

Activismo de los Accionistas: Contexto mundial, últimas tendencias y análisis del fenómeno

Shareholders Activism: Worldwide scenario, trends and phenomenon analysis



Rafael A. Lulli Meyer 1

RESUMEN: El presente trabajo busca analizar el desarrollo actual del activismo de los accionistas en el contexto internacional, tomando como base la experiencia de los países desarrollados, y explicar las principales características y tendencias de los más relevantes activistas en el medio. Asimismo, busca servir de guía práctica para entender el creciente fenómeno mundial, y brindar estrategias de defensa y análisis a las empresas locales para afrontar el mismo en el futuro.

PALABRAS CLAVE: gobierno corporativo, activismo de los accionistas, mercados financieros, empresas listadas.

ABSTRACT: *This paper aims to analyze the most recent developments of shareholders activism in the international context, based on the experience of developed countries, and explain the main characteristics and trends of the most relevant activists on such environment. It also seeks to serve as a practical guide for national companies in understanding the constantly growing global phenomenon, and provide certain strategies in order to effectively face it.*

KEY WORDS: *corporate governance, shareholders activism, financial markets, listed companies.*

1 Abogado por la Universidad de Lima (2017), con cursos de especialización en derecho corporativo en la Universidad de Zaragoza, España. Asociado del área de Fusiones y Adquisiciones (M&A) en el Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas Abogados. Especialista en temas transaccionales vinculados a fusiones y adquisiciones, derecho corporativo y financiero.

Introducción. Los tiempos están cambiando. Desde el fin de la crisis financiera global del año 2009, el monto de la deuda privada en la economía mundial incrementa a pasos agigantados. Según data recopilada por el Fondo Monetario Internacional¹ de una muestra representativa de 158 países, en el año 2016 la deuda promedio de dichos países pasó a representar un monto equivalente al 83% de su PBI combinado. El Perú no se ha mantenido al margen de esta situación: a partir de la privatización de la economía durante el gobierno del Presidente Fujimori, los niveles de deuda privada han ido incrementándose exponencialmente hasta llegar a representar el 51% del PBI nacional en el 2016 – un máximo histórico². Al respecto, preocupa particularmente que en el contexto nacional, la incertidumbre política y el deterioro de la economía, motivado principalmente por la paralización de sectores de especial relevancia como la minería, puedan afectar la predisposición de los bancos a prestar financiamiento -especialmente de largo plazo- a favor de empresas peruanas. En efecto, el exceso de deuda y el incierto contexto económico nacional, podría generar un incremento en las tasas de interés aplicables y los colaterales que las instituciones financieras requerirán a las empresas peruanas para aprobar el otorgamiento de instrumentos de deuda como medios de financiamiento.

Ante el potencial encarecimiento de la deuda como mecanismo de financiamiento, existe una alternativa poco explorada por los empresarios peruanos, y es el financiamiento vía capital o *equity*. Un buen ejemplo de lo ajeno que es esta práctica en el contexto nacional es que,

según los números del Banco Mundial, el PBI del Perú ha crecido sostenidamente en más de 220% en los últimos catorce años, y sin embargo, de acuerdo al último informe anual de la Bolsa de Valores de Lima, el volumen de transacciones bursátiles realizadas a través de la bolsa de valores se ha mantenido constante. Un ejemplo claro de esto es que en el año 2000 el volumen de operaciones bursátiles en miles de soles llegó a un monto total de S/ 3,379.80, siendo que para el año 2018 dicho monto ascendió a S/ 3,410.40, incrementándose el volumen transado únicamente en 0.90%, en un período de 18 años. Esto no solo se podría explicar por la vaga labor que ha realizado la Bolsa de Valores de Lima y las Sociedades Agentes de Bolsa promoviendo los beneficios de la inversión en valores en el Perú, sino a la falta de educación financiera del grueso de la población económicamente activa en el país; cuestiones que, sin embargo, no atañen al presente trabajo.

Al momento en el que accionistas y *management* de una empresa deciden optar por el financiamiento vía capital, éstos deben tomar en consideración diversos factores. Dentro de los principales elementos a considerar encontramos que éste será un mecanismo atractivo para los accionistas que estén dispuestos a sacrificar parcialmente sus derechos de propiedad - es decir, diluir su porcentaje accionario - contra la inyección de fondos de capital fresco por parte de un tercero inversionista. El principal beneficio obtenido será que la empresa no tenga que repagar en un plazo determinado el capital financiado, más intereses, y pasar a compartir el riesgo del negocio con el nuevo inversionista, quien

1 Cifras recogidas de Fondo Monetario Internacional sobre stock de deuda privada (es decir, deuda de empresas del sector no financiero y hogares).

