

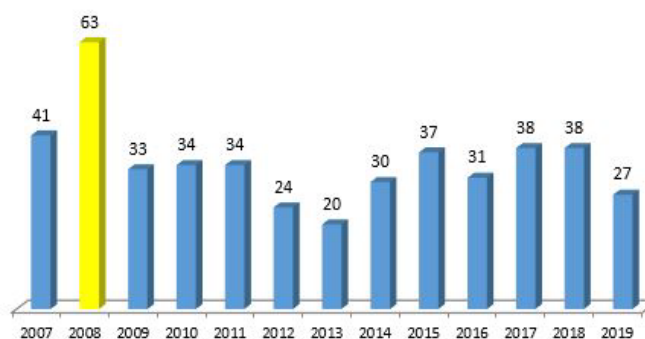
## O POTENCIAL IMPACTO DA PANDEMIA DE CORONAVÍRUS (COVID-19) NAS FUSÕES E AQUISIÇÕES HOSTIS E NO ATIVISMO DE ACIONISTAS NOS EUA

### Sabedoria Popular

No último mês, os índices dos principais mercados de ações foram alvo de volatilidade extrema e considerável declínio de valor, em grande parte em decorrência da pandemia de coronavírus. O indicador Dow Jones Industrial Average caiu 34%, enquanto os índices S&P 500, Nasdaq Composite e Russell 2000 sofreram quedas de 32%, 29% e 40%, respectivamente. Os setores de hotelaria, varejo, transporte e petróleo e gás foram particularmente afetados, com o setor de petróleo e gás enfrentando, ainda, uma outra questão, tendo em vista que a Arábia Saudita iniciou uma guerra de preços de petróleo com a Rússia e que o preço do petróleo, e ações relacionadas a petróleo, despencaram.

A sabedoria popular indica que provavelmente haverá um aumento de fusões e aquisições hostis, uma vez que compradores oportunistas poderão aproveitar que empresas estão subvalorizadas e, em alguns casos, particularmente vulneráveis devido a questões de liquidez. Durante a crise financeira de 2008, o número de ofertas públicas não solicitadas visando empresas alvo americanas aumentou 54% de 41 para 63 em relação ao ano anterior (e depois caiu para níveis históricos normais em torno de 30 nos próximos três anos).[1] Da mesma forma, os acionistas ativistas foram encorajados a lançar 126 e 133 disputas por procuração em 2008 e 2009, respectivamente, contra empresas americanas – superando todos os anos anteriores.[2]

### Número de Transações Públicas Hostis em Operações de M&A Envolvendo Empresas-Alvo Americanas



Vale notar, nesse sentido, que companhias americanas podem estar, neste momento, mais vulneráveis a ofertas hostis se comparado com qualquer outro momento da história recente, mesmo que muitas companhias tenham tido sucesso ao se defender de ofertas hostis durante as últimas duas décadas. Por exemplo, 10% das empresas do S&P 500 atualmente possuem conselhos classificados (*classified boards*), sendo este percentual significativamente inferior ao percentual de 2010 (39%) e de 2000 (60%).[3] Da mesma forma, relativamente poucas companhias têm atualmente planos para acionistas envolvendo “*poison pills*” (embora muitas empresas tenham tais mecanismos prontos para serem implantados). Ao mesmo tempo, outras companhias conseguiram acumular valores expressivos ao longo da expansão econômica da última década e seriam capazes de destinar tais recursos para aquisições. Os fundos de *private equity* também acumularam bastante, com a indústria mantendo um total de US\$ 1,5 trilhão em capital não gasto e, portanto, disponível para aquisições no final de 2019.[4]

Para os fundos que tem visto o declínio atual nos mercados como temporário, a situação atual oferece uma tremenda oportunidade de investimento. Por exemplo, Carl Icahn aumentou sua participação (1) na Hertz Global Holdings Inc. (HTZ) para 38,9% após comprar 11,4 milhões de ações a US\$ 7,43/ação, [5] (2) na Newell Brands Inc. (NWL) para 10,7% após comprar 2,58 milhões de ações a US\$ 13,41/ação, [6] e (3) na Occidental Petroleum Corp. (OXY) para 9,9%, de 2,5% numa faixa de US\$ 17,11 a US\$ 12,68/ação. [7] Para contextualizar essas compras, no fechamento do mercado em 31 de janeiro de 2020, o preço da HTZ era de US\$ 15,76/ação, de NWL era de US\$ 19,53/ação e de OXY era de US\$ 39,72/ação.

De fato, várias companhias já adotaram *poison pills* após a queda no preço das ações nas últimas duas semanas, pois tal queda resultou em preços que não refletem valores justos, no entendimento de tais companhias. Algumas dessas companhias, como a Delek US Holdings, Inc., já estão lidando com o ativismo de acionistas, enquanto outras, como a The Williams Companies, Inc. e Dave & Buster's Entertainment, Inc., adotaram *poison pills* de forma proativa para se defender de ofertantes oportunistas e *hedge funds* ativistas. Todas essas *poison pills* têm prazo inferior a um ano, sendo este um prazo que permite tratamento menos restritivo por parte das empresas de consultoria em procuração.[8]

## Outras Considerações

Pelo menos no curto prazo, pode haver algumas questões menos favoráveis que poderão atenuar ou atrasar a onda de ativismo e operações de M&A não solicitadas.

