polonia, Rumania, Rusia, Turquía, China, Malasia, Kazajistán, Rusia y África del Sur.

Figura 3: Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Toda la muestra)



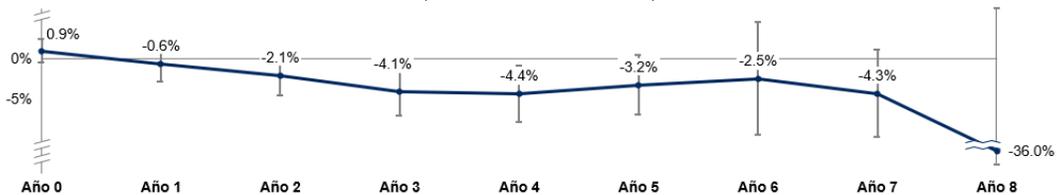
Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ
 Nota: Intervalos de confianza al 95 %

Figura 4: Niveles de COGS/Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Toda la muestra)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ
 Nota: Intervalos de confianza al 95 %

Figura 5: Niveles de SGA/Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Toda la muestra)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ
 Nota: Intervalos de confianza al 95 %

Cuadro 7: Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Latinoamerica)

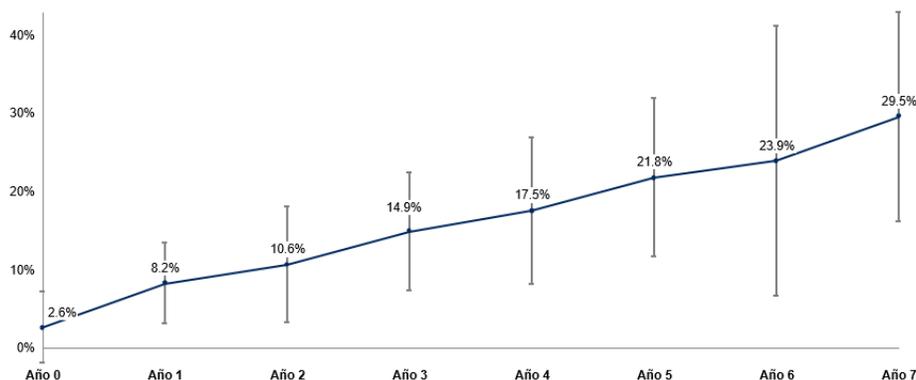
Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	-0.019 (0.084)	0.026 (0.022)	-0.048* (0.026)	-0.019 (0.015)	0.117* (0.067)	0.064 (0.043)
Año ₁	0.059 (0.115)	0.082*** (0.025)	-0.119** (0.052)	-0.032* (0.016)	0.087 (0.076)	0.078 (0.059)
Año ₂	-0.039 (0.123)	0.106*** (0.036)	-0.079*** (0.026)	-0.050*** (0.018)	0.192* (0.102)	0.073 (0.063)
Año ₃	0.098 (0.144)	0.149*** (0.037)	-0.100*** (0.033)	-0.041* (0.024)	0.099 (0.109)	0.091 (0.079)
Año ₄	0.088 (0.158)	0.175*** (0.046)	-0.126*** (0.033)	-0.065** (0.029)	0.180 (0.110)	0.139 (0.092)
Año ₅	0.078 (0.171)	0.218*** (0.050)	-0.050 (0.057)	-0.205*** (0.048)	0.247* (0.126)	0.194* (0.113)
Año ₆	-0.426 (0.549)	0.239*** (0.085)	-0.195*** (0.047)	-0.103* (0.058)	0.722 (0.383)	0.143 (0.168)
Año ₇	0.117 (0.255)	0.295*** (0.066)	-0.145*** (0.036)	-0.099*** (0.031)	0.251 (0.153)	0.219 (0.187)
Año ₈	2.567 (2.371)	0.501* (0.249)	-0.198*** (0.042)	-1.341*** (0.061)	-1.849 (1.902)	0.410 (0.322)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	37	37	37	37	37	37
Número de países	6	6	6	6	6	6
Número de años	16	16	16	16	16	16

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.

*** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

(A) Se incluyen empresas de los siguientes países Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Trinidad & Tobago.

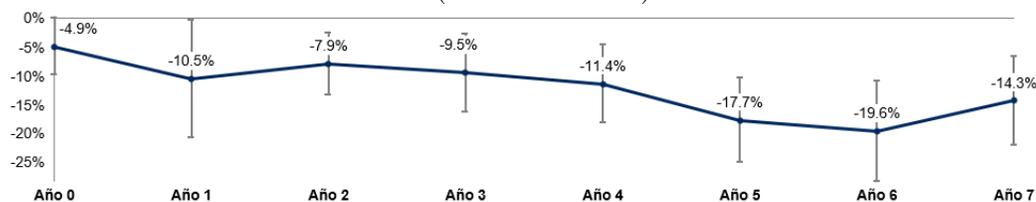
Figura 6: Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Latinoamérica)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