2 Nicolás Oliva. (2018). La economía peruana: deuda privada y fragilidad. 10 setiembre 2019, de Centro Estratégico Latinoamericano de Geopolítica (CELAG) Sitio web: <https://www.celag.org/economia-peruana-deuda-privada-fragilidad/>

verá retorno a su inversión de acuerdo a los resultados del mismo (cuestión muy distinta a un mecanismo de financiamiento vía deuda, en donde el retorno para el prestamista es fijado al momento de contraída la misma). En segundo lugar, el financiamiento vía capital permite garantizar riesgos adecuados de liquidez, al reducir costos financieros que comprometan los flujos del negocio, a cambio de rentabilidad, ya que en el financiamiento vía *equity* se compartirán las utilidades del negocio a prorrata del porcentaje de participación que cada accionista mantenga en el capital social de la compañía. En tercer lugar, y cuestión en la que se centrará el presente trabajo, encontramos una cuestión práctica elemental a tomar en cuenta, que quizá es pasada por alto por muchos analistas financieros al tomar decisiones que involucren el fondeo de la empresa: cuando una empresa abre sus puertas a nuevos inversionistas, el manejo de las relaciones compañía-administración-inversionista se complejiza y se vuelve una prioridad. Esta cuestión práctica es la que ocupará el presente artículo, debido a su creciente importancia y cada vez mayor foco mediático en el contexto corporativo mundial.

Como adelantamos, en un contexto con tendencia a buscar fuentes alternativas de financiamiento, cobra especial relevancia

entender los riesgos de optar por el financiamiento vía capital, y de tener en consecuencia una estructura accionaria difusa, conviviendo con grupos de personas que no necesariamente mantienen los mismos intereses, expectativas, principios o visión del rumbo del negocio. Es en ésta coyuntura que surge la figura del activismo de los accionistas, o activismo societario; figura que ha cobrado especial relevancia en las últimas décadas, especialmente en los Estados Unidos de América y más recientemente en Europa y Asia, y ha estado en boca de todos por campañas muy mediáticas durante el último año como la impulsada por Legion contra Papa John's³ y Third Point contra la icónica marca Campell's⁴.

El activismo societario es un fenómeno mundial creciente; de acuerdo al World Economic Forum⁵, en el año 2016 hubo 758 pretensiones de accionistas activistas contra empresas listadas, casi el doble que las llevadas a cabo en el año 2013. Las compañías más afectadas por estas prácticas, según dicho informe, fueron de los sectores financiero, tecnológico, industrial y de servicios. Diversos autores norte americanos, quizá con la mayor experiencia en temas de activismo societario⁶, sostienen que el activismo de los accionistas se intensifica en épocas de recesión y bajos

3 Bridgett Weaver. (2018). WSJ: Papa John's new investor says chain should get back to making pizza. 24 de octubre 2019, de bizjournals Sitio web: <https://www.bizjournals.com/louisville/news/2018/10/03/wsj-papa-johns-new-investor-says-get-chain-should.html>

4 Jacob Kepler. (2018). Third Point sues Campbell Soup, accusing it of misleading investors. 24 de octubre de 2019, de CNBC Sitio web: <https://www.cnbc.com/2018/10/26/third-point-sues-campbell-soup-accusing-it-of-misleading-investors.html>

5 WEF (2017). ¿Qué es el activismo de accionistas y cómo deben responder las empresas?. 10 octubre 2019, de World Economic Forum Sitio web: <https://es.weforum.org/agenda/2017/09/que-es-el-activismo-de-accionistas-y-como-deben-responder-las-empresas/>

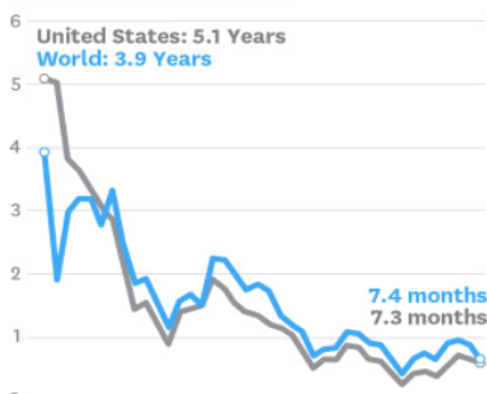
6 De acuerdo a la publicación "*Shareholder Activism & Engagement*", publicada por la plataforma virtual Getting The Deal Through durante el año 2016, aproximadamente el 77% de las acciones llevadas a cabo por accionistas activistas fueron realizadas contra compañías basadas en EEUU.

retornos de su inversión. Por ende, hace sentido que en el contexto de la economía mundial, con las tensiones crecientes de la guerra comercial entre los Estados Unidos de América y China, la política conservadora de la FED, y la preocupación europea por el “Brexit”, las pretensiones de los accionistas activistas vayan en aumento.

Lo cierto es que el dinamismo con el que se llevan a cabo hoy en día las transacciones bursátiles en el mercado secundario genera incertidumbre e imprevisibilidad sobre quién adquiere acciones en el capital de una compañía y las consecuencias que esto puede generar para la misma, no siendo posible para el *management* o el accionista controlador evitar o controlar este fenómeno. De acuerdo a *Harvard Business Forum*, el tiempo promedio que un accionista retiene un paquete de acciones adquirido bursátilmente disminuyó de 3.9 años a 7.3 meses en las últimas décadas. A continuación un cuadro comparativo de dicha evolución:

Average Holding Period for Public Company Shares

HOLDING PERIOD BY YEAR



- Imagen: Harvard Business Forum

En atención a lo antes expuesto, en el presente artículo buscamos explicar los principales aspectos y esquemas de la experiencia internacional sobre el activismo de los accionistas, para finalmente revisar dicho fenómeno de cara al contexto nacional, sobre la base de la legislación vigente, y tratar de entender por dónde y cómo pueden venir estas tendencias a nuestro país.

