



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Estrategias de inversión activista.

**El caso del fondo activista *The
Children's Investment Fund***

Autora: María Marzo González

Director: Jacobo Osorio Pitarch

RESUMEN

El activismo en el ámbito de las inversiones es una realidad creciente que se ha ido adentrando cada vez más en la forma de gestión y administración de una empresa. El activismo accionarial impulsado principalmente por fondos de cobertura y tradicionalmente agresivo está evolucionando hacia un activismo que prioriza aspectos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo, además del objetivo de generar ganancias para los inversores. Asimismo, inversores más tradicionales y conservadores empiezan a incorporar prácticas activistas a sus estrategias de inversión. Dentro de este contexto, se pretende estudiar el caso de un fondo de cobertura activista conocido como *The Children's Investment Fund*, y las razones que le han llevado a conseguir tal creación de valor en sus inversiones a lo largo de los años. A partir de la elaboración de un análisis de sus estrategias activistas, el perfil de las empresas en las que participa como accionista y sus patrones comunes de creación de valor se tratará de arrojar algo de luz sobre esta nueva vertiente de activismo sostenible y con un enfoque a largo plazo.

PALABRAS CLAVE

Activismo, inversor activista, accionista, fondos de cobertura, TCI, fusiones y adquisiciones, creación de valor, campaña activista.

ABSTRACT

Investment activism is a fast-growing phenomenon that has become more and more embedded in the way a company is managed and administered. Traditionally aggressive, hedge fund-driven shareholder activism is evolving into a type of activism that prioritizes social, environmental and corporate governance issues in addition to the goal of generating returns for investors. Furthermore, traditional and conservative investors are beginning to incorporate activist practices into their investment strategies. Within this context, we intend to study the case of an activist hedge fund known as The Children's Investment Fund, and the reasons that have enabled it to achieve such value creation in its investments over the years. Based on an analysis of its activist strategies, the profile of the companies in which it participates as a shareholder and their common patterns of value creation, we will try to shed some light on this new approach to sustainable activism with a long-term focus.

KEY WORDS

Activism, activist investor, shareholder, hedge fund, TCI, mergers and acquisitions, value creation, activist campaign.

ACRÓNIMOS

CIFF: The Children's Investment Fund Foundation

CNMV: Comisión Nacional de Mercados y Valores

CNR: Canadian National Railway

ESG: Environmental, Social and Governance

FTSE: Financial Times Stock Exchange

ICC: Instituciones de Inversión Colectiva

M&A: Mergers and Acquisitions

MSCI: Morgan Stanley Capital International

S&P 500: Standard & Poor's 500

SEC: Securities and Exchange Commission

TCI: The Children's Investment Fund

TIR: Tasa Interna de Rentabilidad

WSJ: Wall Street Journal

Tabla de contenido

1. INTRODUCCIÓN	9
1.1. Contexto	9
1.2. Objetivos de la investigación	10
1.3. Metodología	11
2. INVERSIÓN ACTIVISTA	11
2.1. Concepto de inversión activista	11
2.2. Evolución histórica	13
2.2.1. Orígenes del activismo	13
2.2.2. Evolución en Europa	14
2.2.3. Evolución en Estados Unidos	16
2.3. Tipos de inversores activistas	19
3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN	22
3.1. Análisis de estrategias activistas	22
3.2. Perfil de empresas seleccionadas para invertir	31
4. THE CHILDREN’S INVESTMENT FUND (TCI)	36
4.1. Introducción a Chris Hohn como fundador y gestor del fondo	36
4.2. Descripción del fondo y evolución histórica	38
4.3. Análisis de la estrategia de gestión activa de TCI	42
4.3.1. Principales empresas participadas	42
4.3.2. Estrategias de creación de valor	44
4.3.3. Influencia en la toma de decisiones de las compañías	47
4.4. Comparación entre TCI y el fondo Elliot: perfil de compañías participadas, tipo de activismo, palancas de creación de valor	49
4.4.1. Descripción de Elliot Management y Paul Singer	49
4.4.2. Tipo de activismo y palancas de creación de valor	50
5. CREACIÓN DE VALOR PARA LOS DIFERENTES AGENTES	52

5.1.	Creación de valor para los inversores	52
5.2.	Creación de valor para los empleados y la sociedad en su conjunto	53
5.3.	Patrones comunes de creación de valor	54
6.	CONCLUSIONES	57
7.	BIBLIOGRAFÍA	61

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Figura n.º 1: Evolución del número de campañas activistas en Europa.....	p. 15
Figura n.º 2: Campañas iniciadas desde 2018 hasta 2022 divididas por regiones del mundo	p. 17
Figura n.º 3: Porcentaje de propuestas de accionistas presentadas por grupos de inversores de perfil más conservador en el S&P 500	p. 18
Figura n.º 4: Clasificación de los principales fondos activistas en 2022 según su agresividad en términos de publicidad de sus campañas	p. 20
Figura n.º 5: Tipos de campañas activistas en Europa desde 2015 hasta 2021.....	p. 25
Figura n.º 6: Número de demanda de “asientos” en el consejo de administración de las empresas	p. 28
Figura n.º 7: Resultados de las demandas de “asientos” en los consejos de administración en Europa	p. 29
Figura n.º 8: Motivos que respaldan la demanda de creación de valor de los inversores activistas en EE. UU entre 2006 y 2023	p. 29
Figura n.º 9: Número de empresas que han recibido demandas activistas en relación con los factores ESG entre 2020 y 2021	p. 30
Figura n.º 10: Campañas activistas en función del sector durante el primer semestre de 2022 y su evolución en comparación con 2021	p. 32
Figura n.º 11: Número de empresas objetivo de los activistas según su capitalización bursátil	p. 33
Figura n.º 12: Importancia de las características de las empresas que se convierten en objetivos de las campañas activistas	p. 35
Figura n.º 13: Ranking de fondos en función de las ganancias netas durante 2021 ..	p. 37
Figura n.º 14: Principales inversiones de TCI en infraestructura en Europa entre 2015 y 2019 y la evolución del precio de las acciones.....	p.40

Figura n.º 15: Comparativa del porcentaje de beneficios obtenidos por S&P 500 y el fondo TCI tras la crisis financiera de 2008 y en el último año 2023p. 41

Figura n.º 16: Evolución del precio de las acciones de las empresas españolas en las que TCI ha invertido recientementep. 43

Figura n.º 17: Porcentaje de las distintas campañas elaboradas por TCI desde 2003 hasta 2019p. 45

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Contexto

En un contexto en el que el gobierno corporativo cada vez juega un papel más importante en el ámbito de la empresa, aparece en escena un tipo de accionista caracterizado por una vocación de participar en el conjunto de decisiones empresariales. Este tipo de inversor busca la creación de valor a través de la influencia en el gobierno de las sociedades, generalmente cotizadas. El activismo accionarial es ya una tendencia global creciente, que se ha ido extendiendo principalmente por Europa, Estados Unidos, y Asia, y cada vez son más las empresas que son objeto de estrategias activistas.

El término activismo en la actualidad engloba elementos distintos a los que identificaban hace diez o quince años a este tipo de accionista o inversor. Hay autores que hablan de revitalización de la junta de accionistas, con una connotación positiva, mientras que otros aluden a los peligros del activismo accionarial, principalmente por la creencia de que posee una visión meramente económica y cortoplacista. Existe, por tanto, un debate dentro de la comunidad inversora acerca de los problemas vs. beneficios que se derivan de un perfil inversor activista.

El objeto de estudio de este trabajo gira en torno a un fondo de inversión, en concreto un fondo de cobertura, o *hedge fund*, conocido como *The Children's Investment Fund* (en adelante, "TCI"), que destaca por su enfoque activista y filantrópico, impulsado en gran medida por su fundador y gestor, Chris Hohn. A partir del análisis del caso de TCI, se aspira a concretar las principales estrategias activistas de creación de valor, y el perfil de las empresas objetivo, así como la evolución y tendencias futuras que van redefiniendo el activismo del siglo XXI. En especial, se tratará de arrojar algo de luz sobre esa nueva visión activista, muy presente en TCI, que prioriza aspectos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo, además del ya conocido factor económico.

El trabajo se centra, sobre todo, en torno a estrategias activistas de inversores institucionales, principales actores de la inversión activista; aunque en la práctica también existen accionistas minoritarios, organizaciones no gubernamentales (ONG's), sindicatos y asesores de voto, entre otros, que desempeñan estrategias semejantes.

1.2. Objetivos de la investigación

Todos los objetivos de la presente investigación giran en torno al estudio de la inversión activista, o activismo accionarial. El objetivo principal del trabajo es el análisis del fondo de cobertura mencionado, TCI, pero también se busca proporcionar una visión general del contexto actual del activismo en Europa y Estados Unidos, principalmente. Los objetivos de la investigación podrían agruparse en los siguientes puntos:

- Estudio del concepto de la inversión activista, junto con sus orígenes y evolución en Europa y Estados Unidos.
- Estudio de las principales estrategias de creación de valor de los fondos de inversión activistas y el perfil de las empresas objetivo de estos inversores.
- Aportación de una clasificación propia de los tipos de inversores activistas.
- Análisis detallado del Fondo TCI, desde la influencia de su fundador y gestor, Chris Hohn, hasta sus estrategias de gestión y creación de valor y sus últimas campañas activistas.
- Comparativa entre dos grandes fondos activistas, TCI vs. Elliot Management, para observar las diferencias en sus enfoques, formas de creación de valor e impacto generado en las empresas de sus portfolios a corto y largo plazo.
- Análisis del impacto de la inversión activa en las empresas objetivo, evaluando las rentabilidades y el desempeño en el corto y largo plazo, la influencia en la toma de decisiones estratégicas y principales consecuencias para los inversores, empleados, accionistas y la propia sociedad.
- Conclusiones finales sobre la inversión activista y conclusiones específicas en sobre TCI y su influencia en la comunidad de inversores activistas, junto con algunas tendencias futuras del propio fondo y del activismo accionarial en general.

1.3. Metodología

En el desarrollo de este trabajo, teniendo en cuenta la naturaleza y objetivos, se ha utilizado una metodología descriptiva e inductiva, yendo de lo más general a lo más específico.

En primer lugar, se ha llevado a cabo una búsqueda exhaustiva de información, que comprende la revisión y lectura de literatura en relación con el activismo accionario y al fondo en cuestión. Se ha hecho uso de numerosas fuentes bibliográficas, entre las que destacan revistas de economía y finanzas (como el *Journal of Corporate Finance*) y estudios e informes realizados por universidades internacionales de prestigio (como *Harvard Law School*) además de un número abundante de artículos de periódicos, noticias y páginas webs de inversión y economía.

En segundo lugar, nos hemos decantado por un análisis cualitativo de la información, con métodos descriptivos que han permitido contextualizar y crear un marco teórico. Además, a través de las estadísticas y resultados extraídos de bases de datos como Bloomberg, FactSheet, Morningstar y SharkRepellent, se han realizado varios análisis para crear gráficos y otras figuras que reflejen diversos aspectos de la inversión activista y el impacto de esta en las empresas.

En tercer lugar, en base a la descripción y análisis detallado, se ha ordenado e interpretado la información para obtener una serie de conclusiones finales, en un intento de aportar cierto valor al objeto de estudio.

2. INVERSIÓN ACTIVISTA

2.1. Concepto de inversión activista

El concepto más generalizado de inversión activista pasa por identificar empresas que presenten un desempeño bajo o infravalorado, con el fin de impulsar su recuperación y así obtener una rentabilidad con la apreciación de valor y subida del precio de las acciones o participaciones (Wall Street Prep, 2024). No obstante, a lo largo del trabajo se analizará cómo de importante es el tamaño o el *performance* de las empresas objetivo, para así discernir si realmente el blanco principal de los activistas es efectivamente el de empresas de bajo rendimiento, o si, por el contrario, cualquier empresa puede ser objeto de actuaciones activistas.

El activismo bebe, en primer lugar, de uno de los objetivos principales comunes de cualquier inversor, esto es, la creación de valor. No obstante, el activismo supone un nivel de involucración mayor al de un inversor de perfil pasivo, cuyo *modus operandi* es el de replicar un índice bursátil o simplemente adquirir y sentarse encima de una participación en la empresa e ir monitorizando su desempeño, pero sin ejercer su poder como accionista para influir de manera decisiva en la gestión y el futuro de la empresa en cuestión. En definitiva, cuando hablamos de inversión activista o activismo accionarial, y siguiendo el informe de la Alianza Global de Inversión Sostenible, nos referimos al “uso del poder accionarial para influir en el comportamiento corporativo, a través de la intervención directa con la empresa, el envío o apoyo de propuestas o el seguimiento de las recomendaciones de asesores de voto” (*Global Sustainable Investment Alliance*, 2016). Es decir, el activismo accionarial agrupa todas aquellas estrategias de inversión que tratan de influir y modificar la conducta de las empresas a través de un papel activista, en diversos órdenes, por parte de sus inversores (Silos et al, 2019).

Dicho esto, el activismo en el ámbito de las inversiones es un concepto que ha ido evolucionando en función de las tendencias del mercado, factores políticos y económicos y el creciente volumen de transacciones. Esto implica que, cada inversor, en función de su perfil, aversión al riesgo y objetivos, pueda llegar a entender y aplicar el activismo de una manera o de otra. Josh Black, *editor in chief* de Insightia y Diligent Corporation, ya explicaba en 2022 que distintas personas le estaban dando significados distintos al concepto de activismo, desde una estrategia basada en maximizar las rentabilidades hasta un método para impulsar cambios globales a través de las transformaciones en las empresas (Insightia, 2022).

El momento en el que el inversor activista adquiere una participación en el capital de la empresa suele venir precedido de alteraciones en el precio de las acciones, por lo general, un aumento, pues es indicativo de que se avecinan cambios en el futuro (Wei Jiang et al., 2018). Claro está, serán cambios que el inversor activista considera oportunos en base a su propia visión y propósito, que no necesariamente tienen que estar alineados con la estrategia seguida por la empresa, y que pudieran entrar en conflicto con los objetivos del otros, o incluso del resto, de accionistas.

Antes de abordar en mayor profundidad el concepto de inversión activista, procede recalcar de nuevo que la presente investigación queda limitada al ámbito de las instituciones de inversión colectiva, principalmente los fondos de inversión. En España, tales entidades vienen reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (“Ley 35/2003”). Su definición viene recogida en el artículo 1. “*Son Instituciones de Inversión Colectiva (“IIC”, en adelante) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos*” (artículo 1 Ley 35/2003). Las IIC adoptarán la forma de sociedad o fondo de inversión, siendo esta segunda forma la que más interesa para el objeto de estudio.

Dentro de la tipología de los fondos de inversión, existe un tipo de fondo que recibe la denominación de fondo de cobertura, comúnmente conocido en la práctica con la terminología inglesa de *hedge fund*. Este tipo de fondo no encaja dentro de lo que podría considerarse como inversores tradicionales. En efecto, los *hedge funds* siguen un conjunto de estrategias que engloban tanto posiciones largas como cortas, con apalancamiento y financiación, alcanzan a todo tipo de mercados y a una gran variedad de instrumentos financieros en los que invertir (Bookstaber, 2019). El *hedge fund*, por definición, conlleva un gran dinamismo, y combina distintas clases de instrumentos financieros y mercados a medida que van aumentando o disminuyendo sus valores (U.S. Securities and Exchange Commission, 2012). Y dentro de sus distintas estrategias de inversión, a menudo, los *hedge funds* incorporan actuaciones activistas.

2.2. Evolución histórica

2.2.1. Orígenes del activismo

Ya en los años 90 surgieron los primeros indicios de que los inversores institucionales, como fondos de pensiones o de inversión tradicional, podían llegar a involucrarse en decisiones de gestión y administración de las sociedades en las que invertían. No obstante, no fue hasta la década de los 2000 cuando realmente comenzó a crecer este movimiento activista entre los inversores (Sáez Lacave, 2018). Esta realidad activista cobró especial relevancia, sobre todo en España, a partir de la crisis financiera de 2008, que llevó a los

inversores a tomar conciencia del tremendo impacto que podía tener una mala gestión o la falta de comunicación con los órganos de administración.