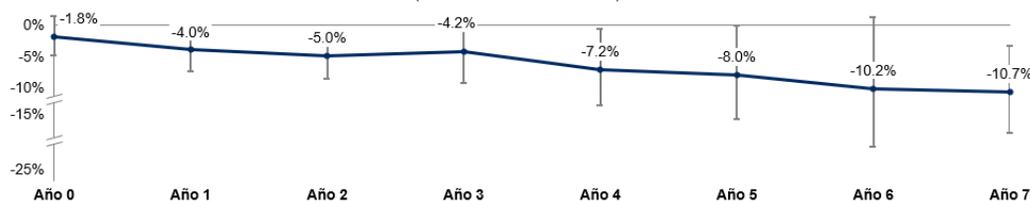
Figura 7: Niveles de COGS/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Latinoamérica)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

Figura 8: Niveles de SGA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Latinoamérica)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

El caso de Europa es particular, por lo que se realizaron dos estimaciones, una para Europa y una para Europa excluyendo a Polonia (ya que Polonia tiene un compartamiento particular). En ambos casos de Europa no se encuentra evidencia estadística para determinar si el Flujo de Caja aumenta o disminuye luego de la intervención, sin embargo los resultados del EBITDA sí son significativos.

Los resultados arrojan que para Europa, el EBITDA mejora a través de una reducción de los costos de producción (COGS %) solamente, y no de los gastos administrativos (SGA). Sin embargo, cuando se analiza a Europa excluyendo a Polonia la historia cambia, ya que el EBITDA % aumenta tanto a través de una reducción de los costos de producción así como de los gastos de ventas, generales y administrativos, similar a lo que sucede en América Latina. Para la muestra de Europa excluyendo a Polonia, se observa en la Figura 9 que el EBITDA aumenta 9.9 puntos porcentuales en el mismo año de la intervención (i.e., Año 0), y en los 3 años siguientes el EBITDA % es 20 a 30 puntos porcentuales más grande que en los años previos a la intervención. Las Figuras 10 y 11 muestran que el aumento del EBITDA viene mayormente por una disminución de los costos de producción (COGS) que de los gastos administrativos (SGA).

Los resultados de Europa y América Latina arrojan una nueva evidencia en el espacio de la economía financiera, donde años atrás algunos investigadores como Starks (2000) y Lefort (2000), ya se preguntaban sobre los efectos que iba a traer los inversionistas institucionales en países en desarrollo.

Cuadro 8: Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Europa)

Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	-0.155* (0.081)	0.032*** (0.006)	-0.020** (0.009)	-0.001 (0.005)	0.031** (0.014)	-0.154** (0.077)
Año ₁	-0.042 (0.230)	0.044*** (0.012)	-0.029** (0.014)	-0.004 (0.008)	0.033** (0.017)	-0.043 (0.233)
Año ₂	-0.111 (0.324)	0.071*** (0.012)	-0.067*** (0.017)	0.002 (0.011)	0.016 (0.017)	-0.150 (0.328)
Año ₃	-0.019 (0.403)	0.081*** (0.016)	-0.081*** (0.026)	-0.004 (0.016)	-0.030** (0.015)	-0.131 (0.403)
Año ₄	0.069 (0.624)	0.067** (0.026)	-0.070*** (0.027)	-0.004 (0.018)	-0.005 (0.021)	-0.010 (0.619)
Año ₅	0.287 (0.881)	0.110*** (0.037)	-0.091*** (0.033)	-0.012 (0.022)	-0.019 (0.039)	0.228 (0.946)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	133	133	133	133	133	133
Número de países	7	7	7	7	7	7
Número de años	16	16	16	16	16	16

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.

*** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

(A) Se incluyen empresas de los siguientes países: Croacia, República Checa, Grecia, Latvia, Polonia, Rumania, Rusia y Turquía.

Cuadro 9: Efecto marginal de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Europa excluyendo Polonia)

