

Fusiones y adquisiciones en fondos de inversión

¿Se mantendrán los convenios?
(Primera parte)

Por Philip Symmonds y Andrew Prodanik.*

Las nuevas reglas fiscales del 2011 requieren que todo fondo que permanezca en el mercado determine si su estructura continuará maximizando el valor para los tenedores unitarios.



Las fusiones y adquisiciones (F&A) de los fondos de inversión representaron un área muy activa durante el 2007. Aunque el mercado no se mostró tan frenético como algunos comentaristas habían pronosticado, se reportaron alrededor de 25 operaciones de fondos de inversión, con un valor total de aproximadamente 23 mil millones de dólares, al surgir el anuncio del gobierno canadiense, el 31 de octubre del 2006, sobre la eliminación del estatus de las ventajas fiscales respecto a los fondos de inversión. Muchos fondos adicionales iniciaron procesos de revisión estratégica, con la expectativa de que muchos fondos de inversión corriente se privatizarán, según lo permitan las condiciones del mercado, incluyendo los sucesos que recibieron un alto grado de publicidad negativa en los mercados de crédito y de dinero en Canadá y EU.

Según se acerca la fecha efectiva de la entrada en vigor de las nuevas reglas fiscales del 2011, se requiere que todo fondo que permanezca en el mercado determine si su estructura continuará maximizando el valor para los tenedores unitarios. Como resultado, hay un número de principales aspectos

legales que surgen en el contexto de una operación de fusión y adquisición de un fondo de ingresos.

Estructura

Se utilizan dos estructuras para la adquisición de un fondo de inversión. La primera consiste en unidades de participación por parte de tenedores unitarios. Esta operación se realiza mediante un convenio de apoyo con el fondo, firmado por el comprador y con una licitación pública para absorber a todos los tenedores de acciones. En este convenio, los miembros del Consejo de Administración acuerdan apoyar dicha licitación a través de recomendaciones de operación a los tenedores unitarios.

Esta estructura puede resultar atractiva para los miembros del Consejo de Administración del fondo. El licitante prepara la documentación mediante una circular de los miembros del Consejo preparada por el fondo. Es improbable que el cambio de control que resulta de la transacción provoque el uso de los requerimientos de consentimiento en la mayoría de los contratos y, como resultado, en general no se requiere la cooperación de una tercera parte. Finalmente, la

tarea de asegurar el apoyo del tenedor unitario recae en el adquirente y la operación requiere que el fondo o los miembros del Consejo de Administración sólo se involucren de manera limitada una vez que se anuncie la operación.

En el caso de que más del 90% de los tenedores unitarios realice una oferta, la mayoría de las estipulaciones del fondo permitirá la adquisición obligatoria de las unidades que no recibieron oferta en la licitación, seguida de una de absorción de la empresa, sin que sea necesaria una reunión del tenedor unitario.

Ahora, en caso de que más del 66.7% de las unidades de un fondo sea objeto de oferta, el licitante todavía podrá, en la mayoría de los casos, realizar una operación de restricción de segundo piso, sin que sea necesaria una reunión de tenedores unitarios. Cuando sea posible actuar así, en general, podrá completarse una adquisición mediante una licitación de absorción en aproximadamente 60 días a partir de la firma de un contrato de apoyo, que permite el tiempo suficiente para preparar la circular.

La segunda estructura, que puede ser atractiva a los compradores, es la adquisición de activos subyacentes de un fondo. En el caso del más antiguo de estructura corporativa, eso significará la adquisición de las acciones y la deuda de la corporación que se encuentran *debajo* del fondo. En el caso de un fondo de estructura de Sociedad Limitada (SL), eso significará la adquisición de ésta. Después de ello, se distribuyen las utilidades a los tenedores unitarios y el fondo se cierra.

Al poner en ejecución la segunda estructura, se lleva a cabo una reunión de tenedores unitarios con el fin de obtener la aprobación (en general, del 66.7% de ellos) para la venta de todos, o sustancialmente todos, los activos del fondo. En esta estructura, el peso de preparar la documentación recae en el fondo, que deberá preparar y pagar los costos de envío por correo de una circular de información a los tenedores unitarios y luego llevar a cabo la reunión.

De haber necesidad de cerrar una opción y abrir otra con menor precio de los activos en el caso de un vehículo que se ofrece para ser adquirido, ello podría disparar la necesidad de utilizar los requerimientos de consentimiento bajo las cláusulas de asignación del contrato. Dependiendo esos requerimientos de consentimiento, una adquisición que se realiza a través de la compra de activos puede tomar 60 días aproximadamente, a partir de la firma del contrato de adquisición.

Si se permite adelantar el tiempo suficiente para correr la diligencia debida y la negociación de la documentación de la compra (esta parte del proceso es elástica en términos de tiempo), lo anterior significa que la adquisición de un fondo de inversión es, en general, una propuesta que requiere de cuatro a cinco

meses de duración (aunque tomará más tiempo si el lapso previsto para correr la diligencia y la negociación es más largo).


El programa que persigue completar una licitación de absorción de una empresa y una compra de activos es similar, especialmente cuando la operación de segundo piso puede realizarse sin convocar a una reunión, en el caso de una licitación de absorción. Dados estos factores, la opción de estructura, en la mayoría de los casos, se guiará por las condiciones fiscales del comprador, considerando algunos factores (uno de ellos se refiere a los requerimientos de consentimiento como asunto importante de atención secundaria).

Estimación del riesgo

Debido a que los miembros del Consejo de Administración desearán renunciar inmediatamente después de cerrar y distribuir todas las utilidades recibidas, tendrán pocos deseos de atender las obligaciones posteriores al cierre. Como resultado, algunas condiciones convencionales que pudieran estar a disposición en un convenio privado de F&A generalmente son imposibles de poner en práctica en un contexto de fondo de inversión.

Por ejemplo, las retenciones y los pagos adicionales a futuro (*earn-outs*) serán difíciles de poner en práctica, debido a que los tenedores unitarios esperan recibir su parte de efectivo en un pago único (*lump sum*). Los ajustes posteriores al cierre, como los de capital de trabajo, en general, tampoco pueden ser manejados por el fondo, pues una vez que se ha distribuido el dinero no queda con quién hacerse el ajuste.

Aunque las representaciones y los garantes de la empresa operadora puedan revelar información reservada, no representan un valor de riesgo asignado, debido a que el comprador poseerá la entidad que ha otorgado la representación. Todo ello asigna la cuota en una debida de carácter comprensivo que cubrirá el periodo hasta o cerca de la fecha de cierre y llevará a los compradores a establecer por adelantado un precio en situación de riesgo.

En la segunda parte de este artículo, se abordarán aspectos de protección del convenio, operaciones de adquisiciones subsiguientes, algunos sucesos actuales y un panorama general del tema. Continúa en la siguiente edición de *Veritas*. 

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