

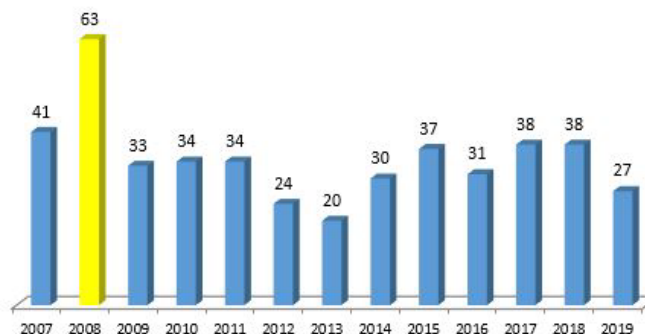
EL IMPACTO POTENCIAL DE LA PANDEMIA DEL CORONAVIRUS (COVID-19) EN LAS ADQUISICIONES HOSTILES Y EL ACTIVISMO DE ACCIONISTAS EN LOS EE.UU.

Sabiduría convencional

Durante el último mes, cada uno de los principales índices bursátiles ha experimentado una volatilidad extrema y una disminución de valor de base amplia, en gran parte en respuesta a la pandemia del coronavirus. El líder del Promedio Industrial de Dow Jones ha disminuido un 34%, mientras los índices del S&P 500, del Nasdaq Composite y del Russell 2000 han experimentado descensos del 32%, 29% y 40%, respectivamente. Las industrias de la hostelería, el comercio minorista, el transporte y las industrias del petróleo y del gas se han visto particularmente afectadas, y la industria del petróleo y del gas se ha enfrentado a un segundo problema con Arabia Saudita iniciando una guerra de precios del petróleo con Rusia y el consiguiente precio del petróleo y las acciones relacionadas con el petróleo desplomando.

La sabiduría convencional sugeriría que se produzca un aumento resultante de la actividad de adquisiciones hostiles, ya que los adquirentes oportunistas se aprovechan de las empresas que están infravaloradas y, en algunos casos, son particularmente vulnerables debido a problemas de liquidez. Durante la crisis financiera del 2008, el número de ofertas públicas no solicitadas para objetivos estadounidenses aumentó un 54% de 41 a 63 con respecto al año anterior (y luego cayó a niveles históricos normalizados a mediados de la década de 1930 para cada uno de los tres años siguientes).[1] Del mismo modo, los accionistas activistas se envalentonaron al lanzar 126 y 133 peleas de apoderado en 2008 y 2009, respectivamente, contra compañías estadounidenses, más que en cualquier año desde entonces.[2]

Número de acuerdos públicos no solicitados de EE. UU.-Objetivo de los Acuerdos de Fusiones y Adquisiciones



Observamos a este respecto que las corporaciones estadounidenses pueden ser más vulnerables a las ofertas hostiles oportunistas que en cualquier momento de la historia reciente, con muchas empresas que han desmantelado valiosas defensas de adquisición en las últimas dos décadas. Por ejemplo, el 10% de las empresas de S&P 500 tienen actualmente juntas clasificadas, frente al 39% en 2010 y el 60% en 2000.[3] Del mismo modo, relativamente pocas compañías ahora tienen planes de derechos de los accionistas de la "píldora venenosa" en su lugar (aunque muchas compañías tienen píldoras venenosas "en el estante" y listas para ser desplegadas). Al mismo tiempo, otras empresas han acumulado saldos masivos de efectivo a lo largo de la expansión económica de la última década y son capaces de desplegar ese efectivo hacia las adquisiciones. Los fondos de capital privado también han acumulado una gran cantidad de polvo seco, con la industria teniendo un total de 1,5 billones de dólares en capital no gastado disponible para adquisiciones a finales de 2019.[4]

Para aquellos fondos que ven la disminución actual en los mercados como temporal, la situación actual ofrece una tremenda oportunidad para avanzar en los objetivos de inversión. Por ejemplo, Carl Icahn ha aumentado su participación en (1) Hertz Global Holdings Inc. (HTZ) a 38,9% después de comprar 11,4 millones de acciones a \$7,43/acción, [5] (2) Newell Brands Inc. (NWL) a 10,7% después de comprar 2,58 millones de acciones a \$13,41/acción, [6] y (3) Occidental Petroleum Corp. (OXY) a 9,9% desde el 2,5% en un rango de \$17,11 – \$12,68/acción. [7] Para poner esas compras en contexto, al cierre del mercado el 31 de enero de 2020, HTZ tenía un precio de \$15,76/acción, NWL de \$19,53/acción y OXY de \$39,72/acción.