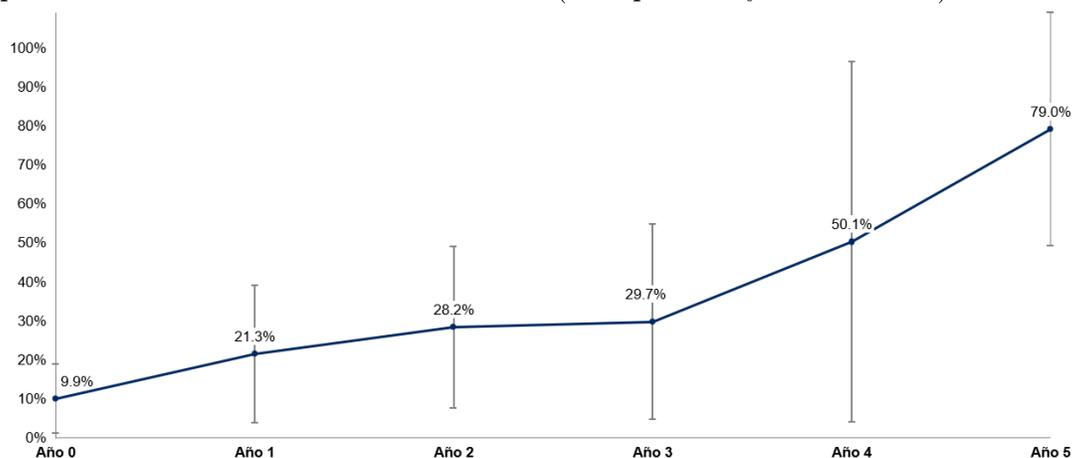
Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	1.715 (1.822)	0.099** (0.044)	-0.059 (0.037)	-0.024 (0.018)	0.042** (0.017)	1.677 (1.810)
Año ₁	3.639 (3.533)	0.213** (0.087)	-0.154** (0.064)	-0.053 (0.043)	-0.001 (0.033)	3.462 (3.499)
Año ₂	4.246 (4.504)	0.282*** (0.103)	-0.209** (0.086)	-0.067 (0.064)	0.068 (0.041)	4.116 (4.461)
Año ₃	7.291 (6.500)	0.297** (0.124)	-0.154** (0.065)	-0.178*** (0.043)	0.024 (0.030)	7.035 (6.483)
Año ₄	8.969 (7.546)	0.501** (0.228)	-0.321* (0.161)	-0.211*** (0.054)	-0.023 (0.045)	8.575 (7.479)
Año ₅	15.170** (6.076)	0.790*** (0.148)	-0.499*** (0.109)	-0.297*** (0.058)	-0.037 (0.042)	14.628** (6.031)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	39	39	39	39	39	39
Número de países	6	6	6	6	6	6
Número de años	16	16	16	16	16	16

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.

*** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

(A) Se incluyen empresas de los siguientes países: Croacia, República Checa, Grecia, Latvia, Romania, Rusia y Turquía.

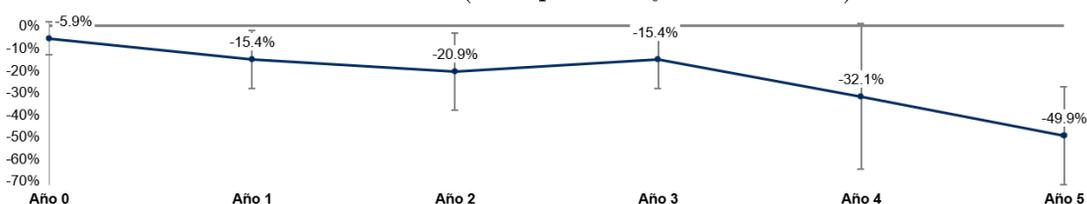
Figura 9: Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Europa excluyendo Polonia)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

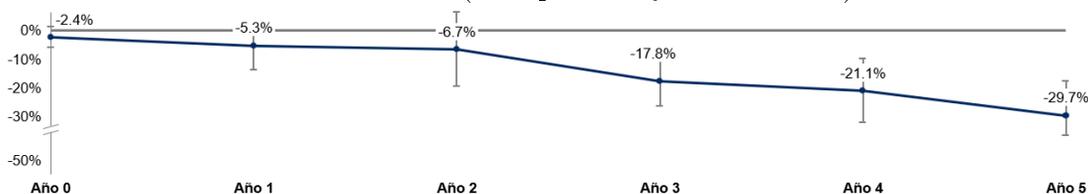
Figura 10: Niveles de COGS/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Europa excluyendo Polonia)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

Figura 11: Niveles de SGA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (Europa excluyendo Polonia)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

El Cuadro 10 presenta el efecto que tiene la intervención de los activistas sobre el FCF y sus componentes para las empresas de África del Sur. Se puede observar que el FCF disminuye a partir del año después de la intervención. Esto es explicado

por una mejora progresiva en el EBITDA pero contrarrestado por un mayor uso del capital de trabajo para operar. Ahora bien, se observa un comportamiento particular en los componentes del EBITDA, por un lado los COGS aumentan a partir de la intervención de los activistas, lo cual es un resultado contraproducente; sin embargo vemos que el SGA baja considerablemente hasta contrarrestar este efecto. Esto es explicado por dos razones: (i) en efecto sí hay una disminución en los SGA, (ii) pero además en África del Sur se dio un cambio en las normas contables en el 2012⁹ lo cual hace que algunos costos que se reportaban como gastos administrativos, pasen a reportarse como costos de producción.

Por último para Asia, se encontró que la intervención de los activistas tiene un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre el Flujo de Caja (FCF). Se observa además, que ese cambio a la baja del FCF viene influenciado por un mayor uso de capital de trabajo para las operaciones. Por el lado del EBITDA, no existe evidencia estadística para decir que este mejore o empeore después de la intervención. Este resultado se alinea con las conclusiones obtenidas por Huang y Rui (2016), quienes mencionan que los inversores institucionales chinos tienen influencia insignificante en el gobierno corporativo de las empresas. Estos autores dicen que esto puede estar relacionado con la poca participación accionaria que tienen los activistas en las empresas y que además sus acciones están limitadas a dar comentarios pequeños sobre las decisiones corporativas. Ahora bien, sí se observa un aumento en el capital de trabajo de estas empresas en Asia luego de la intervención de los activistas; esto se puede deber a cambios en los contratos con proveedores y clientes para mejorar sus condiciones y tratar de hacer crecer la empresa utilizando esta palanca.

