

**UNIVERSIDAD IBEROAMERICANA**



“ANÁLISIS DE ALTERNATIVAS PARA EL PAGO DE DEUDA EN  
OBLIGACIONES CONVERTIBLES QUE G. ACCIÓN SA DE CV CONTRATÓ EN  
1999 PARA LA COMPRA DE INMUEBLES GENERADORES DE RENTAS”.

INSTITUCIÓN: GACCION SA DE CV.

**ESTUDIO DE CASO**

Que para obtener el grado de

**MAESTRO EN ADMINISTRACION**

Presenta

**JORGE ROBERTO GIRAULT FACHA**

DIRECTOR DE TESIS: MTRO. JORGE SMEKE ZWAIMAN

LECTORES: MTRA. LOURDES LINARES CASTRO Y DR. JOSÉ ANTONIO

CERRO CASTIGLIONE

CUENTA: 131312-6

México, D.F.

2006.

<b>Contenido.</b>
-------------------

1. Descripción de la empresa.
2. Antecedentes del caso.
3. Estudio de Mercado.
4. Marco Teórico.
  - a. Orígenes Del Término “Mezanine”
  - b. Un Poco De Historia Sobre Estas Estructuras
  - c. Generalidades Del Financiamiento Tipo Mezanine
  - d. Financiamiento Mezanine Como Deuda Corporativa.
    - i. Para empresas no inmobiliarias
    - ii. Para empresas inmobiliarias
  - e. Requerimientos Y Rendimientos De La Deuda Tipo Mezanine
  - f. Instituciones Que Otorgan Financiamiento Mezanine.
  - g. Estructura Financiera
  - h. Panorama Actual.

5. Justificación del caso.
6. Análisis de los hechos.
7. Definición del problema.
8. Planteamiento de soluciones posibles.
9. Fundamentación de la solución elegida.
10. Recomendaciones.
11. Conclusiones
12. Bibliografía.

## **1) Descripción de la empresa.**

G.Acción, S.A. de C.V. ("G.Acción") es una empresa mexicana fundada en 1988 como una sociedad de inversión en capitales (SINCA) con el nombre de "Fondo Opción", enfocada al mercado inmobiliario para compañías multinacionales.

El plan de negocios original de la empresa era la de darle una Opción al público en general para que pudieran participar en inversiones inmobiliarias con poco capital, donde la idea era que el Fondo invirtiese en inmuebles de diferente naturaleza, como centros comerciales, oficinas, residencial e industrial, y el público pudiera tener la oportunidad de comprar un porcentaje del mismo, y así participando en un portafolio diversificado.

En 1992 Fondo Opción recurrió a los capitales institucionales a través de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) para levantar capital y poder dar la opción al público en general de acceder a tener porcentajes de portafolios inmobiliarios.

Esta idea, al final, no resulto debido a la complejidad de una estructura tipo SINCA, difícil de entender para los mercados públicos y sin haber logrado levantar capital adicional para seguir invirtiendo en el sector inmobiliario, sector que por naturaleza es intensivo en capital.

En enero de 1997, G. Acción inició una reestructura corporativa para modificar su condición de SINCA a una SA de CV, para poder relanzarse al mercado de capitales y

hacer más sencilla su operación e información, y así más atractiva para los mercados públicos.

En Junio de 1997 la empresa llevó a cabo su oferta pública de tipo primaria, ya como una SA de CV, colocando parte de su capital en las bolsas de México y Nueva York, obteniendo recursos por \$50 millones de dólares utilizados en la compra de terrenos, prepago de deudas y terminación de desarrollo de edificios de oficinas.

G.Acción se definió como la empresa inmobiliaria pública líder en México con un portafolio de edificios corporativos, centros comerciales y propiedades industriales, rentadas bajo contratos denominados en dólares.

La misión de la compañía ha evolucionado según sus necesidades, evaluación del mercado y accesibilidad a fondos para seguir invirtiendo, dada la naturaleza del sector. Actualmente la misión es la de proveer soluciones inmobiliarias en México mediante la canalización de dinero institucional al sector inmobiliario nacional<sup>1</sup>. Durante los últimos años G.Acción ha encabezado el mercado inmobiliario en México a través de la consolidación de un importante portafolio de propiedades industriales localizadas al interior del país y ha sido una de las principales empresas en el sector inmobiliario que cuenta con un flujo de arrendamiento recurrente denominado en dólares y con acceso a diferentes fuentes eficientes de capital. Como líder en el sector inmobiliario en México

---

<sup>1</sup> [www.gaccion.com.mx](http://www.gaccion.com.mx)

G.Acción ha consolidado su estrategia corporativa mediante la incursión en los diferentes sectores del mercado buscando el poder otorgar un mayor rendimiento al capital de sus inversionistas y accionistas, lo cual se ha logrado mediante la búsqueda de soluciones inmobiliarias para compañías nacionales y multinacionales, tales como naves industriales, centros de distribución y propiedades para otras necesidades.

Desde 1997 que la empresa se relanzó como empresa pública en México, mediante la emisión de títulos en los mercados nacionales e internacionales, la empresa no había sido capaz de levantar capital adicional, en parte debido a falta de una masa crítica mas interesante para los mercados y en parte debido a la falta de empresas similares que ayudaran a hacer comparaciones de resultados, operación y valuaciones.

Debido a lo anterior, la empresa se vio en la necesidad de salir al mercado de capital privado y buscar la posibilidad de levantar fondos para seguir con su inversiones, es por ello que en julio de 1999, G.Acción estableció una alianza estratégica con The Peabody Group (Grupo Peabody), un fondo inmobiliario formado en 1997, administrado por O'Connor Capital Partners y JP Morgan & Co. El Grupo Peabody invierte en bienes raíces alrededor del mundo mediante alianzas con socios locales e invierte a nivel corporativo en empresas inmobiliarias.