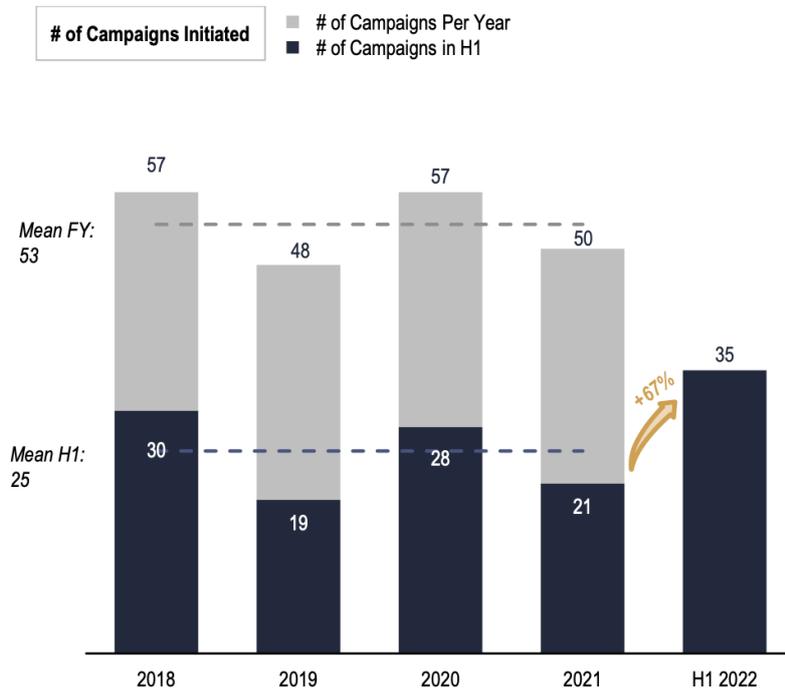
Distinguimos dos principales tendencias que han ido propiciando el interés de los accionistas por involucrarse activamente en las empresas en las que invierten en los últimos años. La primera tendencia es la concentración de gran parte del capital potencialmente inversor en inversores institucionales, en particular, fondos de inversión, en combinación con la transformación del mercado en uno más dinámico, cambiante y con mayor volumen de transacciones. Las inversiones, digamos, individualizadas han mantenido la actitud pasiva, optando por una cartera diversificada de participaciones minoritarias. Esto difiere de la estrategia de los inversores institucionales, que suelen adquirir una mayor participación con el objetivo de influir activamente en las empresas (Sáez Lacave, 2018). Y la segunda tendencia es la aparición de un tipo de inversor, los ya mencionados *hedge funds* y los *private equity funds*, que van a incorporar a sus estrategias de inversión aspectos característicos del activismo, como veremos más adelante.

Cabe destacar que el activismo de los *hedge funds* ha emergido como una forma de activismo de lo más prometedora y con gran potencial, pero también altamente controvertida, lo que nos hace preguntarnos si dicho activismo realmente genera, captura o destruye valor de las empresas (Lipton & Savitt, 2007).

2.2.2. Evolución en Europa

El activismo accionarial continúa creciendo en Europa. En los primeros seis meses de 2022 se lanzaron 35 campañas activistas -que se conozcan- superando con creces los números previos, a pesar de los diversos factores macroeconómicos como la guerra en Ucrania y la exponencial subida de los tipos de interés. La mayoría de las campañas europeas se mantienen en privado o, al menos, las primeras actuaciones, con un acercamiento menos intrusivo del que se suele dar en Estados Unidos. Es general, este enfoque inicial influye positivamente en el desarrollo posterior de la campaña (JP Morgan, 2022).

Figura n.º 1: Evolución del número de campañas activistas en Europa



H1 2022: Primera mitad del año 2022 (enero a junio)

Fuente: Lazard, 2022

En Europa, distinguimos dos tendencias, un tanto opuestas, pues en 2021 se ha vivido la combinación de una intensa búsqueda por parte de las empresas y fondos de capital riesgo (o *private equity*) de *targets* “baratos” o infravalorados, con una creciente oposición a operaciones de M&A por parte de los inversores activistas. Así, los activistas han tratado de promover durante los últimos años, una optimización de las carteras, pero teniendo que enfrentarse a grandes dificultades por la creciente demanda de adquisiciones poco eficientes o con precios infravalorados, a su parecer. Un claro ejemplo es aquel en el que intervinieron Elliot Management y Petrus Advisers, dos fondos activistas, que propusieron escisiones para la empresa de medicamentos Clinigen y la compañía Aareal, de servicios financieros, respectivamente, pero estas, en contra de lo pretendido por los activistas, optaron por vender a empresas de capital riesgo (Insightia, 2022).

Los tres países con una mayor presencia del activismo accionarial durante el 2022 han sido Reino Unido, representando el 37% del total de las 35 campañas¹, seguido de Francia con un 20%, e Italia y España ocupando el tercer puesto, con un 9%. Destaca la pronunciada bajada que se ha visto en Alemania, pasando de reflejar un 15% del conjunto de campañas durante 2019 y 2021, a un 6% en el año 2022 (Lazard, 2022).

En relación con la adquisición de participaciones significativas, los activistas quedan sujetos a ciertos deberes de información en algunos países europeos. Utilizando a España como ejemplo, la adquisición directa o indirecta de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, en un porcentaje igual o superior al 3%, deberá comunicarse a la Comisión Nacional de Mercados y Valores (en adelante, CNMV) y a la empresa correspondiente (Artículo 23 y siguientes del Real Decreto 1362/2007²). Así, vemos como las compañías no deben ser necesariamente informadas con carácter previo de la entrada de un inversor activista como accionista hasta la notificación correspondiente a la CNMV³.

2.2.3. Evolución en Estados Unidos

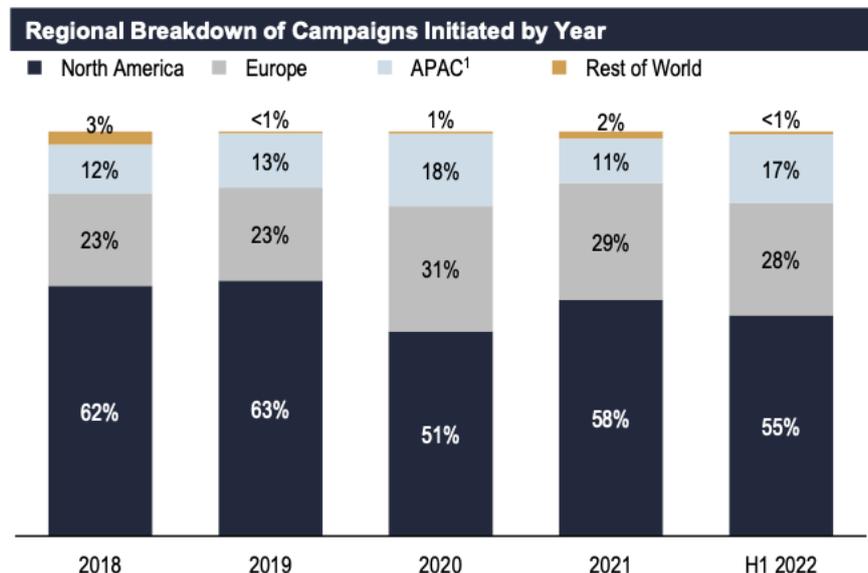
Estados Unidos siempre ha destacado por encima del resto de países debido a sus altos niveles de activismo, con grandes *hedge funds* como Third Point, Bluebell, Elliot Management Corporation o Amber Capital, protagonizando campañas agresivas y presionando internamente a las empresas participadas (JP Morgan, 2022). Aun así, durante el primer semestre de 2022, el activismo accionarial en el país sufrió una importante caída con respecto a años anteriores, como se puede observar en el siguiente gráfico de barras (Lazard, 2022).

¹ Reino Unido sigue siendo el país más activo de Europa en cuanto a niveles de activismo accionarial, ocupando el primer puesto desde el año 2014 (Grumberg et al., 2016).

² Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de los Mercados de Valores (disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-18305>)

³ La primera noticia que tuvo el consejo de administración de la empresa española Ferrovial en relación a la entrada de TCI como accionista fue a través de la comunicación de participaciones significativas de la CNMV.

Figura n.º 2: Campañas iniciadas desde 2018 hasta 2022 divididas por regiones del mundo



(1) APAC incluye Asia, Australia y Nueva Zelanda

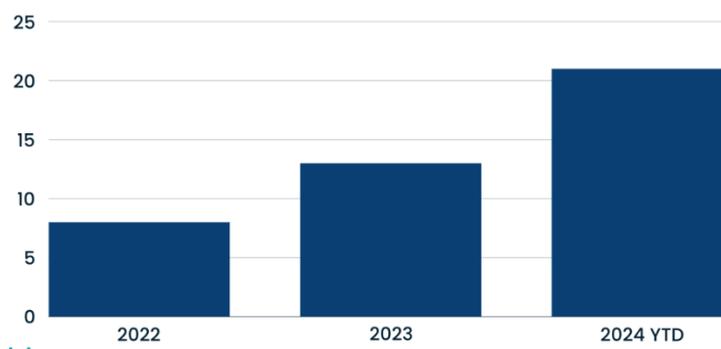
Fuente: Lazard, 2022

No obstante, durante la segunda mitad de 2022 y el siguiente año, en contra de lo esperado, se experimentó un crecimiento significativo de las campañas de activismo de los accionistas, con un aumento aproximado del 20% con respecto al año anterior (Kostin et al., 2023). El gran incremento en el número de propuestas de los activistas provocó cierta fatiga y rechazo a sus campañas, viéndose una disminución en el apoyo que las juntas ofrecían a dichas propuestas. Aun así, a lo largo de 2023 y de cara a los siguientes años, en lugar de decaer, las iniciativas siguen creciendo, pero se observan ciertas tendencias de reajuste de los inversores activistas en la manera de plantear dichos proyectos y atraer al resto de accionistas necesarios para el voto favorable. La Inteligencia Artificial, la financiación de energía verde, la igualdad, y el cambio climático son algunas de los temas que más se discutieron en las Juntas Anuales de accionistas.

Además, un porcentaje de esa subida de propuestas activistas es llevado a cabo por fondos más conservadores, lo que evidencia que cada vez más, inversores tradicionales están

incorporando actuaciones de corte activista a sus estrategias e involucrándose más en la gestión por medio del envío de cartas o acuerdos con los consejos (Spierings, 2024).

Figura n.º 3: Porcentaje de propuestas de accionistas presentadas por grupos de inversores de perfil más conservador en el índice Standard & Poor's 500



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Harvard Law School Forum

Resulta esencial subrayar que la Comisión de Bolsa y Valores (en adelante, SEC) de Estados Unidos exige el deber de informar en el momento de adquisición de una participación superior al 5% equivalente a acciones con derecho a voto de una empresa, presentando un formulario bajo el nombre de Anexo 13D (Burkart & Lee, 2020). De entre la información que queda aquí recogida, resaltamos el requisito de mencionar el propósito de la transacción, sobre todo para ver si se pretende realizar una adquisición hostil o fusión de algún tipo (Kenton, 2022). Se trata de asegurar una transparencia acerca del perfil de los accionistas entrantes que van a adquirir una posición de control sobre la empresa, y, además, es indicativo de que en un futuro pueda esperarse algún tipo de adquisición o fusión hostil (generalmente a través de la vía de una oferta pública de adquisición, más conocido como una OPA), para que los restantes accionistas puedan actuar y votar con toda la información disponible.

2.3. Tipos de inversores activistas

De acuerdo con un estudio sobre el activismo de los inversores accionistas, el concepto de “activista” se podría definir como un tipo de inversor que, insatisfecho con algún aspecto de la gestión u operaciones de una empresa, trata de lograr cambios dentro de una empresa, sin pretender necesariamente un cambio de control (Gillan & Starks, 2007, p.55). Otra definición ofrecida por Pound es la de aquel inversor que adquiere una participación significativa en una empresa que cotiza en bolsa, con el objetivo de impulsar acciones que influyan en el comportamiento y políticas de la empresa, para provocar cambios productivos en la misma y que puedan verse beneficiados de dicha inversión (Pound, 1992).

No obstante, en función de los objetivos, motivaciones y perfil de cada accionista, se les categorizará y clasificará de un modo u otro.

Primero es necesario distinguir entre dos conceptos, el oportunismo y el activismo. La principal diferencia radica en el planteamiento y objetivos en base a los cuales deciden invertir. Mientras que el inversor activista participa en la gestión y dirección de las empresas en las que invierte, buscando influir en las políticas para mejorar su valor y rendimientos futuros (Noe, 2002), el oportunista busca en la mayoría de los casos, maximizar sus propios beneficios, a veces a costa del propio proyecto o sin cuidar el impacto para la empresa a largo plazo.

Conviene destacar que durante el 2021 los inversores activistas tuvieron que enfrentarse a abundantes propuestas de adquisiciones oportunistas. Till Hufnagel, socio de Petrus Advisers, fondo activista, establecía que, desde 2020, un importante número de empresas de su cartera se vieron sometidas a ofertas públicas de adquisición, en su mayoría oportunistas. Los activistas desde entonces tratan de combatirlas pues generalmente son ofertas que no reflejan el valor fundamental y real de los negocios subyacentes, llevando a una potencial destrucción de valor en el largo plazo (Insightia, 2022).

Una vez establecida dicha distinción, se tratará ahora de realizar una división en función de dos criterios: (i) el nivel de agresividad (medible a partir de la publicidad y difusión que se les otorgue a las campañas) e intensidad del activismo (utilizando como parámetro

de medición el número de campañas anuales de los últimos años); y (ii) el porcentaje de participación adquirida.

En base al informe del activismo accionario de Insightia, los fondos con mayor número de campañas en 2021 (de mayor a menor) son: Elliot Management (10); Oasis Management (8); Starboard Value (6); Ancora Advisors (6); Petrus Advisers (5); Jana Partners (5); TCI (4); Kanen Wealth Management (4) y Barrington Capital Group (3) (Insightia, 2022).

El informe publicado por *Lazard's Capital Markets Advisory Group* sobre el activismo en 2022 también posiciona como aquellos fondos más activos en función del número de campañas a Elliot Management, Amber capital, Ancora Advisors, Icahn Associates y Land & Buildings; estos cinco inversores representaban casi el 19% del conjunto de campañas a nivel global durante el primer semestre de 2022 (Lazard, 2022).

En cuanto a su agresividad, el informe realizado por JP Morgan en 2022 establece un ranking de nueve de los principales fondos activistas⁴, de menor a mayor agresividad, en función de la publicidad de sus campañas y actuaciones.

Figura n.º 4: Clasificación de los principales fondos activistas en 2022 según su agresividad en términos de publicidad de sus campañas



Fuente: JP Morgan, 2022

TCI no aparece incluido en esta clasificación, pero *a priori*, se le podría situar en una posición relativamente media, tirando hacia un perfil más agresivo (a la altura de Petrus Advisers), sujeto al análisis que se hará posteriormente. Vemos a su vez como Elliot Management se encuentra en el primer puesto de ambos rankings,

⁴ La mayoría de los fondos que aparecen en la figura expuesta arriba son ingleses o americanos, a excepción de Cevian Capital, de origen suizo, situación lógica teniendo en cuenta los elevados niveles de activismo mencionados en Reino Unido y EE. UU.

Los fondos de Bluebell y Third Point no aparecen incluidos en ninguno de los rankings relativos a un mayor activismo por número de campañas, y, sin embargo, han protagonizado algunas de las campañas más sonadas en los medios, generando grandes controversias en los equipos de dirección y administración de las empresas. Algunos ejemplos son las recientes campañas de 2021 de llamamiento público para mejorar el desempeño y equipo directivo ejercidas por Bluebell sobre el banco Unicredit, y por parte de Third Point sobre Richemont, compañía suiza de bienes de lujo.