Como se observa, los resultados de África del Sur y Asia son particularmente diferentes a las otras regiones geográficas. Los datos de estos países pueden estar arrojando resultados particulares por la calidad misma de los datos, dado que las regulaciones contables y financieras en estos países no son necesariamente estrictas

⁹<https://www.iasplus.com/en/news/2012/march/south-africa-standard-setting-arrangements-change-sa-gaap-to-be-discontinued>

como en otros países más desarrollados; esto forma parte de las limitaciones de esta investigación.

Cuadro 10: Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (África del Sur)

Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	0.178 (0.133)	0.031 (0.022)	0.052*** (0.018)	-0.090*** (0.027)	-0.017 (0.134)	0.021 (0.016)
Año ₁	-0.073 (0.120)	0.065** (0.028)	0.060** (0.029)	-0.112*** (0.033)	0.270** (0.133)	0.007 (0.021)
Año ₂	-0.097 (0.118)	0.052 (0.038)	0.059* (0.034)	-0.120*** (0.042)	0.290** (0.113)	-0.029 (0.026)
Año ₃	-0.166 (0.107)	0.065** (0.031)	0.074* (0.038)	-0.135*** (0.040)	0.293** (0.119)	-0.020 (0.026)
Año ₄	-0.066 (0.212)	0.085** (0.040)	0.118** (0.047)	-0.220*** (0.042)	0.194 (0.214)	-0.023 (0.028)
Año ₅	-0.351** (0.139)	0.110** (0.043)	0.085 (0.063)	-0.193*** (0.038)	0.503*** (0.146)	-0.036 (0.030)
Año ₆	-0.320** (0.149)	0.115** (0.043)	0.091 (0.063)	-0.247*** (0.054)	0.445** (0.171)	-0.034 (0.028)
Año ₇	-0.245 (0.226)	0.174** (0.075)	0.106* (0.053)	-0.196*** (0.046)	0.444** (0.208)	-0.022 (0.033)
Año ₈	-0.146 (0.179)	0.030 (0.047)	0.203*** (0.051)	-0.192*** (0.050)	0.343 (0.208)	-0.060* (0.034)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	47	47	47	47	47	47
Número de países	1	1	1	1	1	1
Número de años	16	16	16	16	16	16

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.

*** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

Cuadro 11: Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Asia)

Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	-0.057 (0.037)	-0.086*** (0.021)	0.021 (0.013)	0.051*** (0.014)	-0.019 (0.029)	-0.023 (0.021)
Año ₁	-0.072* (0.040)	-0.064** (0.029)	0.031 (0.020)	0.026 (0.024)	0.049 (0.037)	-0.002 (0.011)
Año ₂	-0.183*** (0.060)	-0.007 (0.029)	0.008 (0.021)	-0.013 (0.027)	0.181*** (0.049)	-0.012 (0.019)
Año ₃	-0.216** (0.109)	0.020 (0.034)	0.016 (0.028)	-0.046 (0.030)	0.234** (0.113)	-0.011 (0.018)
Año ₄	-0.185*** (0.060)	-0.005 (0.040)	0.064* (0.037)	-0.031 (0.035)	0.155*** (0.052)	-0.048** (0.024)
Año ₅	-0.199*** (0.066)	-0.061 (0.056)	0.049 (0.041)	-0.000 (0.034)	0.221*** (0.074)	-0.059** (0.027)
Año ₆	-0.405*** (0.085)	-0.116** (0.058)	0.066 (0.054)	-0.025 (0.037)	0.288*** (0.092)	-0.081*** (0.029)
Año ₇	-0.292 (0.222)	-0.508 (0.309)	0.099 (0.151)	-0.007 (0.036)	-0.047 (0.383)	-0.103*** (0.030)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	193	193	193	193	193	193
Número de países	4	4	4	4	4	4
Número de años	16	16	16	16	16	16

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.
(A) Se incluyen empresas de los siguientes países: China, Malasia, Kazajstán y Rusia.

Como último análisis para esta sección, se corrió el mismo modelo econométrico para las industrias que contaran con una muestra representativa, estas son: compañías Industriales, de Tecnologías de la Información y de Biotecnología & Farmacéuticas. En resumen, se encuentra que para las primeras dos industrias (Industriales y Tecnologías de la Información) el EBITDA aumenta luego de la intervención de los inversionistas, y en las empresas de Biotecnología & Farma-

céuticas sucede lo contrario; esto se puede observar en la Figura 12.