La asociación firmada en 1999, contempla la inversión directa en el capital de la empresa, donde Peabody mantiene el 41% de participación en G.Acción, así como un programa de inversión a través de obligaciones convertibles bajo el esquema 85/15, donde Peabody

participa con el 85% de los requerimientos de capital, así como de las utilidades y G.Acción con el 15% restante en las inversiones hechas conjuntamente

Gracias a una marco macroeconómico mas estable, una calificación de riesgo país mas aceptable por los capitales internacionales, G. Acción tuvo la oportunidad de voltear a buscar dinero de mas largo plazo y menor costo, es por ello que en abril del 2002 G.Acción firmó una alianza estratégica con una REIT (Real Estate Investment Trust) de nombre AMB Property Corporation (AMB) (<http://www.amb.com> ), y uno de los más grandes propietarios y operadores de edificios industriales y de logística en los Estados Unidos. Bajo esta sociedad G.Acción ha desarrollado y realizado importantes inversiones, fundamentalmente para edificios de logística y distribución en las ciudades de México, Guadalajara y Monterrey. Esta asociación se ha realizado mediante un esquema 90/10, donde G.Acción invierte el 10% de los recursos requeridos para las inversiones propuestas y AMB invierte el 90% restante. La empresa obtiene múltiples beneficios, como pago por servicios prestados de administración, desarrollo y comercialización, entre otros, así como un incentivo de éxito según los resultados que se obtengan de cada operación realizada de manera conjunta.

Bajo el mismo esquema, y gracias a los cambios en la valuación de nuestro país, el 31 de Diciembre del 2003 G.Acción anuncia una asociación con Kimco Realty Corporation (Kimco) (<http://www.kimcorealty.com>), que es una REIT (Real Estate Investment Trust) ubicada en Nueva York, dedicada a la operación y desarrollo de centros comerciales en Estados Unidos, Canadá y desde 2002 en México. Esta asociación se ha realizado

mediante un esquema 90/10, donde G.Acción invierte el 10% de los recursos requeridos para las inversiones propuestas y Kimco invierte el 90% restante. La empresa obtiene múltiples beneficios, como pago por servicios prestados de administración, desarrollo y comercialización, entre otros, así como un incentivo de éxito según los resultados que se obtengan de cada operación realizada de manera conjunta.

Actualmente la empresa administra un portafolio de más de 740 mil m2.

<b>Tipo</b>	<b>Area (m2)</b>	<b>MilesUS\$/Año</b>
Oficinas	143,000	21,000
Industrial	483,000	24,000
Comercial	3,500	1,000
<b>TOTAL</b>	<b>629,500</b>	<b>46,000</b>
AMB	95,000	6,400
KIMCO	16,200	1,200
<b>TOTAL</b>	<b>740,700</b>	<b>53,600</b>

Nota: Ingresos anuales brutos.

## **2) Antecedentes del Caso.**

En julio de 1997, G. Acción logró colocar el 49% de su capital en la Bolsa Mexicana de Valores como en Estados Unidos, a través de una colocación pública, bajo ciertas restricciones de información en los Estados Unidos, con el fin de recapitalizarse, y así poder hacer frente a las inversiones que se tenían programadas y el prepago de ciertas deudas que la empresa había contraído en el pasado.

El monto colocado por la empresa fue de \$50 millones de dólares, los cuales se utilizaron para el prepago de deudas bancarias, compra de terrenos y terminar ciertos desarrollos de edificios de oficinas que se habían iniciado en la zona de Santa Fe, en le Distrito Federal.

El valor de la acción inició en Ps\$12.50 por acción, por 116 millones de acciones, para 1999 el valor ya había caído poco más de un 50%, alzando los Ps\$6.00 pesos por acción, sin posibilidad de colocar más capital sin diluir a los actuales accionistas.

Para inicios de 1998, la empresa inició una reestructuración a fondo, tanto en estrategia como en operación. Los cambios se centraron en la definición de la estrategia a través de enfocar los recursos, tanto humanos como de capital, hacia el sector industrial, sector que desde 1994 estaba creciendo a ritmos de 10% anual, como consecuencia del Tratado de Libre Comercio con América del Norte.

En la parte de la operación G. Acción reestructuro sus áreas de trabajo, logrando una operación más eficiente y menos costosa, reduciendo su plantilla de personal, sobre todo en las partes directivas, concentrando la operación en dos cabezas: un director general y un director de finanzas.

Para finales de 1998, la empresa ya había concluido con su plan inicial de reestructura de créditos y adquisición de terrenos, sin embargo carecía de recursos para hacerle frente a la adquisición y desarrollo de naves industriales en las principales ciudades de la república, en especial las que tienen mayor actividad industrial.

Es por ello que para enero de 1999, G. Acción salió en busca de capital, no a través de colocación de capital en las bolsas de valores, sino por medio de capital privado.

Después de un “Road Show” por Estados Unidos, donde la empresa mostraba las oportunidades de inversión que estaba siendo capaz de conseguir, logro establecer una asociación estratégica con The Peabody Group, un fondo de oportunidad privado inmobiliario, que estaba interesado en invertir en el sector inmobiliario mexicano, a través de un socio local.