De esta forma, vemos como mayor agresividad no necesariamente implica un mayor número de campañas, pues hay fondos que se centran en tres o cuatro campañas, pero públicamente ejercen una presión inmensa, frente a otros que son más activos, pero con métodos menos intrusivos, sin hacer uso excesivo de los medios de comunicación o instrumentos publicitarios (como es el caso de Starboard Value O TCI).

En cuanto a las participaciones adquiridas, existen grandes fondos de inversión como BlackRock, Vanguard o Fidelity, que cuentan con carteras de inversión notablemente diversificadas, lo que incide en la magnitud del activismo que se lleva a cabo, teniendo unos recursos limitados. Se centran en obtener un porcentaje de participaciones significativo, alrededor del 5% o menos, en la mayoría de sus empresas participadas y a través de esa participación, intervienen en la gestión, pero no de manera excesivamente activa e invasiva (no suelen impulsar campañas activistas como tal), pudiendo llegar ocasionalmente a mandar alguna carta y votar en contra del sistema de remuneraciones.

Se contrasta este primer escenario con el caso de Elliot Management, fondo activista que se describirá más adelante, el cual tiende a adquirir participaciones más elevadas, superiores al 5%, en momentos de infravaloración o pérdida de valor de las compañías en cuestión.

Con esta participación, como se puede deducir a partir de los rankings mencionados, hace uso de su posición como accionista para incidir en las decisiones y gestión de las sociedades, a través de métodos agresivos y con difusión pública. Contrario a lo que sucedía con un portfolio muy diversificado, es cierto que este y otros *hedge funds* activistas, con “posiciones largas” en un menor número de empresas, cuidadosamente

seleccionado, tendrán más oportunidades de centrarse en la gestión y administración de estas, pudiendo tener un mayor impacto a futuro (Partridge, 2017).

3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

3.1. Análisis de estrategias activistas

Si bien es cierto que las estrategias de cada fondo dependerán en gran medida del propio enfoque del fondo y las condiciones de la empresa objeto de inversión, podemos encontrar ciertas estrategias o patrones de comportamiento comunes a la mayoría de los fondos activistas.

Previo a la exposición de los perfiles de campañas, es fundamental definir lo que se entiende por una campaña activista. Esta se podría definir brevemente como aquella estrategia o conjunto de comportamientos con los que un accionista busca influir, a veces públicamente, en la gestión y políticas de una empresa, sin contar necesariamente con el respaldo aparente de la dirección, excluyendo aquellas actuaciones implícitas de las participaciones o derivadas del comportamiento comercial (Kommel et al, 2021).

Distinguimos entre cuatro tipos de campañas, que se distinguen por su carácter no exclusivo, es decir, generalmente el lanzamiento de una misma campaña abordará en sí varios de los temas expuestos.

(i) Campañas de afianzamiento

Esta primera campaña va dirigida a ejercer presión o en los órganos de administración y gestión de la compañía o incluso reestructurar el gobierno corporativo, principalmente de dos maneras: (i) generar influencia para provocar la dimisión o el cambio de determinados directivos, y en ocasiones propuestas del propio inversor activista de nuevos miembros (CEO, presidente, miembros del consejo de administración); (ii) conseguir una participación suficiente que otorgue una posición en el consejo de administración que les permita orientar las decisiones estratégicas. Además, existe un tercer ámbito, que ha sido tendencia entre los *hedge funds* durante los últimos años, relativo a cuestionar el sistema de compensación e incentivos que otorga la empresa a sus empleados. (JP Morgan, 2019).

En 2022, los presidentes y consejeros delegados siguen en el punto de mira de los inversores. Las estrategias comprenden desde críticas públicas a los altos cargos de las empresas, hasta la generación de situaciones de tensión y división entre el presidente y los consejeros. Un ejemplo reciente es la dimisión en 2021 de Emmanuel Faber, quien dimitió de sus cargos de presidente y consejero delegado en Danone, tras unas semanas bajo la presión pública de dos fondos activistas, Bluebell Capital y Artisan Partners, usando la publicidad como instrumento para acrecentar las críticas de su gestión y ejercer una mayor influencia (JP Morgan, 2022).

(i) Campañas dirigidas a impulsar el cambio

Este tipo de campaña tiende a llevarse a cabo cuando la empresa en cuestión está atravesando un periodo de bajo rendimiento, con niveles de beneficios por debajo de su historial, o sociedades caracterizadas por una gestión ineficiente o deterioro del equipo directivo.

Los inversores activistas buscan ser catalizadores del cambio, bien en la forma de administración y gestión, en la dirección de la estrategia de negocio, o bien en procesos de eficiencia operativa, reestructuración de capital y recursos, y operaciones de compra y venta rápida...etc. (JP Morgan, 2019). A modo de ejemplo, la reciente estrategia activista desarrollada por Third Point en 2021, sobre la empresa energética Shell, en la que se instaba a la empresa a optimizar su estructura corporativa para reducir costes y permitir inversiones más elevadas y agresivas en los procesos de descarbonización (JP Morgan, 2022).

(ii) Campañas que buscan desbloquear valor

Este tipo de campaña viene estrechamente relacionada con las operaciones de M&A pues por lo general, las estrategias de fusiones y adquisiciones tienen como objetivo desbloquear valor en aquellas empresas percibidas como infravaloradas.

Entre las prácticas más comunes, hasta 2022, seguían destacando la división y venta de las empresas (escisiones, o *spin offs*), o fragmentación de la compañía, en aras de centrarse en la parte del negocio eficiente y rentable, la compensación de pérdidas o simplemente la búsqueda de una rentabilidad mayor con la correspondiente venta (esta

opción suele ser atractiva para tipos de activistas con horizontes de inversión más a corto plazo) (JP Morgan, 2022). En 2022, Glencor, empresa suiza de recursos naturales y materias primas, sufrió fuertes presiones por parte del gigante activista Bluebell, quien incitaba a la empresa a separar su negocio de carbón, a la par que se deshacían de activos no estratégicos y abordaban cuestiones de gobernanza que generaban ineficiencias internas (JP Morgan, 2022). Este último es un ejemplo óptimo de campaña mixta, en la que se abordan no solo aspectos como la escisión, para desbloquear valor, sino también otros factores estratégicos y corporativos.

(iii) Campañas dirigidas a devolver capital

En esta categoría se agrupan actuaciones tales como la recompra de acciones, la recapitalización apalancada⁵, y en especial las políticas de distribución de dividendos, bien para expresar desacuerdo con la forma de reparto o bien para discutir la asignación de capital de manera que se priorice dicha distribución de dividendos. Se tiende a ver más en estrategias de fondos activistas cuyo principal interés a la hora de adquirir una participación es devolver rentabilidades superiores a sus inversores, buscando la creación de valor a corto plazo. En 2021, Ocean Capital Management presionó a Merlin Properties, inversor inmobiliario, para la emisión de un dividendo especial por la reciente venta de unos activos, y a aumentar la transparencia en sus transacciones y proyecciones futuras (Lazard, 2022).

(iv) Campañas relativas a operaciones de M&A

Trayendo a coalición lo ya expuesto, las operaciones de M&A son uno de los principales focos en el ámbito del activismo. Por lo general, solemos encontrar dos tipos de campañas. La primera de ellas hace referencia a la propuesta de algún tipo de fusión o adquisición, bien al adquirir la participación, momento en el que se propone dicha operación, o bien en un momento posterior, buscando crear valor futuro para la empresa.

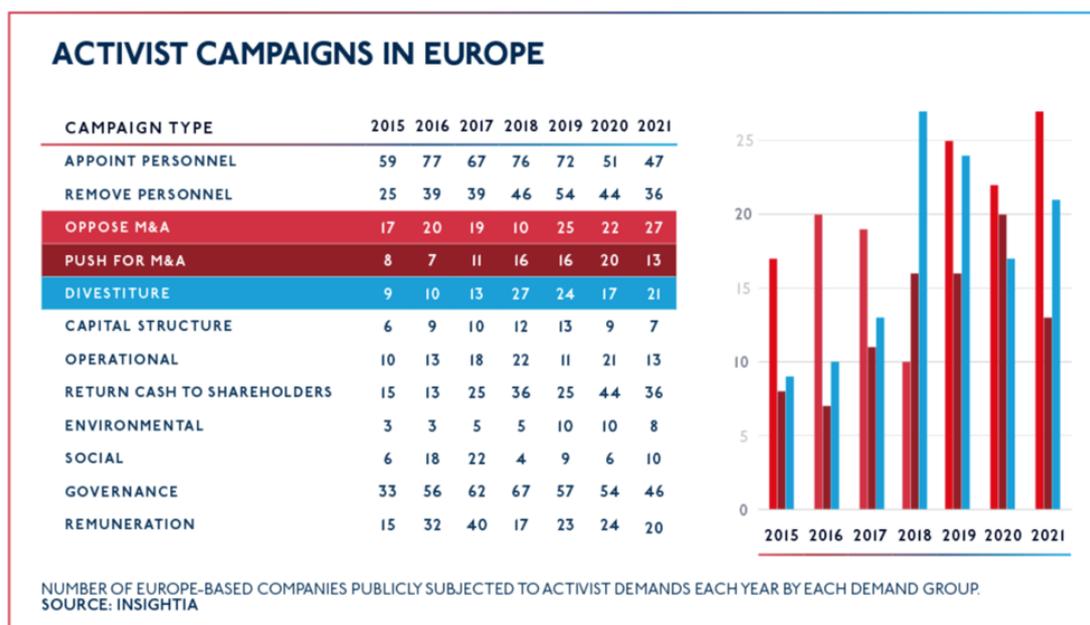
El segundo perfil de campaña consiste en oponerse a una operación planteada por la administración de la empresa, pues a los ojos del accionista activista, conllevará una

⁵ La recapitalización con apalancamiento es una estrategia consistente en tomar dinero prestado y distribuirlo entre los inversores en forma de dividendo o a través de la recompra de acciones. Dicha recapitalización conlleva una subida del precio de la acción, creando valor para la compañía (Estrategia de Inversión, 2022).

pérdida o destrucción de valor de alguna forma o no coincide con la visión que éste tiene para el futuro de la compañía (JP Morgan, 2022). En ocasiones también puede darse el caso de que no se muestren completamente en contra, sino que pretendan modificar las condiciones de la operación de M&A, ya sea modificando el precio (generalmente al alza), los plazos o los potenciales compradores, entre otras cosas. De lo más destacable de este tipo de campaña es el hecho de que a la hora de expresar su oposición, algunos fondos tienden a escribir una carta al equipo directivo o el consejo, e incluso difundirla a través de medios públicos, expresando sus motivos, y solicitando que se discuta el asunto en la junta general de accionistas; con esto consiguen no solo ejercer una mayor presión, sino que además pueden crear conflictos o dividir a los consejeros independientes y a la dirección de la empresa, e incluso tratar de convencer de antemano al resto de accionistas sobre el porqué no conviene dicha adquisición o fusión.

A modo de ejemplo, se podría mencionar la campaña mediática de M&A en la que participaron los fondos Greenlight Capital y Pentwater Capital Management en relación a la adquisición de Twitter por parte de Elon Musk, cuando este amenazó con no cerrar la operación (Burton et al., 2022).

Figura n.º 5: Tipos de campañas activistas en Europa desde 2015 hasta 2021



Fuente: Insightia, 2022

De acuerdo con el gráfico, la temática de las campañas más populares hasta el año 2021 incluido han sido las de cambios o mejoras en el gobierno corporativo (*Governance*), renovaciones o ceses de cargos directivos o consejeros (*Appoint or Remove Personnel*), campañas relacionadas con M&A (*Oppose M&A* y *Divestiture*) y devoluciones a los accionistas. Seguidamente veremos como desde 2021 hasta el año actual ha habido un incremento en las campañas orientadas a cambios sociales, medioambientales y de reestructuración de capital.

En cuanto a las tácticas o estrategias empleadas para llevar a cabo las mencionadas campañas (y teniendo en cuenta que una estrategia puede conllevar múltiples tácticas), éstas se podrían concretar en cuatro grupos: (i) el deber de información a la empresa emisora sobre la adquisición a través de la elaboración de un Anexo 13D expresando sus motivaciones y futuros planes; (ii) el envío de cartas (con carácter público o privado) al resto de accionistas o al propio equipo directivo; (iii) propuestas a los accionistas en la misma Junta General de accionistas; (iv) las proxy fights, o “batalla de votos”.

Como se ha expresado, una de las herramientas, quizá de corte más agresivo, presente en el activismo accionarial es la denominada *proxy fight*. Esta “lucha de poderes” se refiere a una situación en la que un grupo de accionistas, habitualmente impulsado por un activista, se alían en un intento de oponerse a una decisión empresarial o modificar la disposición (por medio del cese o sustitución de algunos de los miembros) del consejo de administración. Es decir, se trata de una especie de batalla entre los accionistas y los cargos de alta dirección por obtener el control. De esta manera, los activistas suelen tratar de crear alianzas con otros accionistas, para ejercer presión en el porcentaje de votos necesario para adoptar la decisión y así conseguir que la administración realice los cambios que consideran pertinentes (*Corporate Financial Institution, 2023*). En la práctica, puede llegar a ocurrir que el anuncio de una batalla de votos por parte del inversor activista sea amenaza suficiente para que la administración y este consigan llegar a un acuerdo, sin llegar a producirse dicha votación. Un caso real que evidencia esta actuación es la reciente batalla entre TCI y Canadian National Railway, que se estudiará en apartados posteriores (Lombardo & Dummett, 2022).

Un catalizador común a estas “luchas” por controlar los poderes delegados y nombrar o proponer consejeros independientes es la insatisfacción o desacuerdo con la gestión en el momento presente por parte de los accionistas. Existen incluso firmas de asesoramiento de poderes delegados, comúnmente utilizadas y conocidas en EE. UU. como *Proxy Advisory Firms*, que proporcionan un análisis y recomendaciones sobre cómo gestionar las votaciones a los inversores institucionales.

Sin embargo, durante los años de 2021 y 2022 el número de *proxy contests* o *proxy fights* propuestos y exitosos ha decaído, llegando a ser considerablemente improductivos tanto en EE. UU. como en Europa, contrario a lo ocurrido en Asia y Australia (Insightia, 2022). A modo de ejemplo, se podría subrayar la derrota del fondo activista Starboard Value frente a Box, la plataforma de gestión de contenidos en la nube, en la que los accionistas apoyaron al equipo directivo, confiando en el cambio de rumbo que los directivos pretendían darle la empresa, e impidiendo con ello que Starboard consiguiera cesar y sustituir a varios miembros del consejo de administración⁶.

Queda expuesta seguidamente en una tabla la preferencia que se ha ido desarrollando en los últimos años por llegar a algún tipo de acuerdo entre activistas y los directivos o consejeros, antes que someter a la empresa a una *proxy fight*, proceso que conlleva riesgos no solo para la propia compañía sino para los accionistas que impulsan activamente la “batalla”, pues existe la posibilidad de la derrota, que afectaría negativamente al poder de influencia del inversor activista.

⁶ Más información disponible en <https://www.reuters.com/technology/box-prevails-fight-with-starboard-over-board-seats-sources-2021-09-09/>.