De hecho, varias empresas ya han adoptado píldoras venenosas tras la caída del precio de sus acciones en las últimas dos semanas, lo que resulta en precios de las acciones que creen que no reflejan casi el valor intrínseco de sus empresas. Algunas de estas compañías, como Delek US Holdings, Inc., ya han estado lidiando con el activismo de los accionistas, mientras que otras, como The Williams Companies, Inc. y Dave & Buster's Entertainment, Inc., han adoptado píldoras venenosas de forma proactiva para defenderse de los licitadores oportunistas y los fondos de cobertura activistas. Todas estas píldoras venenosas tienen términos de no más de un año, un término que califica para un tratamiento menos restrictivo de las firmas de asesamiento de voto ("proxy").[8]

Consideraciones compensatorias

Al menos a corto plazo, puede haber algunas consideraciones compensatorias que podrían amortiguar o retrasar la ola esperada de activismo de accionistas y de fusiones y adquisiciones no solicitadas.

- En tiempos de incertidumbre y volatilidad sin precedentes, los accionistas pueden favorecer la estabilidad, la continuidad y el conocimiento institucional, y aplazar su interés en sacudir las cosas

hasta un momento posterior. Los accionistas pueden centrarse más en la preservación del valor que en la creación de valor a corto plazo.

- Puede ser más difícil que los accionistas se centren en campañas de activistas, en particular aquellas centradas en cuestiones de gobernanza a largo plazo en lugar de un bajo rendimiento de la junta directiva y la administración. Además, puede ser difícil organizar reuniones cara a cara o incluso telefónicas con grandes accionistas, dado los requisitos de distanciamiento social y el hecho de que muchos representantes de inversores están trabajando a distancia.[9]
- Las estrategias activistas probadas y verdaderas pueden ser menos atractivas en el clima actual. Por ejemplo, no es probable que devolver efectivo a los accionistas a través de dividendos especiales o recompras de acciones sea una idea convincente en un momento en que las incertidumbres empresariales fundamentales sugieren que la mayoría de las empresas serían prudentes para conservar un cojín de efectivo considerable y las empresas sin liquidez suficiente comienzan a fallar.
- La óptica es mala. Dadas las preocupaciones con las que todos nos enfrentamos sobre la salud y la seguridad de nuestras familias y amigos y la amenaza de una recesión a largo plazo en la economía, una campaña activista que busca beneficios a corto plazo o una oferta hostil puede parecer oportunista y particularmente indecoroso en este momento.
- Una oferta hostil en un momento de una rápida recesión del mercado, particularmente una que puede no reflejar la debilidad en el negocio subyacente de una empresa, las perspectivas a largo plazo o la economía en general, puede dar al consejo de administración más influencia para emplear tácticas fuertes para defenderse de la oferta. El estándar de la ley de Delaware para la evaluación de las defensas de adquisición, *Unocal v. Mesa Petroleum*, requiere que la junta, al tomar medidas defensivas, identifique una amenaza jurídicamente consciente de la política y la eficacia corporativas y demuestre que las acciones empleadas son razonables en relación con esa amenaza.[10] Ha estado bien establecido durante décadas en la ley de Delaware que una oferta que la junta, en el ejercicio del debido cuidado, determina que es inadecuada, constituye una amenaza jurídicamente consciente que justifica el despliegue continuo de una píldora venenosa y potencialmente otros pasos.[11] También está bien decidido que cuanto mayor sea la amenaza, más agresiva puede ser la junta en repelerla.[12] Como resultado, los tribunales de Delaware pueden proporcionar libertad adicional a las juntas que protegen contra ofertas hostiles inadecuadas en el entorno actual.
- La incertidumbre de la disponibilidad y el costo de la financiación de la deuda durante este momento de perturbación del mercado ya ha tenido un impacto claro en las fusiones y adquisiciones privadas, y sin duda tendrá un impacto adverso en la capacidad de muchos adquirentes para buscar ofertas hostiles para la contraprestación en efectivo. Además, los patrocinadores de capital privado tendrán que decidir dónde asignar mejor su tiempo y sus recursos, ya sea para buscar nuevas ofertas o para centrarse en sus empresas de cartera, que a su vez están experimentando desafíos sin precedentes.

- Muchos potenciales adquirentes estratégicos pueden distraerse abordando el impacto del brote de COVID-19 en sus propios negocios. A pesar de los beneficios potenciales de las adquisiciones a precios atractivos, las adquisiciones hostiles son costosas, lentas y arriesgadas, y las estrategias tendrán que considerar si su tiempo se gasta mejor con sus propios clientes, empleados y accionistas que con expansión agresiva. Y las empresas pueden ser incentivadas a acumular efectivo en lugar de utilizarlo para adquisiciones, incluso en valoraciones atractivas.
- El brote de COVID-19 también plantea cuestiones logísticas que podrían afectar el activismo de los accionistas y las adquisiciones hostiles a corto plazo. Por ejemplo, puede ser más difícil identificar y relacionarse con los candidatos de directores, y los candidatos a directores pueden tardar más en proporcionar las respuestas necesarias a los cuestionarios de los candidatos al director o consultar con sus empleadores actuales u otras empresas donde sirven en las juntas con el fin de obtener autorización para ser un nominado. Además, el proceso de trasladar las acciones del nombre de la calle al nombre de registro, de modo que un accionista sea reconocido como accionista registrado y pueda ejercer directamente los derechos de los accionistas, puede tomar más tiempo de lo habitual con los corredores que operan con personal reducido.