The Peabody Group es un fondo cerrado global de inversión inmobiliaria de \$850 millones de dólares, que invierte desde 1998 en los principales mercados inmobiliarios de Europa y América. Peabody es administrado por O’Connor Capital Partners y JP Morgan & Co., tiene inversionistas institucionales de la más alta calidad y su sede se encuentra en

la ciudad de Nueva York<sup>1</sup>

O'Connor Capital Partners es una prestigiada firma inmobiliaria de alcances globales, privada e independiente, fundada en 1983. Esta firma tiene la capacidad de identificar oportunidades y vehículos de operación inmobiliaria que ofrezcan a sus inversionistas rendimientos por demás interesantes, tal y como lo ha demostrado a través de los resultados de su gestión como Socio-General en los diferentes fondos que ha conjuntado, operado y liquidado.

The Peabody Group ("Peabody") formalizó en julio de 1999 una alianza estratégica para invertir junto con G. Acción en inmuebles industriales a través de un esquema donde Peabody invierte el 85% de los recursos requeridos y G. Accion el 15% restante. El dinero invertido por Peabody será en forma de financiamiento tipo mezanine, con garantía colateral a través de conversión de la deuda en acciones del capital de G. Acción, o la liquidación de la deuda por medio de un pago de la misma a valor mercado. Esta deuda paga un interés fijo del 5% anual, así como el 85% de los flujos excedentes, después de gastos de operación, pago de deuda bancaria (intereses y capital) e intereses provenientes de la deuda mezanine, dando así un cupón total anual hasta del 25%.

Adicionalmente, Peabody adquirió 52 millones de acciones comunes de G. Acción; mismas que lo han hecho tenedor del 41% de participación en la compañía, convirtiéndose en el socio individual más importante de la empresa actualmente. La participación de Peabody en el capital social de G. Acción es a través de un Fideicomiso

---

<sup>1</sup> [www.oconnorcapital.com](http://www.oconnorcapital.com)

de Control, con el cual el fondo puede vetar decisiones de inversión, venta, y cualquier decisión “importante” de la empresa.

A través de esta asociación estratégica, G. Acción, junto con Peabody, han invertido más de US\$200 millones de inversión total en más de 550 mil m2 de naves industriales desde julio de 1999 hasta diciembre de 2002. Formando así el segundo portafolio industrial más grande de México, generando más de \$30 millones de dólares de renta anual.

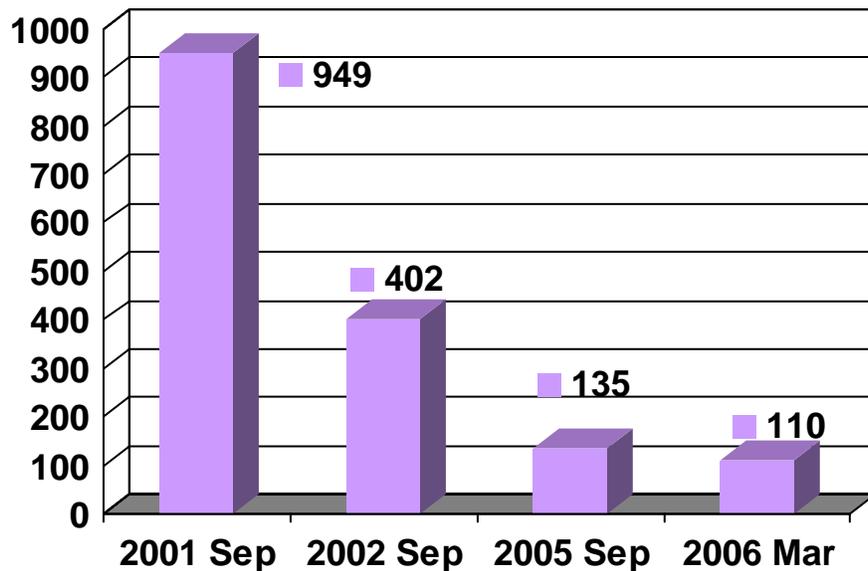
### **3) Estudio de Mercado.**

México tiene dos principales mercados dentro del sector industrial de bienes raíces, el de manufactura y el de logística y distribución. Dentro de la manufactura caen la mayoría de las definiciones especiales que se puedan encontrar, como industria pesada (automotriz) e industria ligera (ensamblado de arneses). Los principales mercados dentro de este sector se encuentran para la logística en la Ciudad de México y área conurbana, la Ciudad de Monterrey y la Ciudad de Guadalajara, donde se tiene los mercados de consumo mas importantes del país, con poblaciones de 20 millones de personas en DF y área Metropolitana, y ente 4 y 5 millones en cada ciudad de Guadalajara y Monterrey. En el caso de la manufactura, principalmente la maquila, la industria esta concentrada en las ciudades fronterizas mas importantes, como Cd. Juárez, Tijuana, Reynosa, Mexicali y Nuevo Laredo, aunque cada vez más industria ha ido migrando al sur a ciudades como Guadalajara, zona metropolitana de la Ciudad de México, y zona del Bajío.