Ahora bien ¿Qué es el activismo de los accionistas?

En pocas palabras, el activismo de los accionistas es el mecanismo por el cual un accionista, de manera individual o a través de un grupo organizado, ejerce presión a los órganos de administración de una compañía, generalmente listada, para influir en, y modificar, las políticas, conductas o dirección de la misma. El activismo de los accionistas proviene de un grupo de accionistas que no ejerce el control de la compañía, pero desea ejercer influencia en el manejo de la misma (sin buscar controlarla).

De acuerdo con la experiencia internacional⁷⁸, las áreas de interés de los accionistas activistas son, de manera general, (i) influir en las políticas de dirección (i.e. políticas de distribución de dividendos, estructura de capital deuda/*equity*, políticas comerciales, de inversión y diversificación de portafolio, esquemas remunerativos de los principales funcionarios, entre otras), (ii) la obtención de posiciones o representación en el Directorio de la compañía, o en un órgano de gobierno análogo; (iii) modificar o impulsar esquemas

7 JP Morgan M&A's Team. (Agosto 2019). 2019 Proxy Season Review. JP Morgan , 1, 6-10.

8 Arthur F Golden, Thomas Reid, Laura Turano and Thomas Malonowsky. (2017). Getting the Deal Through. Shareholder Activism and Engagement. 15 setiembre 2019, de Getting the Deal Through Sitio web: https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/tractate_pdf/ja/44697.pdf

de buen gobierno corporativo, como prácticas de transparencia, diálogo y representación de las minorías; y (iv) bloquear acuerdos societarios relevantes - típicamente acuerdos de reorganización empresarial, adquisición o venta del control de la compañía, entre otros - que el activista percibe como negativos para el *performance* de la misma.

Asimismo, de acuerdo a las campañas de activismo en los últimos años, los especialistas han identificado que las empresas más propensas a caer en la mira de un accionista activista son⁹:

- Empresas con un valor de mercado bajo con relación a su valor en libros, pero que - no obstante - son empresas rentables, con suficiente flujo y reserva de caja, y con activos o intangibles con potencial a ser explotados en el futuro (por ejemplo, marcas y *goodwill*). En esa línea se incluyen también empresas que mantienen diferentes líneas de negocio, pero algunas de ellas se encuentran generando pérdidas o no rinden como esperaba el mercado (es decir, mantienen rendimientos inferiores en relación a sus pares).
- Empresas en las que inversionistas institucionales mantienen la propiedad o los derechos políticos de la gran mayoría de las acciones con derechos a

voto.

- Empresas en las que el Directorio no ha implementado o cumple con una guía de “buenas prácticas” de manera clara y consistente, de acuerdo a las expectativas de los accionistas. En este caso podemos poner como ejemplo empresas en las que existe una larga permanencia de los principales directivos –miembros del Directorio y gerencia- en sus puestos, falta de diversidad en la composición de los órganos de gobierno, falta de cualidades profesionales de los directores en el sector, entre otros.

Resulta interesante que hoy en día se puedan leer artículos de publicaciones notorias como *MarketWatch*¹⁰ realizando proyecciones en base a data recogida por nuevas bases informáticas de inteligencia denominadas “*Activist Insight*”, indicando las cinco empresas más propensas a sufrir un ataque de un accionista activista en el corto plazo (a agosto de 2019): 3M, Colgate – Palmolive, Grubhub, Dentsply Sirona y Autodesk. Si nos preguntamos qué tienen en común estas firmas, podremos llegar a la conclusión de que todas han tenido pérdidas considerables de valor en el último año y están muy por debajo del desempeño esperado, en comparación con las empresas de la competencia.

Nuevos Actores en el mercado.

9 Paula Loop, Paul De Nicola, Leah Malone. (Mayo 2019). How might the changing face of shareholder activism affect your company?. Governance Insights Center, -, 7-12. 20 setiembre 2019, De pwc.com Base de datos.

10 Callum Keown. (2019). These five U.S. stocks are most vulnerable to an activist attack. 5 octubre 2019, de Market Watch Sitio web: <https://www.marketwatch.com/story/exclusive-these-five-sp-500-stocks-are-most-vulnerable-to-an-activist-attack-2019-08-14>

Debido a la gran expansión del activismo de los accionistas en los últimos años, han aparecido nuevos actores en el mundo corporativo. Liderando la lista se encuentran los denominados “fondos activistas”, un tipo de fondo generalmente de perfil de riesgo alto, que adquiere participaciones en empresas listadas con el objetivo de confrontar a la administración de las mismas para, desde su visión del negocio, generar valor. De acuerdo a la publicación “*The Activist Investing Annual Review 2018*”, al final del año 2018 existían un total de 570 fondos de esta naturaleza en el mundo.