Para compañías Industriales, se observa en el Cuadro 12 que el EBITDA aumenta en el año 3 por 5.6 puntos porcentuales, e incluso en el año 5 llega a ser 10.5 puntos porcentuales mayor que en los años previos a la intervención. Además, se observa un aumento del 14 puntos porcentuales en el capital de trabajo en el año de intervención (Año 0); el capital de trabajo llega a ser 45 y 35 puntos porcentuales mayor en los años 3 y 4 luego de la intervención. Cuando se examinan los datos a detalle, se observa que es explicado por dos razones principales (i) aumento en el volumen los inventarios, (ii) cambios en los días mejores términos de pago con los clientes para incentivar la ventas.

Para las empresas de Tecnologías de la Información, se encuentra que efectivamente hay un efecto positivo en el del flujo de caja (FCF), especialmente en los años 1, 2 y 4 luego de la intervención, por una magnitud de 25, 9.4 y 20.9 puntos porcentuales respectivamente. Como se observa en el Cuadro 13, este aumento se ve explicado por un EBITDA mayor desde el mismo año de la intervención y por una reducción de las inversiones de capital (Capex).

Para empresas de Biotecnología & Farmacéuticas, se observa que la intervención de los activistas tiene un efecto negativo en el EBITDA, i.e., en el año de la intervención, el EBITDA es 10 puntos porcentuales menor a años previos a la intervención. Inclusive, el EBITDA se vuelve 20 y 23 puntos porcentuales más bajo en los años 4 y 5 después de la intervención en comparación a los años previos a la intervención. Esto es un hallazgo importante, ya que demuestra que históricamente los activistas no hay podido incrementar el rendimiento de empresas de la Biotecnología & Farmacéuticas, lo cual puede ser explicado porque estas empresas tienden a ser reguladas por los gobiernos y no pueden hacer restructuración de costos (e.g., cortes de personal) o incrementar los precios (e.g., precios de servicios hospitalarios).

Cuadro 12: Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Industrial)

Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	-0.176** (0.069)	-0.006 (0.013)	0.020 (0.013)	-0.018 (0.014)	0.136* (0.072)	-0.043 (0.030)
Año ₁	-0.024 (0.294)	-0.043 (0.036)	0.054** (0.025)	-0.017 (0.029)	0.192** (0.075)	0.197 (0.298)
Año ₂	0.149 (0.447)	0.056** (0.021)	0.007 (0.019)	-0.083*** (0.026)	0.221*** (0.079)	0.351 (0.458)
Año ₃	-0.014 (0.562)	0.055** (0.026)	0.0037 (0.027)	-0.108*** (0.033)	0.453** (0.219)	0.381 (0.501)
Año ₄	0.455 (0.924)	0.062 (0.042)	0.087* (0.047)	-0.083* (0.044)	0.352*** (0.113)	0.780 (0.921)
Año ₅	1.085 (1.264)	0.105* (0.054)	-0.036 (0.042)	-0.056 (0.058)	0.233 (0.158)	1.423 (1.508)
Año ₆	1.574 (2.670)	0.097 (0.084)	-0.021 (0.036)	-0.277*** (0.057)	0.949* (0.514)	2.519 (2.577)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	74	74	74	74	74	74
Número de países	5	5	5	5	5	5
Número de años	13	13	13	13	13	13

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.
 *** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

Cuadro 13: Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes
(Tecnologías de la Información)

Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	0.080 (0.058)	0.123*** (0.030)	-0.124*** (0.040)	0.020 (0.037)	-0.073 (0.048)	-0.059** (0.037)
Año ₁	0.250*** (0.047)	0.184*** (0.045)	-0.089 (0.088)	-0.051 (0.062)	-0.189*** (0.035)	-0.046 (0.047)
Año ₂	0.094* (0.048)	0.327*** (0.048)	-0.206** (0.085)	-0.085 (0.083)	-0.012 (0.043)	-0.104** (0.041)
Año ₃	-0.005 (0.047)	0.425*** (0.031)	-0.253** (0.095)	-0.132* (0.077)	0.147*** (0.036)	-0.104** (0.045)
Año ₄	0.209*** (0.046)	0.481*** (0.044)	-0.253** (0.108)	-0.178* (0.095)	-0.036 (0.036)	-0.099** (0.048)
Año ₅	0.192 (0.171)	0.512** (0.196)	-0.338** (0.150)	-0.142 (0.130)	0.032 (0.044)	-0.084 (0.050)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	32	32	32	32	32	32
Número de países	3	3	3	3	3	3
Número de años	15	15	15	15	15	15