Desde finales de 1994, con la firma del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos el mercado industrial en México creció en términos de plantas o edificios industriales un promedio de 10% al año, o 300 plantas anuales, hasta 2001 cuando la apreciación del peso, el efecto de China y otros países emergentes, así como una crisis generada por los ataques terroristas a Estados Unidos hicieron que la producción industrial iniciara una migración a otros lugares, fuera del territorio nacional, lo cual se dio por tres principales razones: (i) búsqueda de una operación más eficiente, como es el caso de China, derivado del costo de mano de obra, (ii) la quiebra o reestructura de

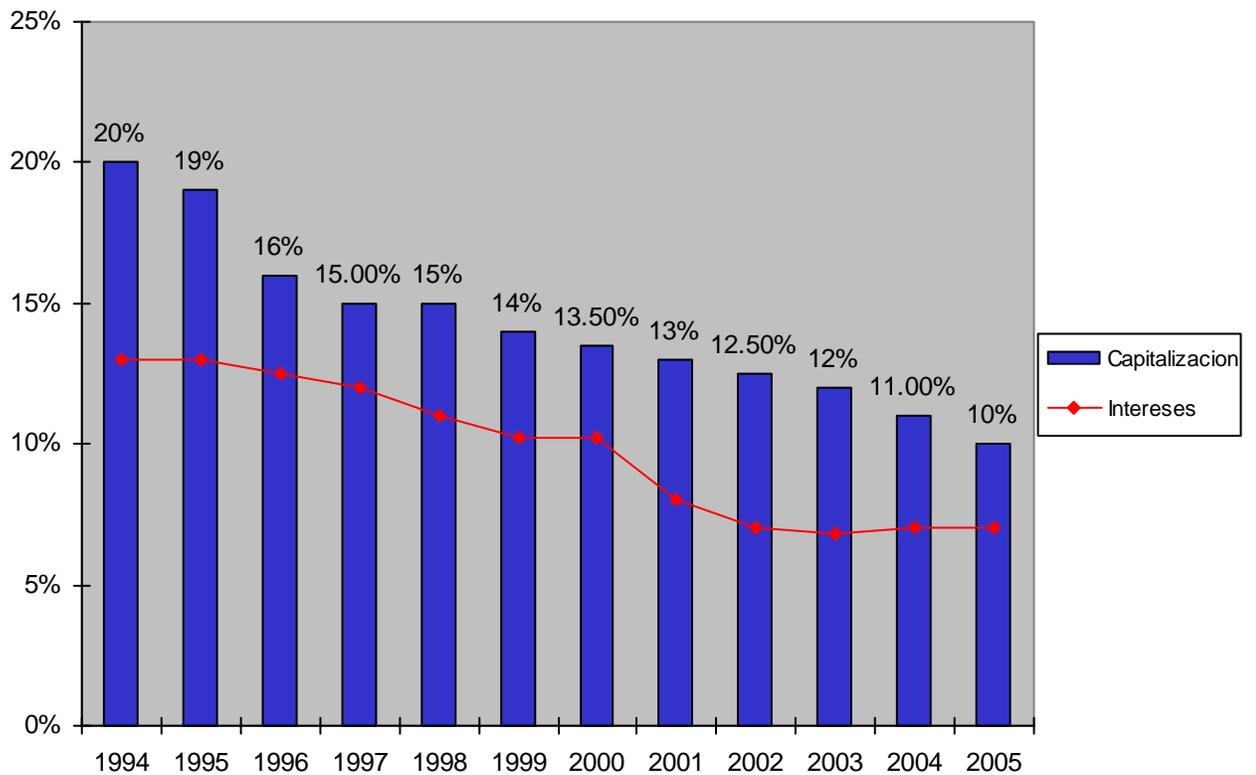
algunas empresas industriales y (iii) la protección que algunas corporaciones llevaron a cabo al regresar sus operaciones a su país de origen, buscando apoyar a la economía local, como fue el caso de algunos países de Asia.

Por otro lado, en términos de valuación, la creciente estabilidad de México, su reducción en su calificación de riesgo país (Gráfica 1) y la cada vez mayor obtención de recursos vía deuda, crearon una cada vez mayor apreciación de los edificios industriales en el país. Como ejemplo podemos ver (Gráfica 2) como los porcentajes de capitalización y la deuda fueron bajando año con año, obteniendo así una mayor valuación de las propiedades.



*Cifras en puntos base.*

*Gráfica 1 (Riesgo País, fuente: Infosel Financiero)*



**Gráfica 2 (Porcentajes de Capitalización de rentas de inmuebles vs tasa de interés fija, fuente: G. Acción)**

Un edificio industrial tipo tiene un área de 5,000 m<sup>2</sup>, altura a la parte mas baja del techo de 10 metros, piso de 6 pulgadas de espesor, un 3 a 5% de área de oficinas y zona de maniobra para camiones.

En términos de tamaño de mercado se cuentan con poco más de 40 millones de m<sup>2</sup>, donde el 25% se encuentra en la Ciudad de México y área Metropolitana, y el 45% se encuentra en las ciudades fronterizas y Monterrey.

Las rentas por m<sup>2</sup> se definen en dólares en su mayoría, aunque también existen rentas en pesos, las cuales cada vez son más comunes gracias a la estabilidad del peso y la exigencia del mercado. Actualmente podemos decir que una planta industrial cuesta, incluyendo terreno, por m<sup>2</sup> alrededor de US\$600/m<sup>2</sup>, con rentas de entre US\$70 y 75/m<sup>2</sup> al año.

La entrada de capital nuevo al sector inmobiliario Mexicano, ha revaluado el valor de los inmuebles generadores de rentas a largo plazo.

Actualmente en el sector industrial de maquila existen alrededor de 2,806 plantas, que han tomado ventaja de los menores costos de mano de obra, obtención de mano de obra calificada, ubicación geográfica a los Estados Unidos así como la obtención de materias primas a menor costo, para la elaboración de sus productos en territorio nacional.

En el mercado de logística y distribución el auge ha venido por los siguientes factores: concentración poblacional en ciudades como el D.F. y área Metropolitana, aumento en la capacidad de consumo de la población mediante nuevos créditos y un mercado sub-atendido por parte de los desarrolladores.

Actualmente la desocupación nacional de plantas industriales esta alrededor del 8%, número que ha ido mejorando desde 2004 cuando este sector empezó a recuperarse de malos años anteriores.