Figura n.º 6: Número de demanda de “asientos” en el consejo de administración de las empresas

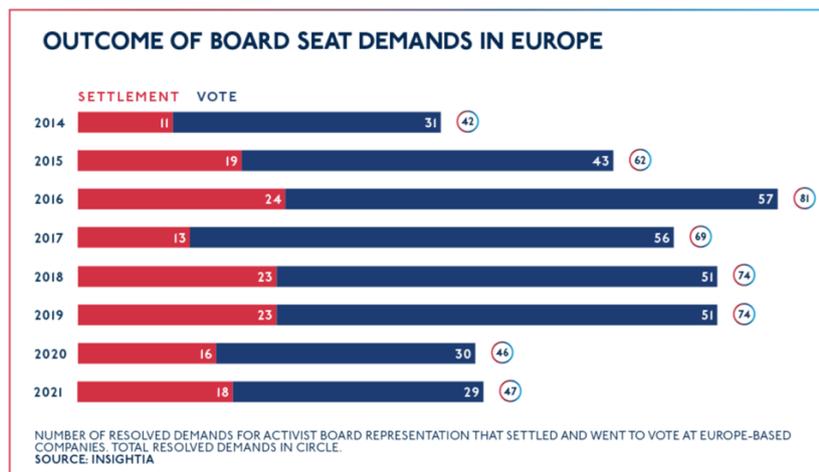
ACTIVIST BOARD SEAT DEMANDS															
COMPANY HQ	SETTLEMENTS							WENT TO VOTE (PROXY CONTESTS*)							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
US	137	165	116	148	119	91	65	19 (19)	26 (25)	26 (25)	24 (24)	18 (18)	21 (19)	21 (21)	
CANADA	16	22	15	24	11	10	6	12 (11)	8 (8)	8 (7)	14 (11)	7 (5)	10 (6)	5 (5)	
EUROPE	19	24	13	23	23	16	18	43 (15)	57 (22)	56 (19)	51 (19)	51 (29)	30 (13)	29 (17)	
ASIA	4	8	4	6	13	8	4	22 (19)	29 (16)	34 (17)	36 (17)	32 (20)	37 (26)	45 (17)	
AUSTRALIA	10	12	12	17	11	8	12	20 (19)	15 (14)	26 (22)	24 (20)	30 (27)	33 (28)	22 (15)	

NUMBER OF ACTIVIST BOARD REPRESENTATION DEMANDS BY METHOD AND REGION.
 *A PROXY CONTEST IS DEFINED BY INSIGHTIA AS WHEN DISSIDENT NOMINEES RECEIVE PUBLIC OPPOSITION FROM THE COMPANY.
 SOURCE: INSIGHTIA

Fuente: Insightia, 2022

En concreto en Europa, la proporción de puestos en los consejos de administración obtenidos por inversores activistas mediante acuerdos, en vez de candidaturas o *proxy contests*, alcanzó en 2021 el máximo de 38%. Así, se confirma que las empresas, tratando de evitar críticas públicas y difusiones precipitadas, buscan el diálogo y el acuerdo constructivo con los activistas⁷ (Insightia, 2022).

Figura n.º 7: Resultados de las demandas de “asientos” en los consejos de administración en Europa

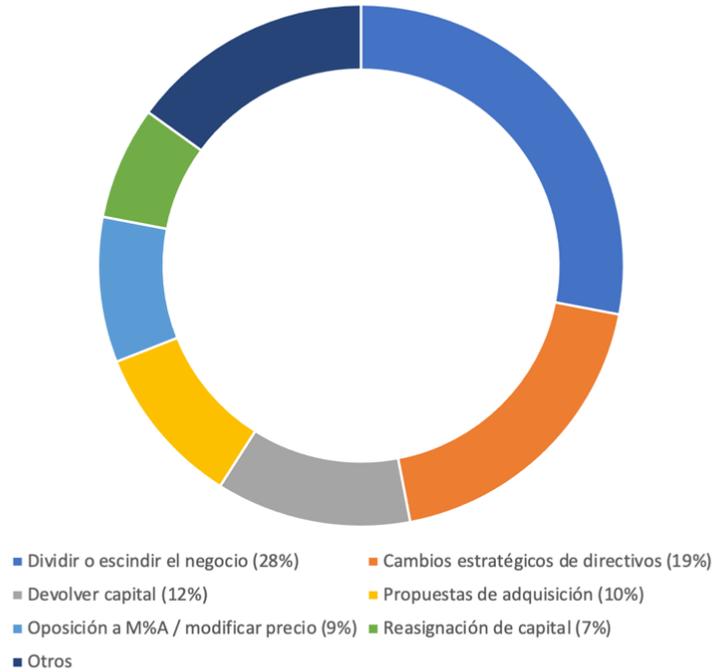


⁷ Un ejemplo de esta nueva tendencia a comprometerse entre directivos y activistas es el reciente acuerdo entre Alkermes, empresa biotecnológica, y dos grandes fondos activistas, Elliot y Sarissa Capital Management, en relación a dos asientos en el consejo de administración.

Fuente: *Insightia, 2022*

A continuación, centrándose en el panorama en Estados Unidos, la siguiente figura muestra los porcentajes de las diversas campañas.

Figura n.º 8: Motivos que respaldan la demanda de creación de valor de los inversores activistas en EE. UU entre 2006 y 2023 (2.142 campañas en total)



Fuente: *Elaboración propia basada en FactSet y Goldman Sachs Global Investment Research*

⁸En base al gráfico inmediatamente anterior, podemos concluir que uno de los principales objetivos de los inversores activistas desde 2006 hasta 2023 en EE. UU. ha sido el de tratar de impulsar a las empresas participadas a la separación de sus negocios (o alguna forma de escisión), es decir, campañas orientadas hacia la creación de valor con rasgos de algún tipo de operación de M&A (28%). Otras campañas, también populares entre los inversores americanos, han sido las de revisar e influir en decisiones estratégicas o modificar directivos del consejo (19%), devolver efectivo en forma de dividendos a los accionistas (12%), y campañas relacionadas con operaciones estrictamente de M&A,

⁸ El apartado de “Otros” incluye: creación de fideicomisos de inversión, realización del valor neto de los activos, promoción de cambios operativos y discusiones generales

destacando un 9% relativo al bloqueo o modificación de propuestas, y un 10% en cuanto a la promoción de potenciales adquisiciones (Kostin et al., 2023).

Los nuevos criterios ESG (Medio Ambiente, Social y Gobernanza o e inglés, *Environmental, Social and Governace*) también han supuesto un cambio en el tipo de estrategias activistas. De nuevo, en palabras textuales de Josh Black, “la frontera entre ESG y el activismo de los fondos de cobertura se está volviendo más difusa cada día” (Insightia, 2022). Dentro de estos criterios ESG encontramos diversas temáticas, entre las que destacan operaciones con componentes medioambientales, el asesoramiento en materia de gobierno corporativo, el cumplimiento de criterios sociales que exija la correspondiente ley en materia de igualdad y derechos humanos, asesoramiento en sistemas internos de *compliance*, y operaciones de sostenibilidad.

Los accionistas expresan cada vez un interés mayor por todo lo relativo a los factores ESG, que, junto con ciertos cambios regulatorios en EE. UU., ocasionarán cambios en el porqué y el cómo del activismo de los accionistas (Insightia, 2022). Destacamos la campaña desarrollada por el fondo Engine No.1, para reducir las emisiones de carbono de la empresa Exxon Mobil, gran petrolera americana. Este pequeño fondo de cobertura recibió el apoyo de grandes inversores institucionales como BlackRock y Vanguard, algo inusual por parte de estos inversores cuando se trata de campañas activistas, consiguiendo incorporar a tres nuevos directores a la junta directiva de Exxon para presionar en la lucha contra el cambio climático (Phillips, 2021).

Figura n.º 9: Número de empresas que han recibido demandas activistas en relación con los factores ESG entre 2020 y 2021



Fuente: Insightia, 2022

Empiezan a aparecer indicios suficientes que permitan establecer una relación entre los rendimientos positivos y el impulso de los factores ESG, lo que motiva a los inversores activistas, en especial a aquellos más conservadores, a incorporar elementos de las políticas ESG a sus campañas. En 2019, nueve de los mayores fondos americanos de ESG obtuvieron un rendimiento superior en comparación con el índice Standard & Poor's 500 (en adelante, S&P 500) entre los que destacamos el Ave María Growth Fund y Putnam Sustainable Leaders Fund (con unas ganancias superiores al 35%, frente al 31,5% del S&P 500) (Benhamou et al., 2020).

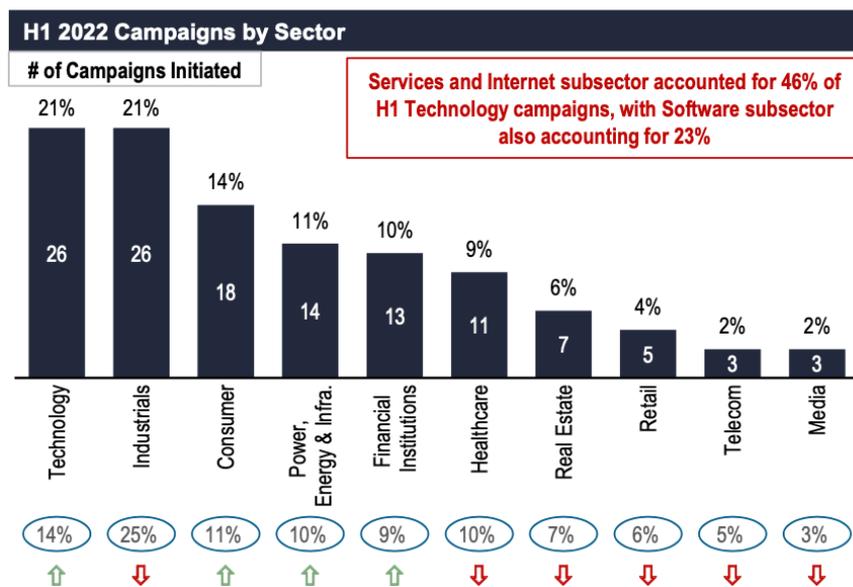
Por último, un factor que ejerce una gran influencia en el desarrollo y resultado de las campañas activistas es la publicidad y difusión de estas. Por lo general, cuanto más pública y mediática, generalmente más agresiva será la estrategia. Los inversores activistas tienden a utilizar como herramienta en sus campañas los medios tradicionales de comunicación y las redes sociales, dado su bajo coste y su creciente credibilidad; así, pretenden ejercer presión y provocar reacciones adversas y tensiones en los accionistas de la empresa, los propios directivos y el resto de los potenciales inversores. Algunos ejemplos de estos medios son los conocidos periódicos de *Financial Times*, *The Wall Street Journal* (en adelante, *WSJ*) *El economista*, *El País* o y otros medios como Twitter, Bloomberg o la CNBC (JP Morgan, 2019).

3.2. Perfil de empresas seleccionadas para invertir

En el transcurso del año 2022, el sector tecnológico (software, servicios e Internet) fue claramente el principal objetivo de las campañas activistas, ya que las empresas tecnológicas representaron un 21% del total de campañas durante el segundo semestre de ese año (1 de cada 4). Siguiendo la tendencia en EE. UU. de lanzar campañas oponiéndose a operaciones de M&A durante el 2022, estas se dirigieron mayoritariamente contra empresas del sector de consumo (21%) y compañías tecnológicas (19%). Para el año 2023 y siguientes, se está mostrando un interés particular hacia el sector energético, en línea con los requisitos ESG (Lazard, 2022).

De acuerdo con estas tendencias sectoriales, las principales empresas que sirvieron de *target* en el año 2022 y durante los inicios de 2023 incluyen a Google, META, Altimeter, Disney, y Salesforce (Kostin et al., 2023).

Figura n.º 10: Campañas activistas en función del sector durante el primer semestre de 2022 y su evolución en comparación con 2021



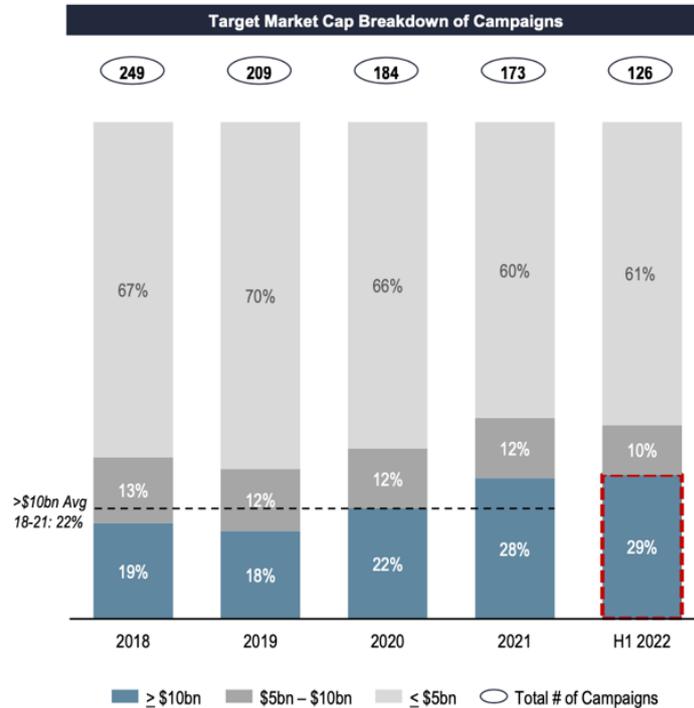
Fuente: Lazard, 2022

Una vez más, se confirma que los sectores financieros, de consumo, tecnología, y energía e infraestructuras están ganando terreno, con una inmensa caída del 25% en el sector industrial, además de bajadas notables en los sectores inmobiliarios y de salud.

A la hora de analizar las empresas en las que invierte este tipo de inversor, la decisión dependerá en gran medida del perfil de activista. Así, en función de si se centran en impulsar los requisitos ESG, crear valor a través de los cambios de gobierno, promover fusiones y adquisiciones, o detectar acciones infravaloradas y recuperar rentabilidad, entre muchas otras posibilidades, les interesarán un tipo u otro de empresa.

Se presenta seguidamente un gráfico en el que se muestra el porcentaje de empresas objetivo de campañas activistas de acuerdo con una capitalización menor a 5 mil millones de dólares, entre 5 y 10 mil millones, y mayor de 10 mil millones de dólares.

Figura n.º 11: Número de empresas objetivo de los activistas según su capitalización bursátil



Fuente: Lazard, 2022.

En base a tal gráfico, la mayor parte de las campañas se dirigen hacia compañías de capitalización menor a los 5 mil millones de dólares (*small caps*), pero con una tendencia creciente hacia las empresas de mayor capitalización de mercado (*large caps*). No obstante, la valoración como *small* o *large cap* no sigue una regla general, por lo que en función del mercado (nacional o internacional) y el país, una misma empresa con capitalización de 2 mil millones de dólares podrá ser categorizada como *small cap* en EE. UU. pero formar parte del Ibex 35 de la bolsa española (Estrategias de Inversión, 2023).

Algunos inversores consideran que empresas sólidas de gran capitalización pueden tener un mayor recorrido para la creación de valor o, al menos, un camino más seguro. No obstante, desde una perspectiva activista, impulsar cambios estratégicos o de dirección en grandes grupos, con distintas divisiones, presencia en diversos países, y un

capital generalmente más diversificado, resulta sin duda un proceso más complejo que actuar sobre empresas de menor capitalización y estructuras más sencillas, con un capital más concentrado y una base accionarial minoritaria inferior. Por ejemplo, el fondo activista Cevian Capital, desde 2022, está instando al grupo de telecomunicaciones Vodafone a revisar su estrategia en ciertos mercados clave lo cual pasa por un proceso lento con decisiones de gran calado respecto al uso de recursos, venta de activos o asignación de fondos (JP Morgan, 2022).

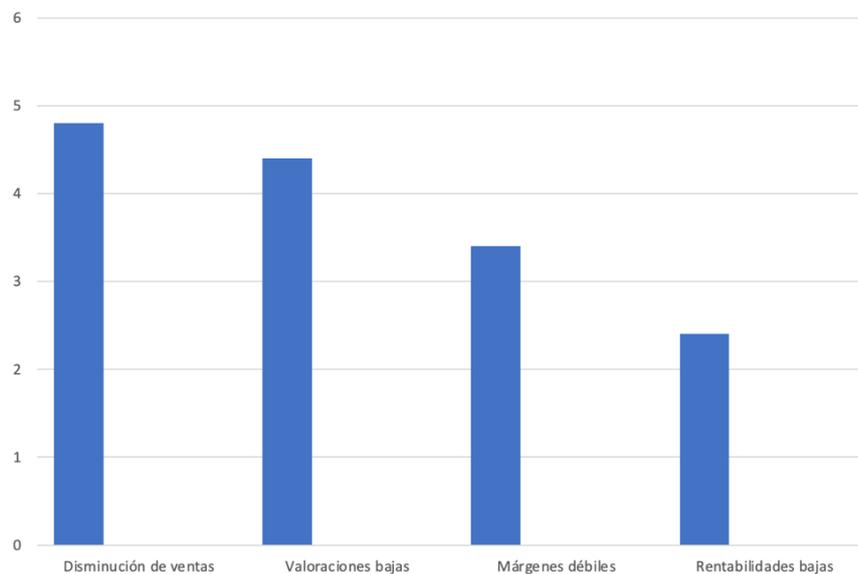
También es cierto es que en el desarrollo del trabajo los ejemplos e inversiones que seguidamente se mencionarán de TCI y Elliot Management comprenden empresas de una capitalización alta, generalmente superior a los 10 mil millones de euros; la razón de ser es el hecho de que hay un mayor acceso y publicidad a este tipo de campañas más mediáticas centradas en grandes empresas de referencia en sus sectores. En definitiva, no es tarea sencilla evaluar el perfil de empresas participadas en el ámbito del activismo, y más teniendo en cuenta que habrá fondos activistas con inversiones en compañías más pequeñas (en línea con el gráfico expuesto), sobre las que no hay información pública accesible no vinculada a suscripciones.

