

Fusiones y adquisiciones en fondos de inversión

¿Se mantendrán los convenios?

(Segunda parte)

Por Philip Symmonds y Andrew Prodanyk.*

Los mecanismos de protección de un convenio en las transacciones públicas de fusiones y adquisiciones (F&A) equilibran el deseo del comprador de consumir su operación frente al deber del vendedor respecto a ser capaz de responder ante ofertas superiores.

El arreglo característico estipula que el vendedor tiene prohibido solicitar o facilitar una oferta competitiva (definida típicamente como propuesta de adquisición), pero se le ha otorgado un derecho limitado para proporcionar información confidencial al licitante en el caso de que la oferta sea razonablemente probable de resultar en una mejor oferta (típicamente definida como propuesta superior).

En ese momento, el vendedor tiene el derecho de aceptar la oferta que mejor considere (derecho *fiduciary out*), una vez más, bajo circunstancias limitadas y normalmente después de otorgar al comprador el derecho de igualar la oferta. Sin embargo, se requerirá al vendedor el pago de una cuota por incumplimiento para seguir el proceso.

Dentro de una transacción de fondos de inversión, las estipulaciones mencionadas siempre tienen un alto grado de negociación. En la medida que exista un patrón característico, se hará necesario el pago de una cuota por incumplimiento, bajo tres circunstancias:

1. Cuando el fondo se termina para entrar en un convenio con base en una propuesta superior.
2. Cuando el comprador termina porque el fondo procederá a realizar una operación alternativa.
3. Cuando la operación no tiene éxito, debido a que el número requerido de tenedores de unidad no ha votado a favor o no ha presentado una oferta, pero se consuma una transacción alternativa dentro de un lapso determinado.



El primer caso surge cuando el fondo recibe y desea comprometerse con una propuesta superior. En ese caso, el fondo se termina y se paga la cuota por incumplimiento de acuerdo.

Respecto al segundo caso, se permite al comprador asegurar de manera esencial obtener el pago de una cuota de incumplimiento en el caso de que el sujeto objetivo decline y termine el convenio. Este derecho se activa cuando el fondo retira o modifica sus recomendaciones o aprueba una operación de la competencia. Para impedir que los miem-

bros del Consejo de Administración pretendan evitar el pago, en ocasiones la cuota también puede pagarse en caso de que los miembros del Consejo dejen de emitir su recomendación dentro de un lapso establecido, una vez que se anuncia la transacción alternativa.

Por último, el tercer caso cubre la situación en la que una propuesta de adquisición distinta se encuentra sobre la mesa, pero los miembros del Consejo de Administración no emiten su recomendación de que proceda, permitiendo en su lugar que la primera propuesta sea sometida a votación de los tenedores unitarios o de que éstos no presenten una oferta.

En esa circunstancia, por lo general, la cuota se activa por incumplimiento, cuando la operación alternativa se consuma realmente dentro del periodo siguiente al cierre de la operación (la evidencia de los casos precedentes muestra un periodo aproximado de 12 meses). Se trata de una especie de medida antievasión que busca impedir a los miembros del Consejo de Administración eludir el pago de la cuota por incumplimiento, por el hecho de no cambiar sus recomendaciones; en cambio, confían en el incentivo económico de los tenedores unitarios para que rechacen por votación, o al omitir presentar una oferta, la transacción del primer comprador.

Las cuotas por incumplimiento sobre las operaciones de F&A representan normalmente de un 2 a un 3%, pero pueden ser más altas o bajas según la magnitud y complejidad de la operación. Casi siempre, la cuota se paga cuando se inicia la operación superior, no cuando se completa. En el caso de los miembros del Consejo de Administración, esta situación presenta dos aspectos:

1. Cualquier cuota por incumplimiento es problemática en la medida que tiene el potencial de afectar las distribuciones, de modo que existe una presión inevitable para disminuir la cuota por incumplimiento. Sin embargo, en las operaciones realizadas a partir del anuncio oficial del 31 de octubre del 2005, las cuotas por incumplimiento se calculan entre el 1.7 al 4%, con un grupo de mayoría del 3% de las transacciones.

2. Si la cuota por incumplimiento se paga y al final no se consuma la operación alternativa, el fondo se queda sin el efectivo y las distribuciones se verán afectadas. De ahí que el fondo puede procurar cubrir tal cuota sólo en el caso de concretarse la operación alternativa.

Operaciones de adquisiciones subsiguientes

Durante una licitación de absorción, quien la realiza adquiere más del 66.7% de las unidades y generalmente está en posición de llevar a cabo una siguiente operación de compra para restringir el acceso a la minoría. Se han utilizado dos

estructuras que afectan la restricción de segundo piso en las transacciones de fondos de inversión:

- 1.** La corrección del techo límite de una adquisición obligatoria del 90 al 66.7%, cuando las bases que rigen el fondo contengan el 90% de las estipulaciones obligatorias de una adquisición.
- 2.** La venta de los activos del fondo a cambio de efectivo; por ejemplo, las acciones y la deuda de la corporación subyacente, la redención de las unidades del fondo y el cierre de éste.

Hay varios aspectos que son únicos de las operaciones de adquisición subsiguiente en el contexto de un fondo de inversión. Primero, muchas declaraciones del fideicomiso contienen estipulaciones que facilitan obtener la aprobación del tenedor unitario mediante una resolución firmada por el 66.7% de los miembros; es decir, sin llevar a cabo una reunión de tenedores unitarios. Segundo, la carta de transmisión que se dirige a éstos puede proporcionar al licitante un poder notarial que permite al licitante firmar la resolución que aprobaría la operación de adquisición subsiguiente.

Operaciones recientes

A la fecha, sólo se ha concretado un número escaso de operaciones grandes, que involucran a las REIT tanto como la adquisición del Fondo de Inversión de Waterheater UE por Alinda Capital Partners en abril del 2007. Las operaciones más recientes involucran fondos de pequeño a mediano capital, en los cuales los adquirentes son compradores financieros y estratégicos. Aunque una mayoría importante de operaciones ha sido de carácter armónico, también se han registrado algunas operaciones hostiles.

En la medida que se concreten más convenios, los estándares del mercado continuarán desarrollándose y el resultado será que habrá más documentación sobre dichos estándares. De manera integral, esto debería resultar en un menor número de obstáculos y una reducción del riesgo de ejecución. Con el cambio en la política fiscal del gobierno de Canadá, aunado al aumento en fondos de problemas, casi se producirá un incremento de la actividad de F&A de fondos de inversión durante los años venideros. ❁

Texto original: "Will The Deals Deep Up?" (CA Magazine, marzo 2008). Traducción para Veritas del Colegio de Contadores Públicos de México por Pilar Vidal.

* Philip Symmonds es socio de Torys LLP en Toronto, práctica de Derecho Corporativo y de Valores. psymmonds@torys.com
Andrew Prodanyk es asociado del Departamento Corporativo de Torys LLP en Toronto. aprodneyk@torys.com