Información: revista Mexiconow, Febrero 2006.

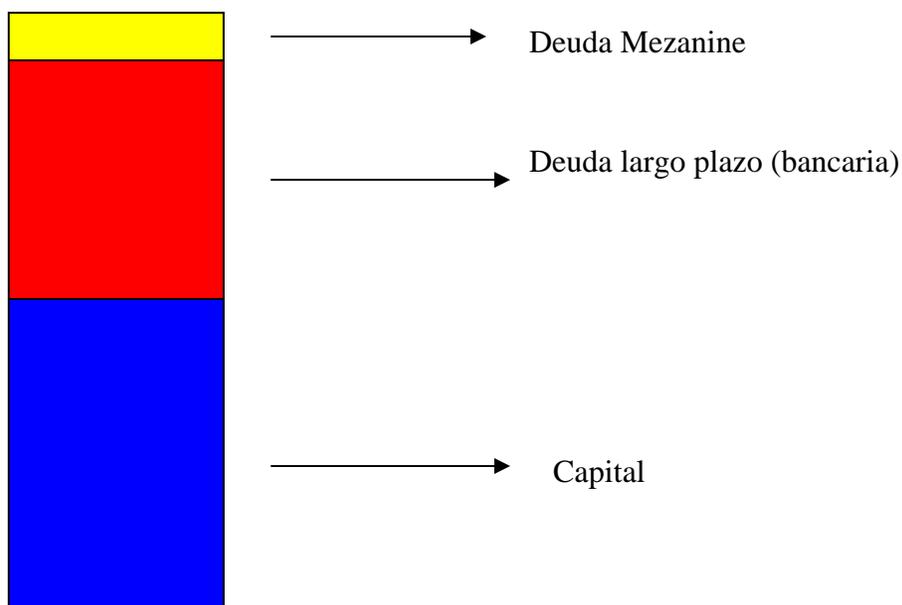
#### **4) Marco Teórico**

##### **a) Orígenes Del Término “Mezanine”.**

“El término “Mezanine”, como parte de un lenguaje financiero, nació en los mercados de Wall Street, en Nueva York, Estados Unidos, como parte de la definición de una deuda que es calificada por el tipo de crédito que tiene debajo, es decir, primero se tiene un activo, el cual tiene una deuda u obligación principal y luego se tiene la deuda tipo Mezanine, subordinada a las deudas u obligaciones principales (figura 1). Esta deuda es cotizada en diferentes mercados de acuerdo a las preferencias de los diferentes tipos de inversionistas. La deuda es clasificada de acuerdo a su nivel crediticio, donde “nivel de inversión” es otorgado en el nivel mas alto, donde hay menos riesgo, y de “rendimiento alto” (o “basura”, “junk” por su traducción del inglés) cuando el nivel crediticio es bajo, es decir se tiene un alto riesgo, por tanto se espera un rendimiento mayor. El mercado para la deuda que existe entre los extremos de grado de inversión y capital fue definido de manera general como “Mezanine”. Este mercado atrajo a inversionistas que no eran instituciones reguladas donde solo se les permitían adquirir instrumentos con calificación de grado de inversión, pero que a la vez no querían invertir en instrumentos de alto riesgo”<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> K.C. McDaniel, *Intercreditor issues in Mezzanine Lending*, 1998.



**Figura 1.**

### **b) Un Poco De Historia Sobre Estas Estructuras.**

El financiamiento tipo mezanine fue en los 80s una de las formas de financiamiento mas comunes, cuando la fiebre de las fusiones y adquisiciones estaba en boga, después vino la recesión en los Estados Unidos, convirtiendo a este tipo de esquemas en financiamientos escasos y costosos, donde las empresas preferían obtener créditos mas accesibles a largo plazo aunque no tuvieran las flexibilidades que estas requerían. Después vino el repunte de la economía americana, donde el sector manufacturero empezó a reformarse y a crecer nuevamente, entonces estos esquemas empezaron a tener un gran auge y ha ser buscados nuevamente. Mas adelante vino la crisis de la burbuja del Internet, donde muchos de estos fondos acabaron por perder sus inversiones, aunque la historia no se repitió de igual

manera, ya que muchos de estas instituciones financieras lograron diversificar mejor su portafolio de inversión e invirtieron en el sector inmobiliario, así como manufacturero.

### **c) Generalidades Del Financiamiento Tipo Mezanine.**

En términos generales el financiamiento tipo mezanine corresponde a un tipo de deuda que pretende tener ciertas ventajas del capital, como lo es el mayor rendimiento, a comparación de una deuda “normal” ya sea bancaria o por colocación de instrumentos al público, donde se tiene un rendimiento moderado o bajo en relación al rendimiento sobre capital, pero que carece de las garantías que tiene una deuda bancaria, como lo son las hipotecas y otras formas que existen para reducir el riesgo de la institución financiera que otorga la deuda.

Una de las ventajas que tiene el acreditado al tener este tipo de deuda, es que puede tomar ventaja de la apreciación de sus activos, sin tener que refinanciar el crédito que se tenga o tener que pagar algún tipo de pena por prepago. Es decir se puede obtener un financiamiento a niveles razonables sin tener que afectar la deuda bancaria que se tiene.

La deuda Mezanine es una deuda subordinada a los créditos obtenidos a través de bancos, o colocaciones de papel en el gran público inversionista, es decir que en términos de obligaciones y pagos de deuda (Pasivos bancarios). Al igual que el capital, primero se cumplen con las obligaciones contraídas con los bancos o en las colocaciones y después

se paga algún cupón, amortización de principal, o reparto de flujo en forma proporcional, dependiendo del tipo de estructura de financiamiento mezanine que se tenga.