En línea con esta nueva tendencia, en Reino Unido se ha observado cierta preferencia por las empresas con mayor capitalización, principalmente desde la pandemia del Covid-19 y el Brexit, pues las pequeñas empresas se han visto más afectadas, y conllevan mayores riesgos, con menos recursos para enfrentarse al impacto de los factores macroeconómicos en el mercado (Insightia, 2022).

Un segundo factor a tener en cuenta a la hora de seleccionar potenciales inversiones es, además de su capitalización bursátil, el estado o situación en el que se encuentra la empresa objetivo.

El siguiente gráfico muestra las principales características de una empresa que llaman la atención de los inversores activistas e incitan a que sea la *target* de una campaña de este tipo.

Figura n.º 12: Importancia de las características de las empresas que se convierten en objetivos de las campañas activistas en EE. UU. desde 2006 hasta 2023



Fuente: elaboración propia en base a datos del Harvard Law School

El factor más determinante, según el gráfico expuesto, es una disminución en el nivel de ventas, seguido de cerca por una valoración infravalorada (medido en función del múltiplo de Equity Value / Ventas finales).

Además, otros factores influyentes son unos márgenes de beneficios más débiles y una disminución considerable en el rendimiento total, siendo este inferior al de los últimos dos años (Kostin et al., 2023).

Si bien es verdad que los motivos que llevan a los inversores activistas a participar e intervenir en las empresas pueden deberse en cierta medida a la situación financiera y valoración de la acción, hay distintos perfiles de activistas, como el caso de TCI; este *hedge fund*, en su proceso de selección, se aleja de los parámetros más estándar, para valorar otros criterios, como son la posición de poder que ostenta dentro del sector, su compromiso con el cambio climático y los requisitos ESG, o sus emisiones de gases y carbono.

Este comportamiento de TCI recuerda la importancia de no obviar las nuevas tendencias del cambio climático y los criterios ESG. Este conjunto pasa a ser un parámetro a

considerar en el entorno de las inversiones activistas. De esta forma, los activistas, en función de sus objetivos, detectarán nuevas oportunidades bien para contribuir a incrementar los valores ESG en las empresas en las que invierta, o bien tratarán de invertir únicamente en aquellas compañías que cumplan con unos mínimos preestablecidos. Todo ello con el propósito último de crear valor para la propia empresa y los inversores.

4. THE CHILDREN'S INVESTMENT FUND (TCI)

4.1. Introducción a Chris Hohn como fundador y gestor del fondo

Nacido en Addlestone, Inglaterra en 1966, Chris Hohn es conocido como uno de los principales inversores de referencia de la actualidad, no solo por su perfil de inversor activista, sino también por su filantropía y concienciación con la sociedad.

Antes de dar el salto con TCI, Hohn estuvo trabajando como *portfolio manager*, liderando las estrategias de inversión y negocio en Europa de Perry Capital Partners desde 1997 hasta 2003, donde adquirió conocimientos técnicos y una considerable cantidad de experiencia en lo referente a las inversiones y el sector financiero. Fue en 2003 cuando decidió impulsar la creación de TCI, un *hedge fund* de origen inglés. Tras su primer mes en activo (enero de 2004), el fondo ya gestionaba cerca de \$470 millones de dólares (*Institutional Investor LLC*, 2022).

Durante sus inicios, Hohn hacía hincapié en lo que el denominaba como “situaciones especiales” (activos en Europa notablemente infravalorados, con acciones muy baratas), centrándose en los sectores de fabricación, productos de consumo e incluso bancos. No obstante, la crisis financiera de 2008, en la que el fondo experimentó una brutal caída del 43%, fue un punto de inflexión para Hohn y TCI, reajustando su atención hacia activos con ciertos rasgos monopolísticos, con poder de control en la determinación de precios, y en sectores con barreras de entrada elevadas (*Institutional Investor LLC*, 2022).

Su primer paso hacia el activismo fue con la adquisición de grandes participaciones en Deutsche Börse y Euronext. Ante el intento de fusión de ambas, la intervención de Hohn fue decisiva para impedir que se llevara a cabo dicha operación, demostrando los primeros indicios de su perfil activista. A lo largo de los años, ha desarrollado diversas estrategias, incluyendo discusiones en la Junta General de Accionistas instando a vender, oposiciones

a la fusión o adquisición de empresas que pudieran afectar al valor de sus participaciones o cartas distribuidas públicamente incitando a una mejor gestión de la empresa y renovación del equipo directivo (Saballs, 2023).

De conformidad con un ranking realizado por LCH Investments, adjuntado a continuación, de fecha 31 de diciembre de 2021, se incluía a Chris Hohn como uno de los veinte principales *Hedge Fund Managers* (con el puesto 9 en 2021), de acuerdo con las ganancias netas obtenidas desde el inicio del fondo hasta la fecha indicada (LCH Investments, 2021).

Figura n.º 13: Ranking de fondos en función de las ganancias netas durante 2021

2020 Ranking	2021 Ranking	Manager	Portfolio Manager(s)	AUM (\$bn)	Net Gains since Inception (\$bn)	Net Gains in 2021 (\$bn)	Year of Inception
1	1	Bridgewater	Ray Dalio	99.2	52.2	5.7	1975
4	2	Citadel	Ken Griffin	43.7	50.0	8.2	1990
2	3	Soros Fund Management*	George Soros/Various	n/a	43.9	n/a	1973
5	4	DE Shaw	Various	38.0	43.7	6.4	1988
7	5	Millennium	Israel Englander	52.0	42.4	6.4	1989
3	6	Lone Pine	Steve Mandel	31.0	42.2	0.0	1996
8	7	Elliott Management	Paul Singer	51.5	39.3	6.0	1977
6	8	Viking	Andreas Halvorsen	29.9	38.0	1.3	1999
13	9	TCI	Sir Chris Hohn	44.4	36.5	9.5	2004
9	10	Baupost	Seth Klarman	29.0	34.7	3.4	1983
11	11	Farallon	Tom Steyer/Andrew Spokes	40.0	32.6	3.3	1987
10	12	Och Ziff/Sculptor	Dan Och/Jimmy Levin	37.4	31.7	1.9	1994
12	13	Appaloosa	David Tepper	13.1	30.7	2.1	1993
15	14	SAC/Point 72	Steve Cohen	24.0	27.7	1.7	1992
16	15	Egerton	John Armitage	26.5	25.7	3.1	1995
14	16	Tiger Global	Chase Coleman	35.0	25.0	(1.5)	2001
17	17	Brevan Howard	Alan Howard	18.4	22.9	0.4	2003
-	18	Davidson Kempner	Marvin Davidson, Thomas Kempner/Anthony Yoseloff	29.5	19.6	2.4	1983
20	19	King Street	Francis Biondi/Brian Higgins	11.5	19.4	1.8	1995
-	20	Third Point	Dan Loeb	16.5	18.8	3.3	1995
TOTAL OF TOP 20				670.6	677.0	65.4	

Fuente: LCH Investments NV

A su vez, Hohn estableció *The Children's Investment Fund Foundation* (en adelante, CIFF) de la mano de la que ahora es su exmujer, Jamie Cooper, una fundación con la misión de abordar el desafío de la pobreza infantil en países subdesarrollados. Esta organización benéfica ha recibido durante años un porcentaje de los beneficios de TCI en forma de donaciones, para contribuir a sus objetivos y acelerar la obtención de recursos para los niños en situación de pobreza.

El alcance de la misión de CIFF ha ido ampliándose progresivamente, hacia los ámbitos de la lucha contra el cambio climático, el empoderamiento y desarrollo de las niñas jóvenes, la protección y la educación infantil, y la salud (*Children's Investment Fund Foundation*, 2023). Todo ello en línea con su visión filantrópica y la creencia de que las

grandes inversiones deben tener un propósito más allá del afán económico. La propia fundación maneja un portfolio abierto de inversiones alineadas con sus objetivos.

En el año 2022, se acordó que *TCI Fund Management Limited* donaría a CIFF 160 millones de dólares, distribuidos a lo largo del año 2023, con el propósito de ayudar en la financiación de sus propósitos y adquisición de recursos para sus múltiples programas (*Children's Investment Fund Foundation*, 2023).

Hohn ocupa el número 15 en la lista de la Revista Forbes, relativa a los 20 directivos de fondos de inversión más ricos del mundo. Encabezada por Ken Griffin con el *hedge fund Citadel*, y un patrimonio neto de aproximadamente 35.000 millones de dólares, en comparación con los 6.700 millones de dólares de TCI (Tucker, H., 2023).

A día de hoy, Hohn describe su activismo como una forma de proteger sus inversiones, pero no lo considera como el eje fundamental de sus actuaciones. Ha demostrado un especial interés por la lucha contra el cambio climático, lanzando en 2022 la iniciativa *Say Climate*, que exige a las empresas en las que participa revelar sus emisiones, y diseñar un plan exigente a corto y largo plazo para reducir las emisiones en un 50% a lo largo del año 2023 y siguientes, sometiendo el mismo a la aprobación anual del resto de accionistas. Esta iniciativa ha sido adoptada voluntariamente ya por más de veinte gestoras de activos (como Caxton Associates) y más de una docena de empresas (entre ellas, Moody's y Royal Dutch Sell) (*Institucional Investor LLC*, 2022).

4.2. Descripción del fondo y evolución histórica

Con sede principal en Londres, TCI surge como un *hedge fund*, orientado hacia la máxima creación de valor a través de inversiones competitivas y, recientemente, con un enfoque sostenible. Se definen a sí mismos como un fondo que desempeña estrategias de inversión activa cuando surge la oportunidad, interviniendo de manera un tanto agresiva y constructiva en la administración y gestión de las empresas (TCI, 2023)⁹.

⁹ Para más información, consultar la página web de TCI (disponible en <https://www.tcifund.com/>; página web actualizada en marzo de 2023)

Generalmente busca un horizonte de inversión a largo plazo, con estrategias de inversión concentradas, esto es, una cartera generalmente enfocada en un número cuidadosamente seleccionado de empresas con gran potencial de mejora. Una vez obtenida una participación en estos activos, Hohn centra sus esfuerzos en influir activamente en la gestión o respectivas decisiones estratégicas, para aumentar el valor de las acciones de la empresa y obtener rendimientos elevados. No obstante, el fondo también ha realizado inversiones de carácter más oportunista, a corto plazo, principalmente en deuda corporativa cuando se han detectado oportunidades con un ratio de riesgo-rentabilidad similar al de sus posiciones “largas” en activos de renta variable cotizada (Schleinkofer & Burton, 2017).

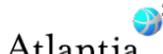
A modo de introducción a su portfolio y estrategias, tras la gran crisis financiera en 2008 que tanto afectó a TCI, Hohn decidió alejarse de aquellas “situaciones especiales”, rechazando sectores bancarios y de fabricación de materias primas y producción. Así, ha ido constituyendo una cartera concentrada en empresas sólidas, y a finales de 2021 contaba con tan solo 13 participaciones en su cartera por un valor de \$44.400 millones (con cinco de sus mayores participaciones representando dos tercios de los activos totales de su portfolio) (*Institutional Investor LLC*, 2022).

Tras ese cambio de perspectiva, en los últimos años, TCI ha mostrado especial preferencia por los sectores de transportes (33,8%), seguido de los servicios de tecnología (25%), los servicios relativos a consumidores (19,5%), y, por último, el sector de tecnología electrónica (10,80) (JP Morgan, 2019). Su inversión en estos sectores coincide con las tendencias sectoriales de los inversores activistas en años recientes, ya mencionadas en el análisis general.

Su portfolio se concentra principalmente en compañías de capitalización media (*mega-caps*), representando un 66,4% del conjunto de su cartera, seguido de aquellas con una capitalización mayor (*large-caps*), con un 26,30% (JP Morgan, 2019), ofreciendo ambas opciones un importante margen adicional de crecimiento.

A continuación, se muestra una tabla con algunas de las empresas europeas en las que TCI adquirió participaciones durante los últimos años, junto con la considerable subida de valor de las mismas, incrementándose su precio cada año.

Figura n.º 14: Principales inversiones de TCI en infraestructura en Europa entre 2015 y 2019 y la evolución del precio de las acciones

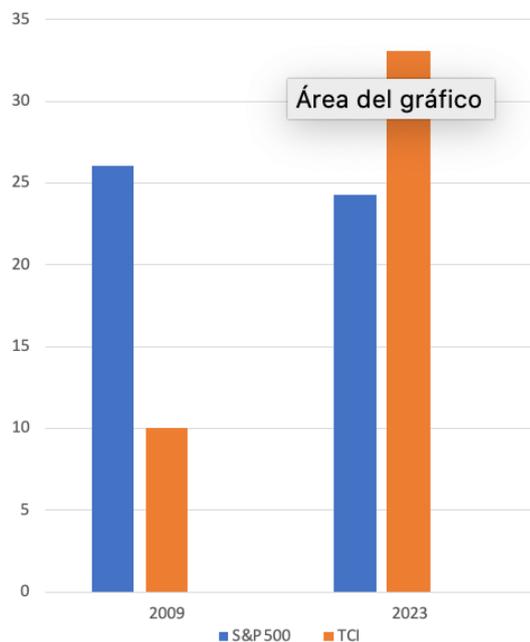
				
Año de compra	2015	2018	2017	2019
Precio de entrada	58,00	25,20	10,20	71,40
Precio actual (a fecha de 14/03/2024)	179,75	22,98	15,56 ¹⁰	117,38
Revalorización del precio de la acción desde entrada (%)	209,91%	8,81%	52,55%	64,40%

Fuente: elaboración propia en base a datos del informe de JP Morgan 2019

Las ganancias del fondo en 2023 se sitúan en un 33% por encima con respecto al año anterior, esto es, unos beneficios de aproximadamente 12,9 mil millones de dólares de acuerdo con LCH Investments (McCabe, 2024), en comparación con las pérdidas del 18%, sufridas en 2022 por la caída de los mercados de valores. Resulta interesante ver la enorme subida positiva del fondo en comparación con el índice S&P 500, que ha experimentado un incremento del 24,2% y el *Financial Times Stock Exchange* (FTSE) del 3,8% (Mourselas, y Agnew, 2024).

- ¹⁰ TCI vendió en 2022 su participación del 13,71% en Getlink a Eiffage (empresa francesa energética), a un precio de salida de 15,84 euros la acción, evidenciando la influencia positiva de la entrada de TCI en el proceso de creación y subida de valor de la acción hasta el año de salida del fondo.

Figura n. ° 15: Comparativa del porcentaje de beneficios obtenidos por S&P 500 y el fondo TCI tras la crisis financiera de 2008 y en el último año 2023



*Fuente: elaboración propia en base a datos de Periódico Expansión (2024)
e Institutional Investor LLC (2022)*

A pesar de la significativa caída que sufrió el fondo en 2008 con la crisis financiera mundial, TCI ha logrado obtener un rendimiento anualizado del 18% desde el año de su creación, equivalente al doble de la rentabilidad del índice S&P 500 y más del doble de la rentabilidad total del índice Morgan Stanley Capital International (en adelante, MSCI) durante el mismo periodo (*Institutional Investor LLC, 2022*).