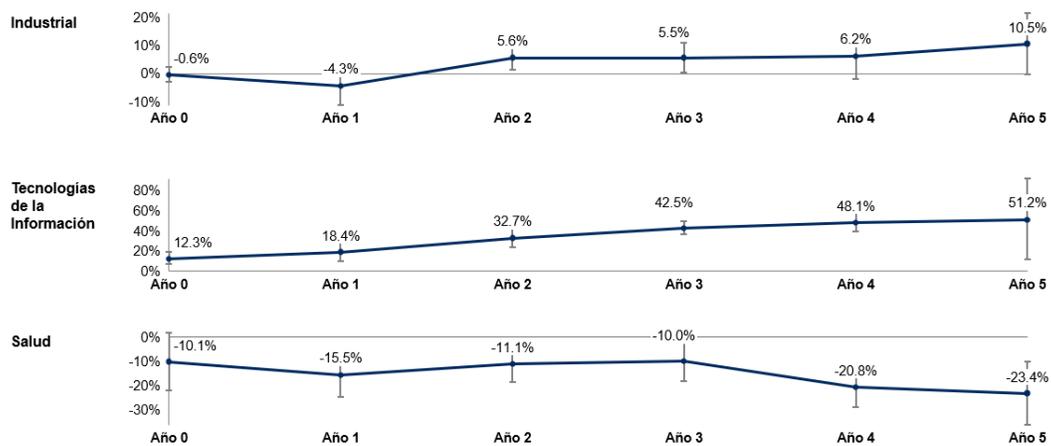
Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.
*** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

Cuadro 14: Efecto de los inversionistas activistas sobre el FCF y sus componentes (Biotecnología & Farmacéuticas)

Variable independiente	FCF %	EBITDA %	COGS %	SG&A %	Capital de Trabajo %	Capex %
Año ₀	-0.051 (0.064)	-0.101* (0.0560)	0.092*** (0.025)	0.032 (0.028)	0.121* (0.068)	0.089** (0.037)
Año ₁	-0.092 (0.083)	-0.155*** (0.045)	0.068** (0.030)	0.070** (0.029)	0.112*** (0.037)	0.083* (0.044)
Año ₂	0.155 (0.128)	-0.111*** (0.036)	0.044 (0.036)	0.075*** (0.021)	-0.149 (0.089)	0.048 (0.051)
Año ₃	-0.054 (0.106)	-0.100* (0.040)	0.065 (0.039)	0.036** (0.015)	0.048 (0.073)	0.038 (0.052)
Año ₄	-0.134 (0.159)	-0.208*** (0.039)	0.113** (0.046)	0.096*** (0.025)	0.121 (0.108)	0.066 (0.067)
Año ₅	-0.076 (0.177)	-0.234*** (0.061)	0.143** (0.061)	0.125*** (0.028)	0.036 (0.091)	0.057 (0.061)
Controles anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Número de demandas	16	16	16	16	16	16
Número de países	3	3	3	3	3	3
Número de años	15	15	15	15	15	15

Fuente: Elaboración propia. Datos en paréntesis hacen referencia al error estándar.
 *** significativo al 99 %, ** significativo al 95 %, * significativo al 90 %

Figura 12: Niveles de EBITDA/ Ventas en comparación con el nivel promedio previo a la intervención de los activistas (por industria)



Fuente: Elaboración propia con datos de Activist Insight y Capital IQ

Nota: Intervalos de confianza al 95 %

6. Conclusiones

Como se mencionó en la introducción, existen más de 73 estudios empíricos, los cuales en su mayoría, encuentran beneficios económicos positivos del activismo sobre el valor de las operaciones de las empresas. Hasta ahora, el mayor enfoque se había dado en regiones desarrolladas (e.g. Estados Unidos, países europeos de renta alta); sin embargo, con los resultados de este estudio, se comprueba que también existen beneficios del activismo en países de renta media - baja, especialmente para América Latina y para países europeos de renta media (excluyendo a Polonia).

Haciendo uso de modelos de panel de efectos fijos, se determinó que el activismo de los inversionistas no tiene un efecto estadísticamente significativo en el flujo de caja de las empresas; sin embargo, cuando se analiza el flujo de caja a detalle, sí se encuentra un efecto positivo en algunos de sus componentes, i.e., el EBITDA en la mayoría de los casos y el capital de trabajo en algunos de los casos. El Capex (tercer componente del flujo de caja) no presenta tener un cambio estadísticamente significativo luego de la intervención de las empresas.

Para el EBITDA específicamente, su mejora es explicada por una reducción de los gastos operativos (SGA) y de los costos de producción (COGS). Los resultados de toda la muestra analizada arrojan que el EBITDA aumenta en los años 1, 2, 3 y 4 después de la intervención por 0.4, 4.0, 6.2 y 5.1 puntos porcentuales respectivamente, en comparación con el promedio a los años previos a la intervención. Estos resultados se alinean con lo encontrado por Brav et. al (2008), quienes demuestran que el EBITDA de las empresas crece entre 4.7 a 5.8 puntos porcentuales en el segundo año luego de la intervención, y Gantchev et al. (2015) que encuentran que el EBITDA sube 3.9 puntos porcentuales el año siguiente a la intervención del activista. En línea con estas mismas investigaciones, la mejora en rentabilidad de las empresas (i.e. margen EBITDA) se da de una manera paulatina, que en este estudio puede notarse a partir del segundo año después de la intervención, y en el caso de empresas latinoamericanas, a partir del primer año

de la intervención. Para el Capital de Trabajo específicamente, se encuentra que este aumenta 3.9, 7.0, 13.8, 14.1, 13.4, 16.6 y 38.0 puntos porcentuales en los años posteriores a la intervención; este hallazgo también es nuevo para la literatura, ya que las principales variables de estudio habían sido el EBITDA y ROA.