En términos generales el financiamiento de tipo Mezanine tiene las siguientes características:

- Subordinada a deudas bancarias o deudas de largo plazo.
- No son deuda ni capital, son una mezcla de ambos.
- Ofrecen tasas de interés fija o variable, más alta que una deuda de largo plazo.
- Su colateral o garantía esta representada por participación en los flujos de la empresa, posible conversión a capital u otra forma de garantía subordinada a deuda bancaria.
- Obtienen participación del flujo de caja generado de forma recurrente y/o en el valor de residual de los proyectos/activos.

En relación a los que otorgan este tipo de deuda, existen cuatro requisitos fundamentales que deben tener los prestamistas de mezanine para considerar una inversión:

1. La compañía debe tener un equipo o dirección experimentada.

2. El equipo de dirección y los accionistas principales deben de tener plan/visión (Plan de negocios) estratégica que sea fácilmente comprensible y fácilmente realizable dado las capacidades de la compañía y los recursos.
3. La compañía debe tener una historia demostrada de flujo de liquidez fiable que demuestre que los pagos de interés sobre la deuda subordinada o bancaria serán realizados, es decir que no va a caer en penas por no poder cubrir sus obligaciones de deuda.
4. Debe haber un aumento substancial proyectado en el valor de la compañía como resultado de la ejecución del plan de la dirección.

El cuarto requisito representa la recompensa por el riesgo asumido por el prestamista de mezanine. El valor de la compañía al final del término que se propuso en el plan de negocio, generalmente tres a cinco años, determina el rendimiento que obtiene el que otorga el mezanine.

#### **d) Financiamiento Mezanine Como Deuda Corporativa.**

i) Para empresas no inmobiliarias: lo mas común es que el financiamiento tipo mezanine se otorgue a empresas que ya están generando flujos, a través de venta de productos o servicios, y se utiliza para poder ayudar a la empresa alcanzar un objetivo, como aumentar sus ventas o adquirir nuevos activos, para mas adelante hacer una colocación pública.

La idea general es el tratar de mejorar la posición financiera de una empresa y así aumentar el valor de sus acciones y lograr una colocación pública en el mercado de capitales.

ii) Para empresas inmobiliarias: al igual que en el caso anterior existen esquemas de financiamiento tipo mezanine que se otorga a activos, en este caso inmuebles, que ya están generando flujos, a través de renta de espacio, que están en proceso de venta, o que se tiene una alta probabilidad de generar flujos en el corto plazo.

En el sector inmobiliario lo más común es que el financiamiento mezanine participe en inmuebles desarrollados para su venta donde este tipo de deuda participa con parte de las utilidades obtenidas por la venta.

#### **e) Requerimientos Y Rendimientos De La Deuda Tipo Mezanine**

Debido a que la deuda mezanine tiene un grado más alto del riesgo que el financiamiento del banco, el prestamista requerirá un retorno, generalmente sobre 25 por ciento y con frecuencia tan arriba como 40 por ciento, dependiendo del nivel del riesgo implicado.

¿Por qué una compañía pagaría intereses tan altos? Respuesta: Permite que la dirección/gerencia alcance las metas estratégicas (expansión/adquisición) que los bancos nunca permitiría que persiguieran con la deuda que dicha empresa tiene contratada, debido a que, por ejemplo, algunos de sus índices no se estarían cumpliendo como el de

deuda vs capital. La premisa básica es que los accionistas principales de la compañía obtendrán beneficios mayores al aumentar el valor de la empresa.

El financiamiento tipo mezanine es una forma extremadamente flexible de llevar un ratio deuda/capital sano, ya que se puede estructurar de manera que el financiamiento mezanine sea una deuda convertible en capital de la empresa, por lo que se puede presentar como parte del capital de la misma apareciendo menos apalancada, o también se puede estructurar de tal manera que el reembolso o pago del principal de la porción de la deuda (mezanine) se puede retrasar por varios años mientras que se está asimilando.

Como ya hemos visto una estrategia o uso común de este tipo de financiamiento por las compañías privadas es el de usar la deuda subordinada tipo mezanine para financiar el crecimiento rápido que precede una colocación pública. Casi todo el financiamiento de tipo mezanine es realizado por inversionistas institucionales, obteniendo así la confianza de la transición a los mercados de capital. No todas las compañías que utilizan este tipo de financiamiento hacen una colocación pública. La estrategia de la gerencia puede ser vender la compañía a otro comprador después de alcanzar la meta estratégica.

Debido a que el financiamiento tipo mezanine implica deuda y capital, se requerirá que la empresa asuma convenios de deuda y con la dirección de la empresa, donde los convenios de deuda son generalmente iguales o menos restrictivos que los que representan la deuda bancaria y los convenios con la dirección pueden incluir representación en el consejo de administración, la adherencia al plan de negocio, y los remedios futuros si la compañía no logra sus objetivos. El prestamista de mezanine proporciona a menudo consejo financiero profesional que conduce a un aumento en valor

de la empresa. Por lo tanto, es importante que el trabajo de la dirección y accionistas mayoritarios vaya de la mano con el prestamista de mezanine.