En resumen, según lo expuesto podemos confirmar la sustancial creación de valor que el fondo logra mediante sus estrategias, mayoritariamente activas; con ellas no solo impacta de manera positiva en las empresas en las que invierte, sino que también obtiene beneficios consistentes y considerablemente superiores a los de otros índices bursátiles de referencia, lo que resulta en la devolución de rendimientos elevados para sus inversores.

4.3. Análisis de la estrategia de gestión activa de TCI

4.3.1. Principales empresas participadas

Chris Hohn se caracteriza por cuidar especialmente el proceso de selección de sus futuras acciones. Afirma llevar consigo una “lista de calidad” de sus empresas *target*, con el valor de cada compañía, el apalancamiento, los márgenes de beneficios, el precio que estaría dispuesto a pagar por ella y futuras proyecciones potenciales de la Tasa Interna de Rentabilidad (en adelante, TIR) en un plazo de tres a cinco años (*Institucional Investor LLC*, 2022).

Sus inversiones no quedan limitadas a una única ubicación geográfica, sino que, hasta 2019, encontrábamos en su cartera, empresas de: (i) Norte América, entre las que destacan CSX en 2007, TransAlta en 2008, The Walt Disney y Ambac Financial Group en 2013, y Twenty-First Century Fox en 2018; (ii) en Europa, con Deutsche Borse en 2005, Lloyds Banking Group em 2012, Aena en 2015, y London Stock Exchange Group en 2016; en Australia con Infigen Energy en 2008 y Aurizon en 2010; y en Asia con Coal India y Japan Tobacco en 2011 (JP Morgan, 2019).

Hasta agosto de 2023, la cartera de TCI poseía un valor superior a los 33,7 miles de millones de dólares¹¹. Algunas de sus inversiones más significativas llegan a representar incluso más de un 10% del total de su portfolio, como son General Electric (14,78%), Canadian National Railway Co (14,01%), las dos grandes agencias de rating, Moody’s Corp (13,08%), y S&P Global Inc (11,06%), Canadian Pacific Kansas City (12,21%), Visa Inc (12,16%) y, además, destacamos Alphabet (6,63%) (Wallmine, 2023).

En España, TCI ha irrumpido con fuerza en el IBEX 35, incorporándose como accionista en tres de las grandes empresas españolas de este índice bursátil, Aena (6,3%), Ferrovial (7,026%) y Cellnex (9%) (Saballs, 2023). En conjunto, el valor total de sus inversiones en las mencionadas compañías excede los 3.000 millones de euros (Bloomberg, 2023).

Destaca como uno de los principales accionistas activistas en la Bolsa española, siendo de los únicos fondos con una participación y poder de influencia relevante en las empresas del Ibex 35. Otro fondo que podría llegar a hacerle sombra, aunque con participaciones

¹¹ El valor total de la cartera de TCI puede ser mayor, dado que hay ciertos tipos de activos que no se comparten públicamente, como son la renta fija, los bienes inmuebles o los activos en efectivo.

menos significativas es Artisan Partners, presente en CaixaBank y Ferrovial (Blanco, 2023)

Figura n.º 16: Evolución del precio de las acciones de las empresas españolas en las que TCI ha invertido recientemente

	 aena	ferrovial
Año de compra	2015	2019
Precio de entrada	58,00	22,25
Precio actual (a fecha de 14/03/2024)	179,75	36,12

Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales de la CNMV

Vemos una clara preferencia por inversiones en sectores tecnológicos (Alphabet y Microsoft) y de infraestructuras y transportes (Getlink, Aena, Airbus, Ferrovial y Canadian National Railway, entre otras), además del sector financiero (Visa Inc, Lloyds Banking Group y London Stock Exchange Group).

Concretamente, se trata de empresas que mantienen una posición sólida en su sector, con cierto poder para influir en la fijación de precios o en las condiciones del mercado, lo que permite a TCI explotar dichas oportunidades (a través de métodos como los recortes de plantilla, la reducción de costes operativos, escisiones de partes del negocio, transformación del consejo de administración para acelerar y orientar la toma de decisiones hacia sus planes de futuro) y conseguir que aumente la valoración de las empresas intervenidas.

4.3.2. Estrategias de creación de valor

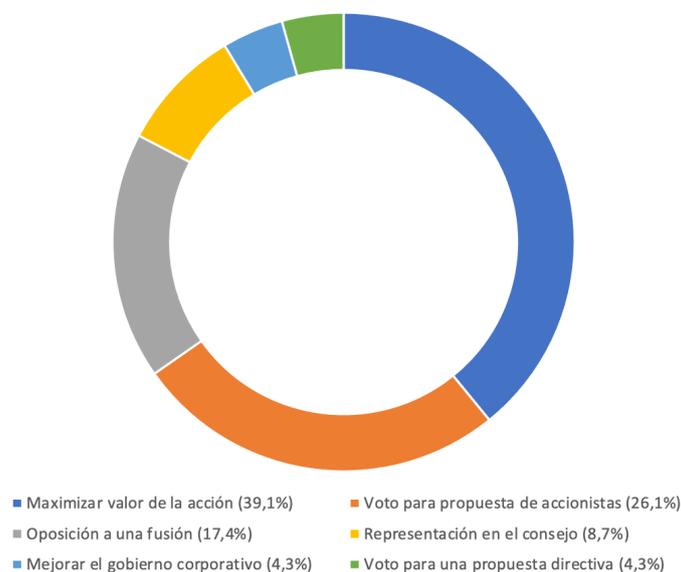
Para introducir el análisis de sus estrategias de inversión, se podría decir que TCI busca la creación de valor, superando la rentabilidad de los mercados, con un enfoque de capital riesgo (*private equity approach*). Así, favorece una cartera concentrada en pocas posiciones “largas” (horizonte a largo plazo), basada en compañías ya consolidadas, con ingresos relativamente recurrentes y posicionamientos medianamente sólidos dentro en sus respectivas industrias, pero con márgenes de mejora (Lapetra, 2023).

Dos aspectos que caracterizan su estrategia son, primero, el diálogo activo, a veces agresivo o intimidante, con los directivos de las empresas, para asegurar un uso efectivo y rentable de los activos; y segundo, tratar de asegurar que los incentivos de la dirección se encuentran debidamente alineados con los de los accionistas (Schleinkofer & Burton, 2017).

El momento en el que el fondo toma la decisión de adquirir posiciones significativas en las empresas suele coincidir con el punto en el que las acciones coticen a un precio descontado con respecto a su valor razonable estimado. Hohn considera que estas oportunidades de compra para maximizar el valor se dan debido a tres razones: (i) el enfoque a corto plazo de inversores tradicionales; (ii) problemas de agencia que pueden resolverse mediante el compromiso y la presión hacia los directivos; y (iii) la complejidad que oculta determinar el verdadero valor económico de las acciones (Schleinkofer & Burton, 2017).

Para entender su enfoque activista a la hora de invertir, se recogen a continuación en un gráfico las principales temáticas de sus campañas, que ha venido desarrollado desde 2004. El total de campañas desde su fundación hasta 2019 suma la cifra de 23 campañas, aunque entre 2019 y 2023 ha desarrollado alguna más, que se mencionarán después, en especial en relación con las empresas españolas de Ferrovial y Cellnex.

Figura n.º 17: Porcentaje de las distintas campañas elaboradas por TCI desde 2004 hasta 2019



Fuente: Elaboración propia basada en datos del informe de JP Morgan, 2019

Recordando la clasificación otorgada a las diferentes tácticas utilizadas para impulsar las campañas activistas, las principales tácticas utilizadas por TCI son las relativas a las propuestas de accionistas (representando un 43,5% del total); cartas dirigidas a los equipos directivos y difundidas públicamente (con un 39,1%); y, por último, las *proxy fights* (con un porcentaje del 13% sobre el total)¹² (JP Morgan, 2019). Dos de sus tres métodos conllevan cierta agresividad, dado el carácter público de sus cartas y la presión mediática que supone el desarrollo de una “batalla de votos”.

Recientemente, una de las temáticas primordiales en sus campañas ha sido la concienciación en torno a los requisitos ESG, impulsados por medio de cartas enviadas en nombre de TCI y firmadas por el propio Hohn, a las empresas en las que invierte. Esta actuación evidencia una vez más la influencia activa que TCI pretende generar en el

¹² El porcentaje asociado a cada una de las tácticas se refiere a las campañas impulsadas hasta 2019, y podrá variar relativamente pues, como ya se ha mencionado, se pueden emplear numerosas tácticas en una misma campaña.

ámbito del cambio climático, pues considera que tendrá a largo plazo un fuerte impacto en la rentabilidad de la empresa. En ellas, conciencia sobre los riesgos de regulación, desventajas competitivas, deterioro de la marca y de los activos, y problemas de financiación, todos ellos relacionados con la política de los requisitos ESG. Destaca significativamente el carácter público de este tipo de cartas, accesible a cualquiera, generando una mayor presión para la empresa intervenida.

Además, en la propia web corporativa del fondo, se establece abiertamente el hecho de que TCI votará en contra en los consejos y presentará resoluciones en las Juntas Generales de Accionistas cuando los planes de reducción de emisiones sean inadecuados, valorando incluso la posibilidad de desinversión en el caso de que no se revele el plan de reducción de emisiones (o éste no sea creíble), o bien la empresa no quede lo suficientemente comprometida con la implementación de las políticas de ESG acordadas (TCI Fund Management Limited, 2023)¹³.

Como prueba de esta insistencia, vemos como en 2020 Hohn, actuando como consejero en la empresa pública Aena (con una participación ya mencionada del 6,3%), logró que la empresa fuera pionera en aprobar en su junta de accionistas un acuerdo para adoptar un Plan de Acción Climática que favorece la reducción de gases y emisiones (Fernández, 2023).

En definitiva, constituyen iniciativas orientadas a acelerar la eficiencia de la toma de decisiones del gobierno corporativo, y la productividad de la empresa, buscando generar rentabilidad. En ocasiones estos proyectos se plantean como condicionantes o compromisos que la junta deberá asumir para la adquisición de TCI de una participación en la empresa (*a priori*) y otras veces como consecuencia de su condición de accionista y deseo de influir en la gestión (*a posteriori*).

¹³ ESG Engagement Letters, TCI Fund Management (disponible en página web <https://www.tcifund.com/ESGEngagements>).

4.3.3. Influencia en la toma de decisiones de las compañías

Se presentan en este apartado diversas situaciones que ponen de manifiesto la efectiva influencia que TCI tiene sobre las decisiones y actuaciones de las empresas intervenidas.

En 2021, se destaca la batalla o *proxy fight*, anteriormente mencionada, con Canadian National Railway (en adelante, CNR), donde TCI ostenta una participación del 8%, debido a la propuesta de una oferta lanzada por CNR sobre Kansas City Southern. TCI no tardó en publicar y difundir una carta de oposición a dicha fusión, estableciendo los riesgos a los que se enfrentaba, y criticando agresivamente la debilidad del equipo directivo de CNR y el deterioro de los resultados financieros y operativos. Además, propuso la sustitución del consejero delegado y el nombramiento de cuatro nuevos consejeros (*Institucional Investor LLC*, 2022).

Como consecuencia de estas declaraciones y presiones varias, Kansas City Southern acabó rescindiendo el acuerdo de fusión con CNR y acordó fusionarse con Canadian Pacific Railway, donde TCI también contaba con una participación. En cuanto a CNR, esta anunció un plan para recortar gastos y mejorar la rentabilidad y poco después, se llegó a un acuerdo por medio del cual CNR se retiraba de la “batalla de votos” y se comprometía a introducir varios cambios en su consejo, entre ellos la incorporación de dos nuevos consejeros independientes (López, 2023)

Otra de sus tácticas, que evidencia su intervención en la administración de las empresas participadas, es el lanzamiento de ofensivas para bloquear (o desbloquear) la elección de nuevos miembros de los consejos de administración, o de consejeros delegados. A lo largo de los primeros meses de 2023, solicitó activa y encarecidamente la dimisión del presidente no ejecutivo y de tres miembros del consejo de la administración de la empresa española de telecomunicaciones Cellnex. Su presión y posición como mayor accionista contribuyeron a que dos de los tres directivos dimitieran y consiguió acelerar el nombramiento del nuevo CEO. Según Hohn, Cellnex no estaba alcanzando todo su potencial debido a un bloqueo en la gestión y un gobierno corporativo poco eficiente.

Tras la noticia, ese mismo día, el precio de las acciones subió un 2,84%, y en el corto plazo, aumentaron en un 15% en el año 2023 (el Periódico de España, 2023). Este último dato evidencia el impacto positivo que ciertas estrategias activistas dirigidas por Hohn tienen tanto sobre los nuevos inversores y el mercado, como sobre el valor y la rentabilidad de las acciones.

En febrero de 2023, Hohn vuelve a ejercer una enorme presión sobre Airbus, empresa francesa de fabricación y venta de aviones. Se presentan a continuación dos fragmentos de la carta firmada por Chris Hohn, dirigida a Airbus, siendo TCI accionista de un 3% en su momento. En ella, el fondo expresa su oposición a la potencial inversión de Airbus en Evidian, instándole a terminar de manera inmediata las negociaciones con la empresa Atos sobre la compra de una participación minoritaria en Evidian.

"También nos preocupa que el consejo de Airbus haya permitido que esta transacción potencial siga adelante. Refleja malamente la toma de decisiones del consejo y la gobernanza de la empresa [...]. Lo último que necesita la dirección es un nuevo problema de *niñato* que le distraiga de la actividad principal de Airbus, que por primera vez en 20 años parece estar en orden".

"[...] el 17 de febrero de 2023 TCI presentó una moción para ser añadida al orden del día de la Junta General Anual (AGM) de Airbus en abril, solicitando la divulgación y discusión de ciertas cuestiones importantes relativas a la potencial compra de la participación en Evidian" (TCI Fund Management Limited, 2023).

La propuesta de TCI de discutir dicho asunto en la junta general de accionistas, implícitamente añade una presión adicional para la administración y dirección de Airbus. Además, el equipo directivo deberá valorar las posibles consecuencias de lo que pasaría si siguiera adelante con la propuesta ante la negativa de uno de sus principales accionistas, o incluso el hecho de que TCI haya hecho acuerdos previos con otros accionistas, dando lugar a una potencial *proxy fight*.

En abril de 2023, volvió a actuar con Ferrovial, influyendo decisivamente en el abandono de su sede social en España, trasladándose a Países Bajos. TCI, cuando se discutía el asunto en la propia junta de accionistas, actuó como firme defensor del traslado, pues

tenía su vista puesta en la posibilidad de cotización en la bolsa de Nueva York. Acorde a su perfil activista, buscaba más oportunidades de inversión y rentabilidad, y cotizar en Estados Unidos, donde reside más de la mitad del valor de Ferrovial, resultaba un acierto indudable, que se acabó haciendo realidad. Es más, tras el anuncio del traslado a Ámsterdam, TCI incrementó su participación en el capital, superando mínimamente el 7%, y reforzando su posición como tercer accionista principal (Mesones, 2023).

TCI también ha impulsado cambios que, a pesar de resultar beneficiosos desde un punto de vista estratégico y operativo, han resultado perjudiciales para los trabajadores de dichas empresas. A modo de ejemplo, una carta enviada por TCI a Alphabet, la conocida multinacional tecnológica, en la que, además de reconocerle positivamente el hecho de haber reducido la plantilla, se le anima a seguir realizando cortes de personal, disminuyendo hasta un 20% el conjunto de personal. Asimismo, estimula a Alphabet a abordar la, según TCI, excesiva compensación de los empleados:

"Es importante que la dirección también aproveche la oportunidad para abordar la excesiva remuneración de los empleados. [...] La competencia por el talento en la industria tecnológica ha caído significativamente permitiendo a Alphabet reducir materialmente la compensación por empleado. En particular, Alphabet debería limitar la remuneración en forma de acciones dado el mínimo precio de las acciones".