Naturalmente, estos inversionistas reconocen el potencial de una empresa, pero no se encuentran de acuerdo con la dirección o políticas que han adoptado las mismas. Su propuesta de valor se centra en generar cambios a través del cuestionamiento frontal, y los medios para lograr sus objetivos son consistentemente los mismos: utilizar medios de comunicación públicos para presionar al *management*, ejercer estratégicamente derechos que les reconozcan las leyes de la jurisdicción aplicable haciendo uso de excesivos formalismos –en su posición típicamente minoritaria- para entrapar el desarrollo de la compañía y los acuerdos a ser adoptados en la misma, realizar campañas contra mociones a ser discutidas en el Directorio o las Juntas de Accionistas de la compañía, buscar sindicación de voto en conjunto con otros accionistas minoritarios, entre otros.

Los fondos activistas suelen tener poca aversión al riesgo, pues al atacar a la compañía, muchas veces de manera pública, el valor de la acción podría verse afectado en el corto plazo. Sin embargo, en el mejor de los

casos, el valor de la acción podría – y según la estrategia del activista, debería - rebotar y arrojar resultados positivos como resultado del cambio de rumbo de la empresa. Ejemplos de fondos activistas importantes en el mundo son: Elliot Management (campañas contra Bayer, Pernod Ricard, Telecom Italia); Icahn Enterprises (Yahoo, Netflix, Clorox); Pershing Capital (Herbalife, Valeant, Allergan) y Third Point Partners (Nestle, Ray Ban, Sothebys).

Los fondos activistas vienen aumentando rápidamente su actividad alrededor del mundo; a continuación se presenta un cuadro con el volumen de campañas activistas alrededor del mundo, entre los años 2012 y 2019:

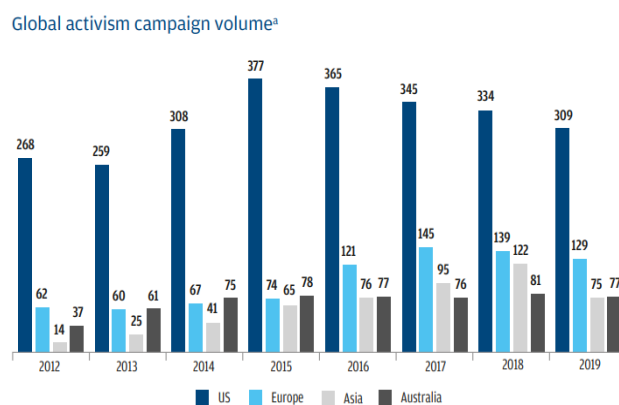


Imagen: SharpRepellent, Activist Insight and Activist Monitor. Junio, 2019.

Otro importante actor en el mundo del activismo societario son las empresas de servicios de asesoría de representación de accionistas, denominadas “*Proxy Advisory Firms*”. Estas empresas, como su nombre lo indica, se dedican a representar a grupos de accionistas a la hora de ejercer sus derechos políticos en las compañías en donde mantienen sus inversiones. Los clientes de dichas empresas son por lo general accionistas institucionales, ya que dichos inversionistas mantienen

11 JP Morgan M&A’s Team. (Agosto 2019). 2019 Proxy Season Review. JP Morgan , 1, 6-10.

portafolios de inversión diversificados que no necesariamente forman parte de sus áreas de *expertise*. En ese sentido, y por más que la corriente del activismo societario se esté ocupando de cambiar la tendencia, los inversionistas institucionales suelen mantener posiciones pasivas respecto de la mayoría de sus inversiones.

Por otro lado, sin embargo, existen accionistas minoritarios que sencillamente no mantienen suficiente participación en el accionariado de la compañía para influir en la toma de decisiones, y utilizan estas firmas para syndicar sus derechos políticos con los de otros accionistas minoritarios y así llegar a los porcentajes accionarios suficientes para ejercer los derechos políticos deseados. Es en este contexto que entran a tallar los *Proxy Advisory Firms*; firmas especializadas que se encargan de asesorar y representar a grupos de accionistas en las Juntas de Accionistas de compañías de todo tipo. Estas empresas no solo proveen servicios de representación en dichos órganos de gobierno, sino que también generan data, investigan y analizan el mercado y las mociones a ser debatidas en una determinada Junta, realizan recomendaciones a los accionistas contratantes de sus servicios, y en última instancia ejercen el derecho de voto en su representación.

Las *Proxy Advisory Firms* suelen ser un

stakeholder clave en las compañías, ya que por congregar un importante porcentaje de voto tienen alta influencia en la dirección de las mismas. De acuerdo a un artículo publicado en la revista Forbes por Ike Brannon, presidente de *Capital Policy Analytics*, las firmas *Institutional Shareholder Services (ISS)* y *Glass Lewis* controlan más del 97% del mercado de servicios de representación de accionistas en los Estados Unidos de América; concentrando un porcentaje total ascendente a 38% de los votos efectivos de las empresas listada en dicho país. Como es previsible, los *Proxy Advisory Firms* terminan sentando los precedentes y prácticas de activismo que luego adoptan los accionistas activistas¹².

Estrategias contra el activismo societario.