#### **f) Instituciones Que Otorgan Financiamiento Mezanine.**

Hay centenares de instituciones que otorgan financiamiento tipo mezanine en los Estados Unidos. La mayoría son fondos de oportunidad (capital) y de deuda para esquemas de compras apalancadas (Leverage buyouts). Estos fondos pueden ahora ser una fuente de financiamiento de cantidades más pequeñas de deuda subordinada. Casi cada banco importante tiene algún tipo de fondo o subsidiaria que otorgue este tipo de financiamiento. En México cada día es más común encontrar fondos que se dediquen a otorgar este tipo de financiamientos, como se puede constatar en la Asociación Mexicana de Capital Privado AC<sup>2</sup> (Amexcap. [www.amexcap.com.mx](http://www.amexcap.com.mx)) donde se tiene tanto fondos de creación nacional como fondos de origen extranjero, principalmente de Estados Unidos, surgiendo así una alternativa de financiamiento para las empresas pequeñas que quieren crecer, medianas que requieren consolidarse y grandes que inician nuevas estrategias de inversión y requieren de alternativas de financiamiento.

#### **g) Estructura Financiera**

El esquema de financiamiento de mezanine puede lograr altos rendimientos a través de diferentes esquemas, el más común y utilizado en los negocios inmobiliarios es el que mantiene una participación en el capital de la empresa, el cual es creciente, en términos

---

<sup>2</sup> [www.amexcap.com.mx](http://www.amexcap.com.mx)

nominales, debido a contar con una de deuda bancaria, por lo general a largo plazo la cual va amortizando el principal de la deuda. Es importante destacar que la deuda mezanine bajo este esquema no se amortiza su principal.

Para entender mejor como funciona el esquema financiero tipo mezanine se presenta un gráfico más adelante (figura 2), donde la porción del mezanine al no ser amortizada obtiene un incremento en su capital “natural” al reducir la deuda bancaria y apreciar, en algunos casos, el valor de los inmueble a través del incremento en rentas, incremento por ajustes inflacionarios, aumento en los múltiplos de valuación de los flujos de las rentas de los inmuebles al reducir riesgos de desarrollo, comercialización u otros que pueden existir en un principio.

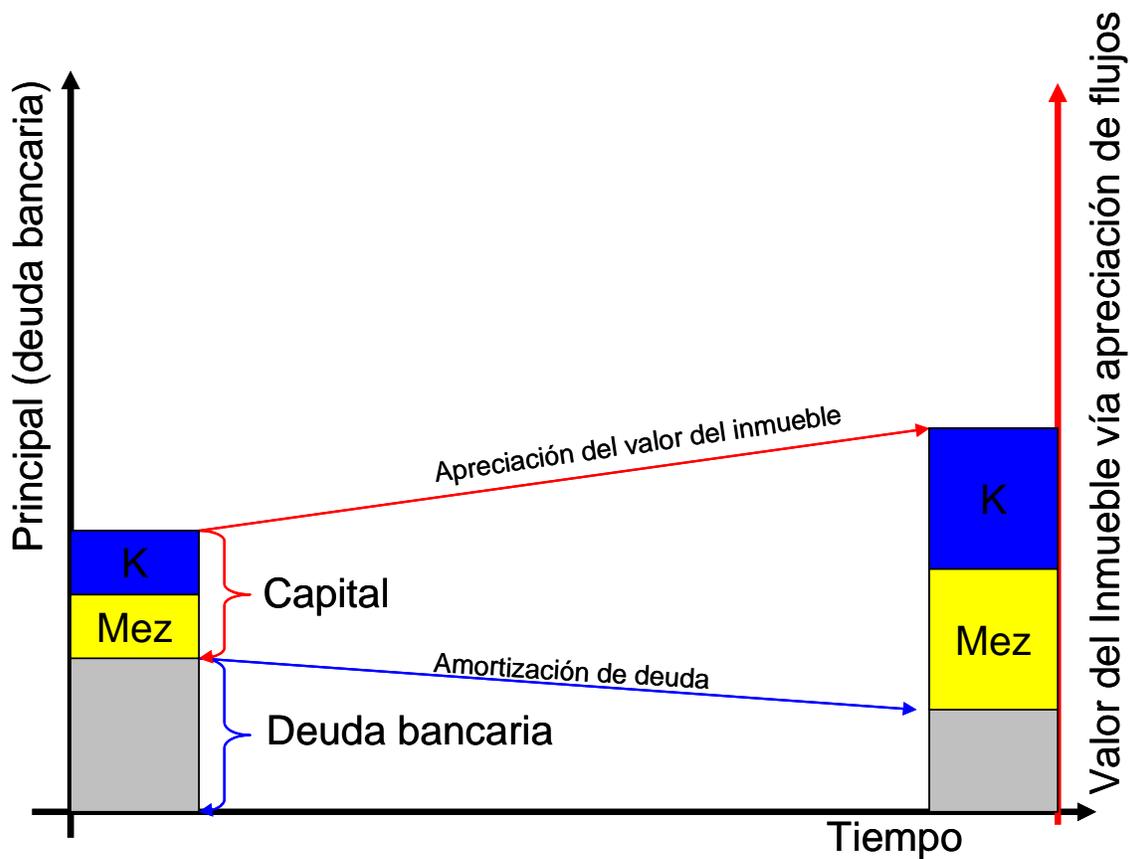


Figura 2

Como se puede apreciar en la figura 2, el monto del financiamiento tipo mezanine puede llegar a aumentar considerablemente su valor, incrementando así su rendimiento después de un tiempo determinado, pero también comparte el riesgo del capital en caso de que las cosas no salgan como se planearon.

#### **h) Panorama Actual.**

Con la reactivación de la economía de los Estados Unidos y la expansión de los créditos, se está extendiendo naturalmente este tipo de esquemas. El financiamiento tipo Mezanine es un método probado para los dueños de empresas que miran hacia un aprovechamiento esquemas de reestructuración, sin incurrir en endeudamiento más alto y riesgo financiero. Al final, una de las salidas naturales de este tipo de esquemas, es a través de una colocación de capital, utilizando así los mercados de capital como salida natural a la deuda tipo Mezanine.