- Em tempos de incerteza e volatilidade sem precedentes, os acionistas podem preferir estabilidade, continuidade e o conhecimento institucional, adiando o interesse em agitar

as coisas. Pode ser que acionistas optem por focar em preservar valor e não na criação de valor no curto prazo.

- Pode ser mais difícil manter os acionistas focados em campanhas ativistas, particularmente aquelas focadas em questões de governança de longo prazo do que em questões relacionadas a subdesempenho do conselho e da diretoria. Além disso, pode ser difícil organizar reuniões presenciais ou mesmo por telefone com muitos acionistas, considerando as exigências de distanciamento social e o fato de muitos representantes dos investidores estarem trabalhando remotamente.[9]
- Estratégias de ativistas usadas no passado podem ser menos atraentes no momento atual. Por exemplo, não é uma ideia muito boa agora devolver dinheiro aos acionistas por meio de dividendos especiais ou recompra de ações, considerando que as incertezas atuais nos negócios sugerem que a maioria das empresas deveria ser prudente e conservar uma reserva de caixa considerável e que companhias sem liquidez suficiente podem começar a falhar.
- A situação está ruim. Dadas as preocupações com as quais estamos lidando nos campos da saúde e da segurança de nossas famílias e amigos e considerando a ameaça de uma desaceleração da economia a longo prazo, uma campanha ativista em busca de lucros de curto prazo ou uma oferta hostil podem parecer oportunista e particularmente desagradável neste momento.
- Uma oferta hostil em um momento de desaceleração rápida do mercado, particularmente uma que pode não refletir a fraqueza nos negócios subjacentes de uma empresa, as perspectivas de longo prazo ou a economia em geral, pode dar ao conselho de administração mais chances de por em prática táticas de sucesso para se defender da oferta. O padrão estabelecido pela lei de Delaware para avaliação de defesas contra ofertas hostis, desenvolvido no caso *Unocal v. Mesa Petroleum*, exige que o conselho, ao adotar medidas defensivas, identifique uma ameaça legalmente reconhecível à eficácia e à política corporativa e demonstre que as medidas de defesa adotadas são razoáveis em relação a essa ameaça.[10] Há décadas, está pacificado, de acordo com a lei de Delaware, que uma oferta que o conselho, no exercício do devido cuidado, considere inadequada, constitui uma ameaça juridicamente reconhecível que justifica a adoção contínua de uma *poison pill* e outras potenciais defesas.[11] Também está pacificado que, quanto mais relevante for a ameaça, mais agressivo o conselho pode ser ao repeli-la.[12] Assim,

os tribunais de Delaware podem fornecer garantias adicionais aos conselhos que tentam se proteger contra ofertas hostis inadequadas no ambiente atual.

- A incerteza da disponibilidade e do custo do financiamento durante esse período de perturbação do mercado já teve um claro impacto nas fusões e aquisições privadas e certamente terá um impacto adverso na capacidade de muitos compradores de planejar ofertas hostis com pagamento em dinheiro. Além disso, os *sponsors* de *private equity* precisarão decidir onde pode ser melhor alocar tempo e recursos - seja na busca de novos negócios ou se concentrando nas empresas de seu portfólio, que estão enfrentando desafios sem precedentes.
- Muitos compradores estratégicos em potencial podem estar distraídos lidando com o impacto do surto de COVID-19 em seus próprios negócios. Apesar dos benefícios potenciais de aquisições a preços atrativos, as fusões e aquisições hostis são caras, demoradas e arriscadas, e sua estratégia deve considerar se seu tempo seria melhor aproveitado para lidar com seus próprios clientes, funcionários e acionistas do que com uma expansão agressiva. As empresas podem ser incentivadas a acumular dinheiro em vez de usá-lo em aquisições, mesmo no caso de um *valuation* atraente.
- O surto de COVID-19 também gera questões logísticas que podem impactar o ativismo dos acionistas e fusões e aquisições hostis no curto prazo. Por exemplo, pode ser mais difícil identificar e contratar com candidatos a cargos em conselhos. Ao mesmo tempo, os candidatos a conselheiros podem levar mais tempo para fornecer as respostas necessárias a questionários ou para consultar seus empregadores atuais ou outras empresas em cujos conselhos eles servem, para obter autorização para se candidatar. Além disso, o processo de transferir ações do nome de registro, para que um acionista seja reconhecido como proprietário no registro e possa exercer diretamente os direitos do acionista, pode levar mais tempo do que o normal, com os corretores operando com equipes reduzidas.

## Conclusões

Há pouca dúvida de que operações hostis de M&A e ativismo de acionistas aumentarão se os preços das ações permanecerem nos atuais níveis. Embora possa haver boas razões para acreditar que uma nova onda de fusões e aquisições hostis e ativismo de acionistas será adiada até que as atuais condições de saúde e mercado se estabilizem, podemos ter certeza de que os departamentos internos de fusões e aquisições e desenvolvimento corporativo, banqueiros de

investimento e outros participantes do setor já estão trabalhando para identificar possíveis alvos de aquisição. Embora essa seja uma boa estimativa para o retorno a níveis mais elevados de atividade no mercado de fusões e aquisições, também pode surgir uma onda de fusões e aquisições hostis quando for a hora certa. É aconselhável que os conselhos e a diretoria de companhias se antecipem analisando suas defesas contra tomadas hostis de controle com seus advogados, reconsiderando seus planos para maximizar valor para acionistas e considerando se devem contactar seus acionistas proativamente.

[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](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 Zytnick, *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.”).