Durante el año 2018, solo en los Estados Unidos de América hubo 40 nuevos casos mediáticos de activismo societario promovidos por accionistas activistas “primerizos”, es decir, sin antecedentes de activismo en el pasado¹³. Tomando en consideración que a la fecha no hay en las economías desarrolladas sector en el cual el activismo societario no haya tenido influencia, y que en los últimos años la tendencia del activismo societario ha tendido a incluir dentro de su *target* a empresas de menor envergadura y menor tamaño¹⁴, es cada vez más relevante que los accionistas controladores y las gerencias

12 Arthur F Golden, Thomas Reid, Laura Turano and Thomas Malonowsky. (2017). Getting the Deal Through. Shareholder Activism and Engagement. 15 setiembre 2019, de Getting the Deal Through Sitio web: https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/tractate_pdf/ja/44697.pdf

13 Paula Loop, Paul De Nicola, Leah Malone. (Mayo 2019). How might the changing face of shareholder activism affect your company?. Governance Insights Center, -, 7-12. 20 setiembre 2019, De pwc.com Base de datos.

14 De acuerdo a la publicación “*Shareholder Activism & Engagement*”, durante el año 2016 hubo un incremento porcentual de 10% en los casos de activismo societario en las empresas con capitalización de mercado por debajo de US\$ 2 billones de dólares, y una reducción porcentual de 5% en los casos en donde el activismo societario ha tenido como objetivo empresas con capitalización de mercado mayor

internalicen la amenaza latente de la práctica y se encuentren debidamente preparados para administrar una situación de esta naturaleza, llegado el momento. Al respecto, Mary Ann Cloyd, jefe del Centro de Gobierno Corporativo de PricewaterhouseCoopers LLP, indica que hay tres principios rectores que todas las empresas listadas deben tomar en cuenta: (i) anticipación, (ii) preparación, y (iii) capacidad de respuesta¹⁵.

La anticipación es clave, pues permitirá que una empresa identifique qué elementos son caldos de cultivo para el activismo, y administrarlos para evitar estar en la mira del mismo. Como mencionamos antes, existen características de ciertas empresas que las hacen propensas al activismo societario, siendo las más comunes el que se perciba que hay valor dejado sobre la mesa - sin explotar todo el potencial de la empresa, y que un inversionista controla con amplia mayoría la compañía sin la implementación de buenas y transparentes prácticas de gestión. En ese sentido, identificar las debilidades o cualidades que hacen que la empresa tienda a ser presa de los activistas es el primer paso a tomar, y en el mejor de los casos, evitará que un inversionista activista tenga apetito para adquirir acciones de la empresa con el objeto de empezar un *rally* en contra de la misma.

En segundo lugar, las empresas deben estar preparadas para el eventual momento en el que llegue a la casa un inversionista activista. Dentro de las recomendaciones que incluye en su experiencia dicha autora para evitar el inicio de una campaña activista, se encuentran:

- Evaluar de manera crítica las distintas líneas comerciales y mercados en donde opera el negocio. Reasignar recursos de la compañía en las líneas comerciales y mercados con mejores resultados podrá mantener satisfechos a los inversionistas y generar menor fricción e interés de los mismos para iniciar campañas contra la administración de la compañía.
- Monitorear la estructura accionaria de la compañía y entender a sus inversionistas. Realizar evaluaciones periódicas de los cambios en el accionariado para entender a los nuevos integrantes del mismo, revisar sus antecedentes y perfil de inversión y, en caso que los nuevos accionistas tengan antecedentes de activismo, revisar y entender su “*playbook*” o estrategias de juego.
- Ponderar factores de riesgo. Conocer a los activistas que se encuentran dentro del accionariado y entender por dónde y cómo pueden venir sus críticas permite a la compañía tener acercamientos proactivos con dichas personas y ajustar prácticas o conductas de la gerencia que pueden gatillar conductas activistas. Incluso si no se modifican conductas en la compañía, esta estrategia permite a la gerencia tener tiempo y previsibilidad para defender sus posturas, en caso llegue el momento de tener que defenderlas frente a la junta de accionistas y opinión pública.

a US\$ 20 billones. De acuerdo al análisis realizado en dicha publicación, gran parte de estas cifras se explica por la entrada al mercado de nuevos jugadores, principalmente fondos activistas de menor escala y activistas ocasionales (no tradicionales).

15 Mary Ann Cloyd. (2015). Shareholder Activism: Who, What, When, and How?. 15 setiembre 2019, de Harvard Law School Forum Sitio web: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/07/shareholder-activism-who-what-when-and-how/>

- Desarrollar un plan de contingencia que se adapte al perfil del inversionista de la compañía y los principales problemas que la compañía podría enfrentar. En caso la compañía identifique áreas donde el activismo se podría desarrollar, es importante desarrollar un plan de acercamiento a los accionistas de la compañía y discutir dichos temas y explicar la posición de la compañía. La transparencia y comunicación del *management* con los accionistas es vital para evitar el activismo, incluso si la compañía no pretende realizar cambios respecto de una conducta de riesgo. Hay que tener presente que la confianza en los principales gestores de la compañía es el principal factor a tomar en cuenta por los activistas al momento de iniciar una campaña.