Conclusiones

No hay duda de que las adquisiciones hostiles y el activismo de los accionistas aumentarán si los precios de las acciones se mantienen en los niveles actuales deprimidos. Si bien puede haber buenas razones para creer que una nueva ola de adquisiciones hostiles y activismo de los accionistas se retrasarán hasta que las condiciones actuales de la salud y del mercado se estabilicen, podemos estar seguros de que los departamentos internos de fusiones y adquisiciones y de desarrollo corporativo, los banqueros de inversión y otros participantes de la industria ya están trabajando para identificar posibles objetivos de adquisición. Aunque esto es un buen augurio para un retorno a los niveles de actividad más altos en el mercado más amplio de fusiones y adquisiciones, también puede augurar una ola de adquisiciones hostiles una vez que sea el momento adecuado. Los consejos de administración y la dirección de la compañía estarían bien aconsejados para salir al frente revisando sus defensas de toma de control con un abogado, reconsiderando sus planes para maximizar el valor de los accionistas y considerando la divulgación proactiva a sus accionistas.

[1] Thomson Reuters.

[2] FactSet.

[3] Deal Point Data; ISS Analytics.

[4] "[As empresas de private equity] acumularam quase US\$ 1,5 trilhão em capital não gasto, o maior total anual registrado, segundo dados compilados pela Preqin". Veja Melissa Karsh e

Benjamin Robertson, Private Equity Começando 2020 com mais dinheiro do que nunca, Bloomberg (1 de janeiro de 2020), disponível em:

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-02/private-equity-is-starting-2020-with-more-cash-than-ever-before>.

[5] TipRanks, *Billionaire Carl Icahn Picks up These 2 Stocks on the Dip*, Yahoo! Finance (Mar. 15, 2020), disponível em: https://finance.yahoo.com/news/billionaire-carl-icahn-picks-2-115019189.html?mod=article_inline.

[6] *Id.*

[7] "Estou feliz por poder quadruplicar", disse Icahn. "Cara Lombardo, Carl Icahn aumenta a participação ocidental em quase 10%, com as ações despencando, Wall Street Journal (11 de março de 2020), disponível em: <https://www.wsj.com/articles/carl-icahn-boosts-occidental-stake-to-almost-10-as-shares-plummet-11583969050>.

[8] Os serviços de consultoria de *proxy*, como o Institutional Shareholder Services Inc. (ISS), podem recomendar uma votação contra ou retenção de diretores que adotam uma *poison pill* sem a aprovação dos acionistas. No entanto, a ISS também considerará os votos caso a caso, se a *poison pill* tiver prazo de um ano ou menos, dependendo da lógica divulgada para a adoção e outros fatores (como o compromisso de submeter se deve renovar um contrato a voto dos acionistas). *ISS United States Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations*, publicado em 18 de novembro, 2019, pp. 12-13.

[9] No entanto, isso não necessariamente deve ser interpretado a favor da administração, pois a base acionária de varejo - que tende a apoiar a administração incumbente - pode ver um percentual maior de acionistas distraídos do que os grandes acionistas institucionais, dando aos grandes acionistas institucionais ainda mais peso do que normalmente teriam no resultado. *Veja* Alon Brav, Matthew D. Cain, Jonathon Zytznick, *Retail Shareholder Participation in the Proxy Process: Monitoring, Engagement, and Voting*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 637/2019 (Nov. 6, 2019), at 22, 43, disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3387659> (Relatando que, em uma pesquisa de votos por procuração em empresas americanas de 2015-2017, os acionistas de varejo apoiaram 94% das propostas patrocinadas pela administração e observando que: “As taxas de suporte medidas no nível da conta de varejo são mais altas do que as relatadas quando o suporte é medido no nível de acionista.”); veja Gretchen Morgenson, *Small Investors Support the Boards. But Few of Them Vote.*, New York Times (6 de outubro de 2017), disponível em: <https://www.nytimes.com/2017/10/06/business/small-investors.html>.

[10] *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954-955 (Del. 1985).

[11] *Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 124 (Del. Ch. 2011); *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1384 (Del.1995).

[12] *Stahl v. Apple Bancorp, Inc.*, 579 A.2d 1115, 1124-1125 (Del. Ch. 1990) ("A essência da forma de revisão da Unocal é uma avaliação judicial da proporcionalidade de uma resposta a uma ameaça.").