Este estudio también muestra hallazgos por industria. Primero, para todas las industrias, no se encuentra evidencia para determinar si el Flujo de Caja y sus componentes el capital de trabajo y el Capex cambian luego de la intervención de los inversionistas. Sin embargo, sí se encuentran resultados estadísticamente significativos de cambios en el EBITDA por industria.

Por ejemplo las compañías Industriales tienen un aumento del EBITDA entre 5 a 6 puntos porcentuales en los años 2 al 4 luego de la intervención, (ii) las compañías de Información de Tecnología tienen un aumento del flujo de caja del 20 puntos porcentuales en el año 4 luego de la intervención, explicado por aumento en el EBITDA del 40 puntos porcentuales y una reducción en las inversiones del 10 puntos porcentuales, y (iii) existe evidencia estadística para mostrar que el rendimiento de las empresas de Biotecnología & Farmaceuticas baja entre 10 a 23 puntos porcentuales entre los años 1 y 5 luego de la intervención de inversionistas activistas. Una limitación de esta investigación es que no se cuenta con un alto número de observaciones por industria, lo cual restringe la posibilidad de obtener resultados más robustos por industria e incluso poder realizar estimaciones subindustria, en donde las compañías son más similares entre ellas.

Hacia el futuro, existen al menos 3 líneas de investigación que pueden emerger de este estudio. El primer lugar, se podría realizar un análisis de casos, i.e., tomar ejemplos específicos de empresas cuyo rendimiento operativo haya aumentando luego de la intervención y entender a detalle cuales fueron las acciones de los activistas que ayudaron a mejorar el rendimiento de las empresas. Esto permitiría entender a más detalle las estrategias usadas por los activistas, algo que no se puede observar solamente mediante un análisis de datos de panel.

La segunda potencial línea de investigación sería entender el rendimiento operativo de las empresas incluso antes de la intervención de los activistas, i.e., el

efecto en el año $t-1$, $t-2$, $t-3$. Esto permitiría comprender (i) si lo activistas intervienen a las empresas cuando su rendimiento es estable o cuando esta decreciendo en el tiempo y además (ii) si después de la intervención las empresas alcanzan un rendimiento igual o mayor a su mejor rendimiento histórico. Adicionalmente, este análisis sería interesante realizarlo mediante la metodología innovadora de Goodman-Bacon (2021), quien propone un modelo de diferencias en diferencias para observaciones cuyos eventos pasan en diferentes momentos en el tiempo, como es el caso de las intervenciones de los activistas.

Como tercera línea de investigación, en el mediano plazo (5 años), sería interesante repetir este estudio pero incluyendo los efectos del COVID-19. Esto permitiría determinar si los activistas siguieron realizando intervenciones a empresas y si estas tuvieron un efecto beneficioso sobre el rendimiento de las empresas.

Referencias

Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, y Wei Jiang. The long-term effects of hedge fund activism. No. w21227. National Bureau of Economic Research, 2015.

Bhandari, Shyam B. y Mollie T. Adams. "On the definition, measurement, and use of the free cash flow concept in financial reporting and analysis: a review and recommendations." *Journal of Accounting and Finance* 17, no. 1 (2017).

Bizjak, John M., y Christopher J. Marquette. "Are shareholder proposals all bark and no bite? Evidence from shareholder resolutions to rescind poison pills." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, no. 4 (1998): 499-521.

Boyson, Nicole M., y Robert M. Mooradian. "Corporate governance and hedge fund activism." *Review of Derivatives Research* 14, no. 2 (2011): 169-204.

Bradley, Michael, Alon Brav, Itay Goldstein, and Wei Jiang. "Activist arbitrage: A study of open-ending attempts of closed-end funds." *Journal of Financial Economics* 95, no. 1 (2010): 1-19.

Brav, Alon, Wei Jiang, y Hyunseob Kim. "Hedge fund activism: A review." *Foundations and Trends in Finance* 4, no. 3 (2010): 185-246.

Brav, Alon, Wei Jiang, y Hyunseob Kim. "The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes." *The Review of Financial Studies* 28, no. 10 (2015): 2723-2769.

Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, y Randall Thomas. "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance." *The Journal of Finance* 63, no. 4 (2008): 1729-1775.

Cai, Jie, y Ralph A. Walkling. "Shareholders' say on pay: Does it create value?." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, no. 2 (2011): 299-339.

Carey Christine, Greer Brian, Rojas Roberto y Strott Elizabeth. "Shareholder activism Who, what, when, and how?" *Price Waterhouse Coppers* (2015).

Carleton, Willard T., James M. Nelson, y Michael S. Weisbach. "The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF." *The Journal of Finance* 53, no. 4 (1998): 1335-1362.