Finalmente, si llegasen a fallar todos los métodos de prevención indicados precedentemente y llegara el momento en el que una campaña activista se gatille en contra de la compañía, es fundamental tener una estrategia de respuesta asertiva, de acuerdo a lo siguiente¹⁶:

- Considerar y analizar las ideas de los activistas de manera objetiva. Como hemos indicado en el presente artículo, la mayor cantidad de campañas activistas son llevadas a cabo por fondos especializados, debidamente preparados y con expertos en el rubro del negocio que se encuentra en la mira. Adicionalmente, la experiencia indica que para el momento en el que un ac-

tivista ha iniciado una campaña, este ya ha desarrollado una propuesta de valor y muchas veces disruptiva, que rompe el *statu quo* de la dirección de la empresa. En ese sentido, no resulta descabellado evaluar la propuesta del activista con paños fríos. Es importante notar que mientras la gerencia se encuentra evaluando dicha propuesta, el accionista que impulsa dicha propuesta estará sin duda realizando acercamientos a los demás accionistas de la compañía, buscando sumarlos a la iniciativa. Por lo tanto, antes de oponerse a una propuesta de esta naturaleza es necesario evaluarla con detenimiento y, de ser el caso, rechazarla bajo una argumentación adecuada.

- Buscar consenso donde sea posible. Sin perjuicio de que la propuesta original del accionista activista pueda ser rechazada, es importante buscar consenso o llegar a términos medios en los puntos donde sea posible. La experiencia norteamericana¹⁷ indica que los altos costos que implica recurrir a un *proxy contest* y realizar una campaña activista (y los medios de defensa de la empresa para contrarrestarla) generan altos incentivos para que tanto la empresa como el accionista activista prefieran conciliar en puntos intermedios.
- Mantener canales de diálogo abierto con accionistas estratégicos de la compañía. Como indicamos precedentemente, una de las principales acciones estratégicas que buscará el activista es

16 Idem.

17 De acuerdo a dicha publicación, en el año 2013, 72 de los 90 asientos en Directorios de empresas de EE.UU. adquiridos por activistas fueron adquiridos por acuerdos conciliatorios, en vez de a través de votación de la Junta General de Accionistas.

convencer a los demás accionistas que su posición y propuesta son correctas. En ese sentido, monitorear y mantener un diálogo constante de la gerencia y el Directorio de la compañía con los accionistas estratégicos es clave para mantenerlos alineados con el curso actual de la compañía.

¿El activismo es siempre malo para la compañía?

Quizá la principal consideración a tener en cuenta cuando nos hacemos la pregunta, es que el activismo no es necesariamente malo. Los accionistas activistas buscan maximizar el valor de la compañía y el retorno de su inversión, lo cual en principio se encuentra alineado con los intereses de la compañía y el resto de los accionistas. La pregunta, entonces, no es el qué sino el cómo, pues el activista busca imponer su perspectiva del negocio a través de estrategias de presión.

Quizá el factor principal al momento de evaluar si un activista es bueno o malo para el negocio es entender el horizonte de inversión de dicho inversionista. Mientras los inversionistas más tradicionales buscan plazos de inversión más prolongados, los fondos activistas tienden a buscar maximizar su inversión en menor tiempo y a cualquier costo, pudiendo mantener una visión cortoplacista de los resultados del negocio, en desmedro del desempeño de la compañía en el mediano o largo plazo. Por ejemplo, un activista podría oponerse a la toma de financiamientos por parte de la empresa para el desarrollo de nuevos negocios, o la adquisición de nuevos activos, puesto que dichas inversiones podrían no rendir frutos dentro del período previsto para su desinversión. No importa qué tan atractiva sea la oportunidad, ni si el activista realmente

crea o no en el proyecto. El activista que tenga que generar retornos en un plazo menor al de los demás accionistas podría generar problemas, ya que no olvidemos que en la mayor cantidad de casos el activista – en particular los fondos - responde a su vez frente a sus propios *stakeholders* (p.e. inversionistas o partícipes del fondo), y actuará de acuerdo a su beneficio.

En virtud de lo anterior, hay una exagerada creencia de que los accionistas activistas no son más que oportunistas que actúan en desmedro de la compañía; sin embargo, veremos que esto no es del todo cierto. Los accionistas activistas por lo general tienen, si bien no siempre de manera real, un poder de influencia importante. Ya sea porque tienen los recursos para hacer un *stakebuilding* futuro para obtener cierto control de la compañía, o por su experiencia en campañas activistas pasadas, los activistas generan cierta atención del *management* de las compañías en las que se encuentran involucrados y generan incentivos para que los directivos se concentren en generar valor y prioricen la implementación de prácticas de buen gobierno corporativo. Los activistas no solo sacan de su zona de confort a la plana gerencial de la compañía, sino que traen ideas frescas a la misma, que muchas veces no tienen nada que ver con la cultura tradicional adoptada (la misma que podría no estar generando los resultados esperados). En ese sentido, el activista a veces rompe la inercia de las empresas hacia los cambios, o mueve los cimientos de planas gerenciales demasiado cómodas, y puede inclusive actuar como un salvavidas para los demás accionistas. De acuerdo a una investigación publicada por la editorial *Financier Worldwide*¹⁸, durante los años 2014 y 2015 los fondos activistas

18 Perrie M. Weiner and Robert D. Weber . (2015). Shareholder activism is good. 20 de octubre de 2019, de *Financier Worldwide* Sitio web: <https://www.financierworldwide.com/shareholder-activ>

percibieron más del doble de ingresos que las empresas incluidas en el S&P 500. Asimismo, de acuerdo a dicha publicación, los resultados positivos sobre las ventas, flujos de caja, retorno sobre activos, entre otros, se mantenían constantes hasta por un plazo de 2 a 3 años luego de una campaña activista.