Además, la difusión en los medios de esta carta no juega a favor de la compañía, con periódicos de renombre como *WSJ* o el Financial Times escribiendo sobre el asunto. Un extracto del artículo del periódico *WSJ* hacía referencia a las palabras textuales de Hohn, quien decía que “una base de costes excesivamente inflada no favorece la capacidad de una empresa para reinvertir y que el precio de las acciones se revalorice” (Kruppa, 2022).

4.4. Comparación entre TCI y el fondo Elliot: perfil de compañías participadas, tipo de activismo, palancas de creación de valor

4.4.1. Descripción de Elliot Management y Paul Singer

Se presenta a continuación Elliot Management (en adelante, Elliot), *hedge fund* creado en 1977 y gestionado por Paul Singer, uno de los principales activistas del panorama actual. Aparece también incluido en el puesto 25 de la lista de la Revista *Forbes*, considerado

como uno de los directivos de fondos de inversión más ricos del mundo, con un patrimonio neto de \$5.500 millones de dólares (Tucker, 2023).

Se caracteriza por participar en adquisiciones de participaciones directamente a través de su división de *private equity* (JP Morgan, 2019).

A pesar de ser un fondo de perfil activista, sus motivaciones, y métodos difieren del activismo propio de TCI hasta ahora analizado, liderado por un gestor percibido como duro, agresivo y radical (Cano & Criado, 2018).

En cuanto al número de campañas en Europa, Elliot ha liderado un número considerablemente mayor, con 40 campañas desde 2005 hasta 2019, frente a las 23 del fondo de Chris Hohn. Además, se presentan diferencias en el nivel de agresividad con el que han sido llevadas a cabo, pues Elliot busca la publicidad y difusión en muchas de sus campañas, para ejercer una mayor presión en los directivos de la empresa en cuestión, pero sin que su principal enfoque sea influir positivamente en lo relativo al gobierno corporativo a largo plazo. En cambio, en las campañas de TCI suele verse incluida la intención de obtener una posición en el consejo, para tratar de influir en las decisiones, buscando maximizar el valor a largo plazo, en línea con su “posición larga” en las empresas (JP Morgan, 2019).

4.4.2. Tipo de activismo y palancas de creación de valor

Elliot cuenta actualmente con un portfolio de aproximadamente 59 miles millones de dólares en activos, más diversificado que la cartera de TCI, con participaciones minoritarias en un mayor número de empresas (Forbes, 2023).

Paul Singer ha demostrado especial interés por los sectores de inmobiliario, tecnología (Twitter, Samsung, y Citrix Systems) y energía (Suncor Energy, Philips 66 y NRG Energy) (Insightia, 2022); su habilidad para detectar empresas infravaloradas en dichos sectores y su estrategia de adquisición y venta rápida de activos ha contribuido a que Elliot obtuviera rentabilidades superiores a la gran mayoría de *hedge funds* activistas durante 2021 y 2022, junto a Citadel, otro *hedge fund* gestionado por Ken Griffin (Moreno, 2023).

Durante 2018, algunas de las campañas activistas lideradas por Paul Singer incluían tomar posición en la empresa Bayer, una propuesta de fusión de Pernod Ricard, y cambios directivos en Telecom Italia (tres de las empresas más grandes de Europa), todo ello en menos de un mes (Cano & Criado, 2018). Comparando los niveles de intensidad y número de campañas, Elliot sobrepasa indudablemente a TCI, impulsando una media de 4 campañas por trimestre¹⁴ y en términos de capital desplegado Elliot también es notablemente más fuerte; pero lo relevante sería evaluar si los beneficios y el impacto generado (especialmente a largo plazo) en dichas empresas es superior a los obtenidos por TCI.

A lo largo del año 2021, los objetivos principales de sus campañas incluyeron a la compañía estadounidense Public Storage, Duke Energy, de servicios públicos, la compañía inglesa SSE y a la aseguradora Willis Towers Watson (participación que Elliot adquirió, dejando atrás a otros tres fondos activistas, entre ellos Starboard Value, que también lo intentaron) (Insightia, 2022).

Elliot invirtió recientemente en Salesforce, empresa de software que enfrentaba una disminución en sus ventas, y varias salidas de directivos. Se espera que su participación impulse el crecimiento de ventas y márgenes, incluyendo cambios en los puestos directivos de la sociedad. Elliot destaca por seleccionar empresas que se encuentran en un estado considerablemente por debajo de su valor potencial, y desde el primer momento altera completamente la gestión, ejerciendo una presión directa sobre el equipo directivo, y cualquier variación de sus planes o de lo que Singer considera la dirección correcta de la gobernanza puede acabar en *proxy fights* (Estrategias de Inversión 2024); es más, ha llegado a resolver disputas con empresas e incluso con varios Estados, entre ellos Argentina, en los tribunales (Cano & Criado, 2018).

Volviendo con el ejemplo de Salesforce, no fue hasta que Elliot amenazó a la compañía con el anuncio de una *proxy fight* consistente en el cese y sustitución de consejeros que Salesforce llevó a cabo ajustes necesarios que el fondo activista llevaba tiempo exigiendo (Herbst-Bayliss, 2023).

¹⁴ En 2021, Elliot fue responsable del 18% del total de las campañas europeas, fortaleciendo su posición como activista en empresas europeas de gran capitalización.

Un carácter esencial en su manera de actuar es el reajuste y reestructuración a la que someten a toda aquella empresa en la que invierten, con numerosas desinversiones que generan valor para los accionistas. Es decir, como cualquier otro activista, su principal objetivo es la maximización del valor de la compañía, pero con cambios radicales, intervencionistas y siempre con un gran elemento mediático que genera ruido y presión (Cano & Criado, 2018). Sin embargo, cabe plantearse si las desinversiones que impulsa Elliot en algunos casos puedan llegar a restar valor e incluso generar un coste en el corto y medio plazo, que no beneficien a la empresa intervenida (Estrategias de Inversión, 2024).

Mientras tanto, TCI, aunque también aprovecha las oportunidades de acciones infravaloradas, tiende a invertir en un menor número de empresa, adquiriendo participaciones más significativas, buscando activos con una mayor estabilidad y sobre las que se considere que se puede influir activamente en sus decisiones a futuro, pero sin ser tan agresivo ni mediático.

Los dos fondos objeto de comparación comparten la rigidez con la que imponen su visión en los consejos de las empresas en las que invierten, impulsando campañas cuando así lo estiman necesario. No obstante, encontramos diferencias en la metodología y los fines de cada uno de los gestores. Las estrategias de Singer están orientadas a maximizar el valor, exigiendo constantemente desinversiones, y cambios corporativos buscando la devolución de capital a sus inversores, pero con un enfoque menos “social” o “medioambiental” que recientemente viene caracterizando a TCI. Como ya se ha expuesto, TCI busca generar un impacto positivo a largo plazo, a través de un proceso de creación de valor con un enfoque incluido por su filantropía.

5. CREACIÓN DE VALOR PARA LOS DIFERENTES AGENTES

5.1. Creación de valor para los inversores

El mercado por lo general percibe a los activistas como catalizadores o impulsores de cambios positivos. El anuncio de una campaña activista o incluso la noticia de la entrada de un inversor activista en una empresa, suele derivar en un aumento del precio de las acciones, al menos a corto plazo. Un estudio de la universidad de Harvard que incluía a

más de 60 empresas establece que las empresas en general experimentaron un incremento medio del 2,3% en su rendimiento, frente al aumento del 3,3% que obtuvieron las empresas sujetas a campañas activistas (Kommel et al., 2021).

Autores como Brav, Jiang y Kim (2010) han detectado un rendimiento positivo promedio del 5% durante los 20 días anteriores y posteriores al anuncio de dicha campaña, sin una reversión anormal de dichos retornos en los siguientes 36 meses, lo que sugiere que la subida de valor no se debe a una reacción impulsiva del mercado. No obstante, las rentabilidades serán mayores o menores en función del tipo de campaña planteada, según la clasificación ya planteada en el apartado de “Análisis de estrategias activistas” (Boyson et al., 2017).

En lo que respecta a TCI, la creación de valor para sus inversores es innegable. Basándonos en las figuras n.º 14 y n.º 16, que muestran la evolución del precio de las acciones en las que ha invertido TCI (entre ellas, Aena, Ferrovial, Atlantia y Getlink), se observa como en poco tiempo se consiguen rentabilidades positivas, que se mantienen en el corto y medio plazo. Ya desde 2003, el fondo ha sido capaz de mantener unos beneficios sostenidos en el tiempo, con unos retornos extraordinarios y considerablemente superiores a los de otros índices bursátiles como el S&P 500. La combinación de una cartera concentrada estratégicamente en activos sólidos, un enfoque a largo plazo con acciones directas sobre la gestión de la empresa, así como un proceso de selección de compañías con un potencial de revalorización superior al de otros inversores, contribuye a la inmensa creación de valor y rentabilidades que TCI viene devolviendo a sus inversores prácticamente desde su fundación.

5.2. Creación de valor para los empleados y la sociedad en su conjunto

La empresa es una entidad en la que convergen multitud de intereses, que pueden llegar a dividirse o entrar en conflicto, y en ocasiones, lo que para unos puede suponer la consideración de creación de valor, puede no serlo para otros.

Centrándonos en los empleados, hay ciertas estrategias desempeñadas por TCI que incluyen el recorte de la plantilla de trabajadores o la reducción de la compensación y el salario de los empleados, actuaciones que no resultan beneficiosas para este grupo. En base a las cartas enviadas por TCI a Alphabet, podríamos llegar a pensar que en ocasiones

los fondos activistas, no se centran tanto en el capital humano de la propia sociedad, viendo el número de trabajadores de la empresa o el salario presente como un obstáculo para sus planes de reestructuración.

No obstante, la evolución en la prioridad que se le viene otorgando a los requisitos ESG y esta transición hacia un activismo más social e “humano” deriva en un impacto positivo para los empleados y para la sociedad en su conjunto. Al fin y al cabo, todo aquello relacionado con las políticas sociales, de igualdad, protección de derechos humanos y laborales, y proyectos de mejora del gobierno corporativo (englobados mayoritariamente en el paquete de ESG), contribuye de manera favorable al bienestar de los empleados.

En relación a la sociedad, a lo largo del trabajo se ha argumentado el destacado ejemplo que supone TCI para explicar este nuevo activismo enfocado hacia la sostenibilidad, protección del medio ambiente y bienestar social. Desde las cartas que envía a cada una de sus empresas participadas exigiendo la reducción de emisiones y un plan contra el cambio climático, hasta su iniciativa *Say on Climate*, vemos como estas acciones tienen un impacto directo en la creación de valor de las compañías¹⁵, e indirectamente, en la propia sociedad; solo en 2019, el número de ingresos sumaba los 8.400 miles de millones de dólares de ingresos en 2019 (Domingo, 2020).

5.3. Patrones comunes de creación de valor

Dirigiendo nuestra atención hacia TCI, si bien es cierto que con cada empresa se centra en aquellos aspectos propios de la misma en los que se detecten deficiencias u oportunidades para mejorar el desempeño, encontramos ciertos patrones comunes de creación de valor.

Tras haber estudiado el perfil de sus empresas, se puede afirmar que uno de sus principales focos es el sector de infraestructuras de transporte y telecomunicaciones. Las inversiones en las empresas españolas de Ferrovial, Aena, Cellnex empresas de cierta referencia en el sector, se caracterizan bien por poseer activos en propiedad o bien por prestar servicios a través de concesiones a largo plazo, en un sector en el que hay pocos

¹⁵ Véase el caso de Aena, con la aprobación del plan para favorecer la lucha contra el cambio climático, con el apoyo de la Junta General de accionistas.

operadores con una demanda muy saturada. Esto permite cierta capacidad para fijar e incrementar los precios, con oportunidades para crear valor en el proceso.

Nos encontramos con una situación similar al analizar sus inversiones en las principales empresas de ferrocarril de EE.UU. Kansas Southern City – ahora Canadian Pacific Kansas City tras la fusión) y Canadá (CNR y Canadian Pacific Railway). En el ejemplo ya expuesto anteriormente, la estrategia activista de TCI fue clave para evitar la fusión entre CNR y Kansas Southern City, promover la fusión entre Kansas Southern City y Canadian Pacific Railway (empresa en la que TCI también ostentaba una participación), y conseguir que CNR nombrará nuevos directores y asumiera un plan de mejora de su desempeño a futuro. Teniendo una participación en las empresas de referencia del sector, TCI tenía cierto poder, asegurándose la demanda y control sobre los precios, aumentando así el valor de sus acciones.

Otra de sus actuaciones, esta tal vez más estándar en el ámbito de la inversión activista, es el hecho de comenzar adquiriendo una participación minoritaria, e ir aumentando gradualmente su porcentaje de propiedad de capital, hasta llegar en algunos casos a convertirse en accionista mayoritario. Este ha sido el caso con Cellnex, donde continúa ejerciendo presión en el consejo de administración. Esta estrategia le permite ostentar un mayor poder de influencia en la toma de decisiones futuras del propio consejo, facilitando a su vez el cese o nombramiento de consejeros delegados con los que el fondo esté de acuerdo.

Por último, uno de sus patrones de creación de valor más característico a día de hoy es su inversión y esfuerzo en el compromiso con el medio ambiente y la lucha contra el cambio climático. Identificamos cierta radicalidad en sus insistencias por la neutralidad energética y compromiso hacia proyectos ecológicos de reducción de emisiones. Chris Hohn está demostrando ser absolutamente restrictivos en este aspecto, dejando claro que, en caso de que no se cumplan los planes de las empresas, se emprendan proyectos no favorables al medio ambiente o se preste entrada a inversores cuyos objetivos no estén alineados con este enfoque sostenible, se planteará renunciar a su participación en los consejos de administración y liquidar sus paquetes accionariales.

Resulta ligeramente contradictorio este afán por un tipo de inversión y activismo “verde” con algunas de las empresas que aún mantiene en su cartera, especialmente aquellas dedicadas a las infraestructuras, la producción de carbón o el transporte. Los servicios prestados por estas compañías involucran fuentes de energía no renovables, producción contaminante y combustibles fósiles.

Según la opinión de Hohn, antes que ignorar las participaciones en este tipo de empresas, que no dejan de ser enormes oportunidades de creación de valor, está invirtiendo sus esfuerzos en tratar de reajustar su ciclo productivo y actuaciones más contaminantes (Domingo, 2020). Para ello, nos basamos en las cartas de su página web corporativa, de acceso público, enviadas a cada una de las empresas de su cartera, en las que comparte la evaluación realizada de los requisitos ESG en la empresa, e instándoles a tomar medidas específicas adaptadas a la situación de cada compañía, para reducir las emisiones de carbono y mejorar su compromiso con el medio ambiente.

6. CONCLUSIONES

En base al análisis realizado, podemos extraer las siguientes conclusiones acerca de la inversión activista o activismo accionarial.

En primer lugar, ha quedado claro que, si bien es cierto que el activismo ha experimentado fluctuaciones desde 2018, con ciertas bajadas entre 2021 y 2022, los resultados del año pasado y las expectativas de futuro indican que el activismo es una realidad cada vez más popular ya no solo entre fondos de cobertura, sino entre inversores institucionales más conservadores o tradicionales. Asimismo, este tipo de inversión no ha quedado inmune a los factores macroeconómicos, sucesos políticos y cambios sociales y medioambientales, que poco a poco van transformando el activismo tradicional, de carácter más agresivo, en uno que busca el impacto positivo, la sostenibilidad y bienestar social.

El plano ESG es uno de los elementos que ha contribuido a redefinir el activismo accionarial. Según las palabras de Larry Fink, CEO De BlackRock, el cambio climático es “el factor más decisivo y determinante” en las inversiones de capital a largo plazo (Domingo, 2020). El hecho de que una campaña activista incluya un componente de ESG o busque promover el compromiso de las empresas con estos requisitos puede resultar más atractivo para conseguir el apoyo del resto de los accionistas.