Clifford, Christopher P. "Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists." *Journal of Corporate Finance* 14, no. 4 (2008): 323-336.

Corum, Adrian Aycan, y Doron Levit. "Corporate control activism." *Journal of Financial Economics* (2019).

Del Guercio, Diane, y Jennifer Hawkins. "The motivation and impact of pension fund activism." *Journal of financial economics* 52, no. 3 (1999): 293-340.

Del Guercio, Diane, Laura Seery, y Tracie Woidtke. "Do boards pay attention when institutional investor activists "just vote no"?.*" Journal of Financial Economics* 90, no. 1 (2008): 84-103.

Denes, Matthew R., Jonathan M. Karpoff, y Victoria B. McWilliams. "Thirty years of shareholder activism: A survey of empirical research." *Journal of Corporate Finance* 44 (2017): 405-424.

Ertimur, Yonca, Fabrizio Ferri, y Volkan Muslu. "Shareholder activism and CEO pay." *The Review of Financial Studies* 24, no. 2 (2010): 535-592.

Faleye, Olubunmi. "Cash and corporate control." *The Journal of Finance* 59, no. 5 (2004): 2041-2060.

Ferri, Fabrizio, y Tatiana Sandino. "The impact of shareholder activism on financial reporting and compensation: The case of employee stock options expensing." *The Accounting Review* 84, no. 2 (2009): 433-466.

Gantchev, Nickolay, Oleg Gredil, y Chotibhak Jotikasthira. "Governance under the gun: Spillover effects of hedge fund activism." *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper* 562 (2018).

Gantchev, Nickolay, y Chotibhak Jotikasthira. "Institutional trading and hedge fund activism." *Management Science* 64, no. 6 (2017): 2930-2950.

González, Tanja Artiga, and Paul Calluzzo. "Clustered shareholder activism." In *Tinbergen Institute Working Paper*. 2016.

Goodman-Bacon, Andrew. "Difference-in-differences with variation in treatment timing." *Journal of Econometrics* 225, no. 2 (2021): 254-277.

Greenwood, Robin, y Michael Schor. "Investor activism and takeovers." *Journal of Financial Economics* 92, no. 3 (2009): 362-375.

Huang, Shaokai, y Rui Xie. "Impact Of Shareholder Activism On Corporate Governance In China: Evidence From Companies Listed On The Shenzhen Stock Exchange" A" Shares." *European Scientific Journal* 12, no. 1 (2016).

Kahan, Marcel, y Edward B. Rock. "Hedge funds in corporate governance and corporate control." In *Corporate Governance*, vol. 389, no. 461, pp. 389-461. ROUTLEDGE in association with GSE Research, 2009.

Karpoff, Jonathan M., Paul H. Malatesta, y Ralph A. Walkling. "Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence." *Journal of financial economics* 42, no. 3 (1996): 365-395.

Klein, April, y Emanuel Zur. "The impact of hedge fund activism on the target firm's existing bondholders." *The Review of Financial Studies* 24, no. 5 (2011): 1735-1771.

Klein, April, y Emanuel Zur. "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors." *The Journal of Finance* 64, no. 1 (2009): 187-229.

Lefort Gorchs, Fernando. "Corporate governance: challenges for Latin America." (2000).

Nekhili, Mehdi, Ines Fakhfakh Ben Amar, Tawhid Chtioui, y Faten Lakhali. "Free cash flow and earnings management: The moderating role of governance and ownership." *Journal of Applied Business Research (JABR)* 32, no. 1 (2016): 255-268.

Renneboog, Luc, y Peter G. Szilagyi. "The role of shareholder proposals in corporate governance." *Journal of Corporate Finance* 17, no. 1 (2011): 167-188.

Rehbein, Kathleen, Sandra Waddock, and Samuel B. Graves. "Understanding shareholder activism: Which corporations are targeted?." *Business & Society* 43, no. 3 (2004): 239-267.

Smith, Michael P. "Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS." *The Journal of Finance* 51, no. 1 (1996): 227-252.

Starks, Laura T. "Corporate governance and institutional investors: implications for Latin America." (2000).

Strickland, Deon, Kenneth W. Wiles, y Marc Zenner. "A requiem for the USA Is small shareholder monitoring effective?." *Journal of Financial Economics* 40, no. 2 (1996): 319-338.

Wahal, Sunil. "Pension fund activism y firm performance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, no. 1 (1996): 1-23.

Wahal, Sunil, Kenneth W. Wiles, y Marc Zenner. "Who opts out of state anti-takeover protection?: The case of Pennsylvania's SB 1310." *Financial Management* (1995): 22-39..

Wood, Donna J. "Corporate social performance revisited." *Academy of management review* 16, no. 4 (1991): 691-718.

Wooldridge, Jeffrey M. *Introductory econometrics: A modern approach*. Nelson Education, 2016.

Wu, YiLin. "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* 10, no. 1 (2004): 199-227.

Zhu, Caroline. "The preventive effect of hedge fund activism." Available at SSRN 2369533 (2013).