Activismo en el Perú

Si bien hasta aquí hemos analizado la coyuntura del activismo societario desde la experiencia internacional, por su mayor y más estudiado desarrollo casuístico, Perú no se ha mantenido totalmente al margen de la injerencia de campañas activistas en los últimos años.

Como ya hemos adelantado, la poca liquidez de la bolsa de valores de Lima, sumado a la falta de experiencia de los inversionistas institucionales peruanos, han generado pocos casos que puedan realmente clasificar como activismo de los accionistas. Sin embargo, en los últimos años se han visto en el Perú algunos casos de activismo que captaron el foco de atención, siendo quizá el más sonado el de Corporación Lindley: En setiembre del año 2015 la mexicana Arca Continental concretó la compra de un porcentaje equivalente al 47.52% de las acciones representativas del capital social de Corporación Lindley por un monto total de US\$ 760 millones de dólares. Ese mismo año se inició una fuerte campaña mediática impulsada por los accionistas tenedores de acciones de inversión de dicha sociedad, argumentando que el *management* había retenido información relevante para el mercado vinculada a los términos y condiciones de la transacción, afectando el valor de la compañía. Dado que parte de la

transacción preveía la realización de una oferta de compra por parte de Corporación Lindley a los accionistas restantes luego del cierre de la misma, el valor por acción acordado en la transacción con Arca Continental sería determinante para definir el valor que cada uno de estos recibiría por sus paquetes de participación. En ese sentido, los accionistas manifestaron que Arca Continental y la familia Lindley habían encubierto parte del valor del *equity* a través de compensaciones en especie adicionales (no reveladas) al “precio de compra”; por ejemplo, suscribiendo un acuerdo de no competencia con ciertos miembros de la familia Lindley por un cuantioso monto de US\$ 150 millones y el compromiso de venta de varios inmuebles de Corporación Lindley a favor de dicha familia por un monto aproximado de US\$ 137 millones. La fuerte campaña realizada en contra de la compañía resultó en la imposición de una multa por parte de la Superintendencia de Mercado de Valores por un monto de S/ 770 mil y sin duda marcó un precedente en las prácticas de gobierno corporativo de la misma, cuestión que se vio reflejada en la – incuestionada – transacción de venta celebrada en el 2018, mediante la cual Arca Continental adquirió un paquete de acciones adicional de 38.52% de la compañía por un monto de US\$ 500 millones.

Si bien aún no existen investigaciones de rigor que muestren cifras objetivas de cómo se ha venido desarrollando el activismo de los accionistas en el Perú, y no abunda casuística local para ahondar en dicho estudio, de acuerdo a una investigación realizada por miembros del equipo de la editorial Semana Económica en el año 2015¹⁹, las AFPs en el Perú han liderado el frente del activismo societario en los últimos años. Un ejemplo interesante de

ism-is-good#.Xbji5JKiUk

19 Rodrigo Velit y David Reyes. (2015). Minoritarios con power. 20 octubre 2019, de Semana Económica Sitio web: <https://larepublica.pe/economia/899490-minoritarios-con-power/>

la actuación de las AFPs en la coyuntura local fue el caso que involucró a Grupo Mexico y Southern Copper Peru en el año 2011. En dicho año Grupo México, accionista controlador de Southern, planteó la fusión de esta con su subsidiaria Asarco; sin embargo, los accionistas minoritarios se opusieron activamente a dicha operación alegando que la valorización que Grupo México había alocado a Asarco era excesiva y la relación de canje en la entidad resultante los diluiría de manera poco equitativa.

Luego de unos meses, y ante la presión de los accionistas, un comité independiente nombrado para evaluar la operación recomendó no seguir adelante con la fusión y Grupo México canceló sus planes de integración. En esa misma línea, caso sonado en el que también estuvieron involucradas AFPs fue el de Unión Andina de Cementos (UNACEM), empresa que estuvo bajo la lupa en los años 2014 y 2015. El caso fue que, de acuerdo a la memoria anual del ejercicio 2014 de dicha empresa, UNACEM, empresa controlada por la familia Rizo-Patrón, recibía del Sindicato de Inversiones y Administración (SIA), empresa que era controlada por la misma familia, servicios de gerenciamiento. Los accionistas minoritarios (liderados en este caso por AFP Hábitat y Prima AFP) reclamaban que la contraprestación por dichos servicios no se encontraba en condiciones de mercado y representaba un total del 10% de las utilidades antes de impuestos de dicha compañía, afectando el rendimiento de sus inversiones.

El activismo de las AFPs resulta coherente pues dichas entidades no solo manejan

grandes cantidades de dinero en inversiones de empresas listadas²⁰, sino que mantienen un deber fiduciario con sus pensionistas, alineado con su misión previsional. Lo cierto es que a medida que más y más grandes inversionistas institucionales y extranjeros ingresen al accionariado de empresas que coticen en bolsas locales, es probable que veamos mayor vigilancia y fiscalización en los asuntos de dichas empresas, exportando figuras del activismo ya puestas a prueba en la experiencia internacional.