Se ha demostrado que los requisitos ESG realmente desempeñan un papel integral en el proceso de creación de valor sostenible, y son cada vez más aceptados por las comunidades de inversores y mercados, por lo que es probable que los activistas tiendan a incorporarlos en sus estrategias como marco para evaluar el desempeño de las empresas. Asimismo, el ámbito ESG se presenta como una espada de doble filo: por un lado, para los accionistas, las insuficiencias o carencias percibidas en este ámbito podrán suponer un objetivo más sobre el que ejercer presión e impulsar el cambio; por otro lado, las empresas, tendrán que comprometerse proactivamente con sus accionistas y revisar constantemente estos requisitos, para poder defenderse ante posible “ataques” activistas. Habida cuenta de lo anterior, las campañas tradicionales de M&A, y las propuestas de nombramiento o cese de miembros directivos o consejeros delegados seguirán existiendo por sí solas, pues constituyen pilares fundamentales de los ideales activistas.

En general, la presencia de los activistas suele resultar beneficiosa, ya que genera presión en la forma de dirigir y gestionar las empresas, fomentando la creación de valor. Esto implica un esfuerzo por tratar de ser el gestor más completo posible, pues de lo contrario, podría aparecer en escena alguien mejor. Y todo ello, con el enfoque sostenible, en un contexto activista en el que el objetivo final ya no es únicamente la obtención de beneficios a corto plazo sino la búsqueda de creación de valor sostenible a largo plazo.

Procediendo a las conclusiones específicas sobre el fondo objeto de estudio, se confirma que TCI evidencia este nuevo enfoque sostenible del activismo. Mediante su ejemplo, y sus iniciativas (*Say on Climate* y las ayudas CIFF, entre otras), está contribuyendo a redefinir la percepción de la comunidad activista, convirtiéndose en catalizador de cambios positivos y sostenibles para las empresas.

El análisis de sus estrategias de creación de valor permite reiterar una vez más la rentabilidad superior que consigue Chris Hohn a través de sus campañas activistas, aunque estas en ocasiones supongan tensiones y conflictos en la dirección de las compañías. El cuidadoso proceso de selección de su cartera, junto con el posicionamiento estratégico de cada uno de sus activos dentro de sus respectivos sectores (particularmente en sus inversiones en infraestructuras) brindan oportunidades para generar valor que el fondo explota, en beneficio de sus inversores.

Más allá del afán económico y la obtención de una rentabilidad positiva, creciente con los años, hay una razón última para todos los cambios impulsados por TCI, con mayor o menor agresividad, y esto es el deseo de influir positivamente en la sociedad. En esencia, los elementos diferenciadores de TCI son, además de su inmensa creación de valor, el impulso por el cambio climático y los esfuerzos filantrópicos, manteniendo el propósito inicial con el que TCI fue fundado.

En palabras de Chris Hohn: “¿Qué sentido tiene ganar tanto dinero si no se tiene la alegría de darle un sentido, servicio y propósito? Sigo comprometido con el objetivo original: beneficiar a los inversores y fomentar la filantropía a través del ejemplo”.

ANEXO 1 - Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, María Marzo González, estudiante de Derecho y Administración y Dirección de Empresas (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “Estrategias de inversores activistas. El caso del fondo activista *The Children’s Investment Fund* (TCI)” declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
5. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
6. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he

explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 20/03/2024 .

Firma:  _____

7. BIBLIOGRAFÍA

Benhamou, M., Chasan, E., & Kishan, S. (2020, 29 enero). The Biggest ESG Fuds are beating the market. *Bloomberg News* (disponible en: <https://www.bloomberg.com/graphics/2020-ten-funds-with-a-conscience/?leadSource=uverify%20wall>)

Blanco, I. (2023, 29 marzo). Chris Hon, el inversor que presiona a Cellnex, capitanea el único fondo con activismo “muy alto” en el Ibex. *El Economista* (disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/12206915/03/23/Chris-Hohn-el-inversor-que-presiona-a-Cellnex-capitanea-el-unico-fondo-con-activismo-muy-alto-en-el-Ibex-.html>)

Bookstaber, R. (2019). Hedge Fund Existential. *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, pp. 19-23.

Boyson, N., Gantchev, N., & Shivdasani, A. (2017). Activism mergers. *Journal of Financial Economics*, Vol. 126, pp. 54-73 (disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X17301253>)

Brav, A., Jiang W, F., & Partnoy, T. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *Journal of Finance*, 63, pp. 1729-1773.

Burkart., M & Lee, S. (2020). Activism and Takeovers. *European Corporate Governance Institution, Working Paper Series in Finance* N° 543/2018.

Burton, K., Parmar, H., & Shen, Y. (2022, 14 septiembre). Hedge Funds betting Musk will be forced to buy Twitter. *Bloomberg News* (disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-14/hedge-funds-are-betting-elon-musk-will-be-forced-to-buy-twitter>)

Cano, F., & Criado, A., (2018, 15 diciembre). Así es Elliot: el fondo que desestabilizó Telecom y que casi llevó a Argentina a la quiebra. *El Español* (disponible en: https://www.elespanol.com/invertia/empresas/20181215/elliott-fondo-desestabilizo-telecom-llevo-argentina-quiebra/360715032_0.html)

Children's Investment Fund Foundation (2023). Annual Report 2022, UK, p. 2 (disponible en: <https://ciff.org/wp-content/uploads/2023/12/CIFF-2022-Annual-Report-compressed.pdf>)

Corporate Finance Institute (2023). Proxy Fight, Obtenido de CFI: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/proxy-fight/>

Domingo, I.J. (2020, 20 febrero). El hedge fund más rentable de 2019 adopta una agresiva estrategia de inversión a favor de empresas sostenibles. *Estrategias de Inversión*. (disponible en: [https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/informes/el-hedge-fund-mas-rentable-de-2019-adopta-una-n-442289-\)](https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/informes/el-hedge-fund-mas-rentable-de-2019-adopta-una-n-442289-)

Dowd, K. (2022, 27 febrero). Wall Street's most feared activist investor is changing his game after shaking up Twitter, AT&T and Samsung. *Forbes* (disponible en: <https://www.forbes.com/sites/kevindowd/2022/02/27/wall-streets-most-feared-activist-investor-is-changing-his-game-after-shaking-up-twitter-att-and-samsung/>)

Dummet, B., & Lombardo C. (2022, 25 enero). Canadian National Railway names new CEO, Averts Proxy Fight. *The Wall Street Journal* (disponible en: <https://www.wsj.com/articles/canadian-national-railway-to-name-new-ceo-to-avert-proxy-fight-11643145669>)

El fondo TCI pasa a controlar de forma directa el 9,3% de Cellnex (2023, 4 abril). *Área de telecomunicaciones, el periódico de España* (disponible en: <https://www.epe.es/es/activos/20230404/fondo-tci-pasa-controlar-forma-85634031>)

Estrategias de inversión (2023). *Small Caps*. Obtenido de Ei: <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/small-caps-t-1506>

Fernández, M. (2023, 25 abril). TCI, el gran incordio en los consejos de administración del Ibex”. *El País* (disponible en: <https://elpais.com/economia/negocios/2023-04-25/tci-el-gran-incordio-en-los-consejos-de-administracion-del-ibex.html>)

Fobes, T., Drewry, C., Dubofsky, J., & Latham and Watkins LLP (2024, 29 febrero). 8 Hot Topics in Activism. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/02/29/8-hot-topics-in-activism/>)

Freedman, A., & Olshan Frome Wolosky LLP (2024, 28 febrero). Summary of Activism in 2023 and a Preview of Activism in 2024. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/02/28/summary-of-activism-in-2023-and-a-preview-of-activism-in-2024/>)

Gillan, S., y Starks, L., & Kim. H. (2007). La evolución del activismo accionarial en Estados Unidos. *Revista de Finanzas Corporativas Aplicadas*, Vol. 19, pp. 55-73.

Global Impact Investing Network (2019). *What you need to know about impact investing*. Obtenido de GIIN: <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

Global Sustainable Investment Alliance (2016). *Global Sustainable Investment Review*, p. 6. (disponible en: <https://apo.org.au/sites/default/files/resource-files/2017-03/apo-nid228336.pdf>)

Grumberg, A., Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP (2019, 9 noviembre). Activist Investing in Europe: A Special Report. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/11/09/activist-investing-in-europe-a-special-report/>)

QUIÉN Y CUÁNTO | Created with Datawrapper. (s. f.). Create Charts And Maps With Datawrapper (disponible en: https://www.datawrapper.de/_/CB27a/)

Herbst-Bayliss, S. (2023, 27 marzo). Salesforce avoids proxy fight with Elliot after improved results. *Reuters* (disponible en: <https://www.reuters.com/technology/salesforce-says-elliott-will-not-nominate-directors-board-2023-03-27/>)

Investor. Gov. (2012, 3 octubre). Investor Bulletin: Hedge Funds. *U.S Securities and Exchange Commission* (SEC) (disponible en: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-46>)

Jiang, W., Tao, L., y Danqing, M. (2018). Activist Arbitrage in M&A Acquirers. *SSRN, Columbia Business School Research paper*, No. 18-45, p. 1 (disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3147304)

JP Morgan (2022). *Shareholder Activism* (informe no accesible al público)

JP Morgan (2019) *TCI Profile* (informe no accesible al público)

Kenton, W. (2022, 11 abril). Schedule 13 D: What it is, how to file, Requirements and Example”. *Investopedia*. (disponible en <https://www.investopedia.com/terms/s/schedule13d.asp>)

Kommel, A., Verma, A., Kohn, K., & Bloomberg LP. (2021, 20 febrero). Bloomberg Activism Screening Model. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/02/20/bloomberg-activism-screening-model/>)

Kostin, D., Ma, J., & Goldman Sachs. (2023, 30 mayo). Shareholder Activism: What Investors Seek, Which Companies are targeted, and how Stocks perform. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (disponible en

<https://corpgov.law.harvard.edu/2023/05/30/shareholder-activism-what-investors-seek-which-companies-are-targeted-and-how-stocks-perform/>)

Kruppa, M. (2022, 15 noviembre). Activist Investor Calls on Google Parent Alphabet to Slash Costs. *The Wall Street Journal* (disponible en: <https://www.wsj.com/articles/activist-investor-calls-on-google-parent-alphabet-to-slash-costs-11668528859>)

Lapetra, R. (2023, 29 marzo). Aterrizaje forzoso de TCI en Cellnex: Hohn calienta la Junta con su inversión en rojo”. *Mercados y Bolsas, La Información* (disponible en: <https://www.lainformacion.com/mercados-y-bolsas/aterrizaje-forzoso-the-children-investment-cellnex-hohn-junta-inversion-rojo/2883792/>)

Lazard’s Capital Markets Advisory Group (2022). *H1 2022 Review of Shareholder Activism*.

Lipton, M., & Savitt, W. (2007). The many myths of Lucian Bebchuk. *Virginia Law Review*, pp. 733-758.

López, C. (2023, 27 marzo). La presión de Chris Hohn obliga a Cellenex a cambiar a su presidente. *Activos, El periódico de España* (disponible en <https://www.epe.es/es/activos/20230327/presion-chris-hohn-obliga-cellnex-85256925>)

McCabe, C. (2024, 22 enero). Chris Hohn’s TCI Tops Hedge-Fund rankings with \$12.9 billion Haul for 2023. *The Wall Street Journal* (disponible en: <https://www.wsj.com/livecoverage/stock-market-today-dow-jones-01-22-2024/card/chris-hohn-s-tci-tops-hedge-fund-rankings-with-12-9-billion-haul-for-2023-2vNyZwzFnRh8vqCFGpWr>)

McKinsey & Company. (2014). *Dealing with activist investors: A conversation with Larry Kanarek*. Obtenido de McKinsey & Company: mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/dealing-with-activist-investors-a-conversation-with-larry-kanarek.

Mesones, J. (2023, 15 marzo). El fondo TCI respalda el traslado de Ferrovial a Ámsterdam y ya supera el 7% del capital. *El Economista* (disponible en: <https://www.eleconomista.es/infraestructuras-servicios/noticias/12189612/03/23/El-fondo-TCI-respalda-el-traslado-de-Ferrovial-a-Amsterdam-y-ya-supera-el-7-del-capital.html>)

Moreno, M. (2023, 23 enero). Los *hedge funds* fallaron en 2022 cuando se esperaba que dieran su mejor versión. *CincoDías* (disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2023/01/23/mercados/1674484848_256141.html#)

Mourselas, C., & Agnew H. (2024, 12 febrero). El Hedge fund TCI de Chris Hohn gana un 33% en 2023. *Financial Times, Expansión* (disponible en <https://www.expansion.com/economia/financialtimes/2024/01/06/65989c59468aeb053d8b4571.html>)

Noe, T. (2002). Investor Activism and Financial Market Structure. *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, Issue 1, 2002, pp. 289-318 (disponible en: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/15/1/289/1620254?redirectedFrom=fulltext>)

Wall Street Prep. (2024, 20 febrero). *Inversor Activista* (disponible en: <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/activist-investor/>)

Partridge, M. (2017, 21 septiembre). Invest with the corporate activists. *MoneyWeek Newsletter* (disponible en <https://moneyweek.com/473197/invest-with-the-activist-investors>)

Paul Singer. (s.f.). *Forbes* (disponible en: <https://www.forbes.com/profile/paul-singer/?sh=601d45e0795e>)

Phillips, M. (2021, 9 junio). Exxon's Board. Defeat Signals the Rise of Social-Good Activists. *The New York Times* (disponible en: <https://www.nytimes.com/2021/06/09/business/exxon-mobil-engine-no1-activist.html>)

Pound, J. (1992). Beyond takeovers: politics comes to corporate control. *Harvard business review*, Vol. 70(2), pp. 83-93.

Redacción (2023, 23 enero). Elliot Management adquiere una gran participación en Salesforce. *Estrategias de Inversión* (disponible en <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-eeuu/elliott-investment-management-adquiere-una-gran-n-587979>).

Saballs, M. (2023, 29 marzo). Los tres tentáculos españoles de Chris Hohn. *Activos, El periódico de España* (disponible en <https://www.epe.es/es/activos/20230329/tres-tentaculos-espanoles-chris-hohn-85306342>)

Sáez, M. (2018, octubre). Activismo accionarial, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC. *Revista para el Análisis del Derecho*, octubre 2018.

Schleinkofer, R., & Burton J. (2017, 8 noviembre). Public Investment Memorandum. Commonwealth of Pennsylvania Public School Employee's Retirement system, *The Children's Investment Fund, LP Global Public Equity*.

Schulte Roth & Zabel (2022). The Activist Investing Annual Review. *Insightia*.

Silos et al. (2019). *Más Activos. Más Sostenibles. Entrando en la era del activismo ESG*. Obtenido de Clúster transparencia, buen gobierno e integridad.

Spierings, M. (2024, 27 febrero). 2024 Proxy Season Preview: Looking for a Silver Lining. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance* (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/02/27/2024-proxy-season-preview-looking-for-a-silver-lining/>)

TCI Fund Management Limited (2021, 7 septiembre). TCI Fund Management Limited Announces It Has Retained Kingsdale Advisors to Halt Canadian National Railway's Pursuit of

Kansas City Southern and Effect Value Creating Change. *PR Newswire*. (disponible en: <https://www.prnewswire.com/news-releases/tci-fund-management-limited-announces-it-has-retained-kingsdale-advisors-to-halt-canadian-national-railways-pursuit-of-kansas-city-southern-and-effect-value-creating-change-301370325.html>)

TCI Fund Management Limited (2023, 20 febrero). Carta dirigida a Airbus y firmada por TCI.

TCI Fund Management Limited (2023, 20 enero). Carta dirigida a Alphabet y firmada por TCI.

Tucker, H. (2023, 12 julio). Los directivos de fondos de inversión más ricos del mundo. *Revista Forbes* (disponible en <https://forbes.es/forbes-funds/310223/los-directivos-de-fondos-de-inversion-mas-ricos-del-mundo/>).

Wallmine (2024). *TCI Fund Management 13F annual report* (disponible en: <https://wallmine.com/fund/255/tci-fund-management-ltd>)