Derechos de los minoritarios en el Perú

Ante la tendencia a desarrollarse en la región una práctica creciente de activismo, finalmente cabe la pregunta, ¿contempla la legislación peruana elementos de protección a favor de los accionistas minoritarios, que puedan ser ejercidos con el objetivo de presionar al *management*?

La respuesta es que sí, la Ley General de Sociedades contempla diversos mecanismos legales diseñados para proteger los intereses de las minorías en las sociedades constituidas en el Perú. A continuación se incluye un cuadro esquemático con ciertos derechos relevantes que mantienen los accionistas minoritarios de acuerdo a dicha legislación, los cuales podrían ser ejercidos de manera proactiva, o entrampadora, según cómo se mire, para ejercer influencia en las sociedades en las que mantengan participación accionaria

20 De acuerdo al informe “*Tendencias de asignación de activos de Mercados Emergentes: Un escenario en evolución*” elaborado por Mercer durante el año 2019, las AFPs invierten más del 51% de los fondos que administran (un total de aproximadamente US\$ 49 millones) en *equity*.

DERECHO	DESCRIPCIÓN	PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN REQUERIDO PARA EJERCERLO
Derecho a solicitar Junta de Accionistas (Artículo 113° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho en virtud del cual se puede conminar a la sociedad a celebrar una Junta de Accionistas y votar los temas propuestas por dichos interesados.	Podrán solicitarlo accionistas que mantengan, de manera individual o conjunta, un mínimo de 20% de acciones con derecho a voto del capital social.
Solicitud la presencia de Notario en la Junta General de Accionistas (Artículo 138° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho en virtud del cual un accionista puede solicitar que la Junta de Accionistas se lleve a cabo en presencia de Notario Público, quien certificará la autenticidad de los acuerdos adoptados por la junta.	Podrán solicitarlo accionistas que mantengan, de manera individual o conjunta, un mínimo de 20% de acciones con derecho a voto del capital social.
Derecho a impugnar acuerdos de la Junta General de Accionistas (Artículos 139° y 140° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho que permite impugnar judicialmente acuerdos de la Junta de Accionistas cuyo contenido sea contrario a la Ley General de Sociedades, se oponga al estatuto o pacto social o lesione en beneficio directo o indirecto a uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad.	No aplica
Derecho a solicitar copia certificada de acta de Junta General de Accionistas (Artículo 137° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho de cualquier accionista, hubiere asistido o no a junta, de obtener, a su propio costo, la copia certificada o parte específica que indique del acta de dicha sesión. En este caso el gerente general está obligado a extenderla, bajo su firma y responsabilidad, en un plazo no mayor de cinco días.	No aplica
Derecho de Información fuera de Junta (Artículo 52-A y 130° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho en virtud del cual se puede solicitar a la sociedad cualquier tipo de información vinculada a ésta y sus operaciones. <u>Se exceptúan hecho reservados o asuntos cuya divulgación pueda causar un daño a la sociedad</u> , de acuerdo al Directorio o la gerencia (ante inexistencia de este).	Podrán solicitarlo accionistas que mantengan, de manera individual o conjunta, un mínimo de 5% de acciones con derecho a voto del capital social. *Con una tenencia de 25% o más de las acciones con derecho a voto, se puede compeler a la sociedad a otorgar dicha información por más que sea considerada reservada o potencialmente dañosa.
Pretensión social de responsabilidad contra los directores (Artículo 181° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho de los accionistas que mantengan, de manera individual o conjunta, un porcentaje de acciones de cuando menos el 30% de acciones con derecho a voto de iniciar directamente una pretensión de responsabilidad contra los directores que hayan generado un daño a la sociedad en incumplimiento de sus obligaciones fiduciarias frente a la misma.	Podrán solicitarlo accionistas que mantengan, de manera individual o conjunta, un mínimo de 30% de acciones con derecho a voto del capital social.
Solicitud de auditorías externas (Artículo 226° de la Ley General de Sociedades)	Es el derecho de los accionistas con derecho a voto para disponer que la sociedad en donde mantienen acciones sea objeto de auditoría externa.	Podrán solicitarlo accionistas que mantengan, de manera individual o conjunta, un mínimo de 10% de acciones con derecho a voto del capital social.

Conclusiones

Como corolario de este trabajo, podemos decir que el activismo de los accionistas, bueno o malo, es una tendencia latente en el mundo corporativo, y con el paso de los años venimos observando el desarrollo de estrategias cada vez más eficientes (y quizá agresivas) de los activistas alrededor del mundo. La sofisticación y creciente experiencia de nuevos actores en el mercado, como los fondos activistas, genera la obligación de las gerencias de informarse y mantenerse al día sobre la coyuntura internacional y local sobre la materia, pues estar atentos a la presencia de activistas en el ecosistema y diseñar estrategias para administrarlos una vez toquen a la puerta será clave para el éxito de su gestión. Como mencioné al inicio del presente trabajo, los tiempos están cambiando, y la buenas prácticas corporativas, así como la administración responsable y concienzuda de las planas gerenciales toman una relevancia sin precedentes frente a un nuevo actor en el mercado que ha llegado para quedarse.