## **5) Justificación del caso.**

El hecho de que Peabody sea un fondo de oportunidad, obliga a que en cada inversión en la que entra, tenga una salida clara y con rendimientos por arriba de lo que los instrumentos comunes de mercado, como instrumentos de renta variable o fija pueden dar en plazos relativamente cortos, lo cual es común en un fondo de oportunidad.

Peabody ofrece rendimientos entre 20% a 25% en dólares, con múltiplos de capital de 2 a 1: recibir el doble de lo invertido en un periodo de 4 a 6 años.

Adicionalmente el hecho de que Peabody mantenga una posición importante dentro de la empresa (41%) dentro de un fideicomiso de control, donde este fondo controla la mayoría, obliga a que las decisiones importantes o mayores de la empresa tengan que ser aprobadas por los administradores de Peabody, poniendo así a la empresa y otros accionistas en una situación de desventaja, contra los intereses del fondo.

Es por ello que una de las opciones más viables es el de poder liquidar la deuda mezanine contratada con Peabody a través de una venta conjunta de las propiedades industriales, aprovechando de una apreciación del valor de los inmuebles debido a las bajas tasas de interés, mayor inversión extranjera en México y la incursión de fondos de capital de largo plazo y bajo costo a el mercado nacional.

Peabody invirtió desde julio de 1999 hasta diciembre de 2002 \$43.1 millones de dólares en obligaciones convertibles y \$30 millones de dólares en acciones representativas del capital social de G. Acción.

Al final de cuentas, la naturaleza del fondo estaba relacionada con la situación de la economía de México a partir de la crisis de 1994, hecho que puso al país en una situación delicada, haciéndose atractivo para inversionistas de alto riesgo y que buscan oportunidades de inversión, y donde debido a este tipo de situaciones (crisis económicas) se pueden encontrar inversiones atractivas. Es lógico pensar que la empresa (G. Accion) también estaba pasando por una época difícil, en parte debido a una situación nacional adversa. Para 2004 la situación económica en México había cambiado, con un tipo de cambio estable, finanzas públicas sanas y tasas de interés en México estable y una inflación controlada, trayendo así capitales de más largo plazo, que no buscan oportunidades de corto plazo sino inversiones estables, manteniendo una relación de largo plazo con inversionistas en México.

La oportunidad estaba ahí, con valuaciones de venta atractivas y una deuda reducida por las amortizaciones de principal, el rendimiento sobre el capital invertido era ya atractivo, alcanzando los niveles esperados de 25% y múltiplos de 2 veces o más.

## **6) Análisis de hechos.**

A finales de 1998, G. Acción inició su incursión en el sector industrial inmobiliario, principalmente en el norte del país. Esto se debió entre otras razones a que el sector industrial en México crecía el 10% al año desde 1995, lo que implicaba más de 300 plantas industriales cada año desde 1995, gracias a dos factores fundamentales: (i) el inicio del tratado de libre comercio y (ii) la devaluación del peso mexicano contra el dólar, haciendo más “barata” la producción en territorio mexicano a comparación con otros países<sup>1</sup>.

Es así como G. Acción identifica oportunidades de inversión por US\$43 millones en Cd. Juárez, Tijuana, Chihuahua, Guadalajara y Torreón, para los cuales se requerían \$15 millones, ya que \$28 millones se tenían mediante apalancamiento o deuda con la empresa GE Capital, es decir el 65% del portafolio, además de que la empresa tenía grandes esperanzas de crecer en este sector y esta inversión iba a ser el inicio de un fuerte esfuerzo industrial.

La empresa, al no tener los suficientes recursos en caja, y previendo las necesidades de capital que este esfuerzo iba a requerir, se vio en la necesidad de conseguir capital fresco, para lo cual se tenían tres opciones: (i) emitir capital mediante una colocación primaria (capital nuevo), (ii) solicitar a los socios mayoritarios que aumentaran su participación y (iii) conseguir a un socio nuevo.

---

<sup>1</sup> Mexiconow Mexico’s reaction to the China Challenge, Year 1, Number 2, January – February 2003.

- 1) Emisión primaria de capital: Una emisión primaria de capital es cuando una empresa, privada o pública, emite capital nuevo mediante la emisión de acciones de la misma en la Bolsa Mexicana de Valores, para captar, a un precio determinado, fondos para sus inversiones y otros fines. Al ser G. Accion una empresa pública en manos de diferentes socios y con un valor de su acción ya establecido por el mercado, la empresa tenía el siguiente inconveniente: al estar el valor de su acción por debajo del valor de valuación de la misma, y por debajo de su valor de Oferta Inicial de Venta, la emisión primaria de capital se traduciría en una dilución de los inversionistas actuales, efecto que no era bien recibido por los accionistas, más aún, una emisión de capital llevaría a que el precio de referencia sería equivalente al precio de mercado de ese momento, creando una dilución “perversa” sobre los accionistas actuales.
  
- 2) Incremento de participación de socios mayoritarios: la manera de evitar una dilución de los accionistas mayoritarios era mediante el incremento en participación de cada uno de ellos, o de la mayoría, lo cual equivaldría a un desembolso de US\$50 millones en los próximos cinco años, realidad que los socios no estaban dispuestos a tener, por razones de preferencias de inversión y cierta decepción de los resultados de la empresa en el mercado de valores. Los socios requerían de que la dirección de la empresa demostrara resultados positivos, mismos que no se habían conseguido en los últimos dos años.

3) la opción de conseguir fondos a través de un socio externo, ya sea financiero u operativo, era la más viable. En este caso el paquete a vender debería ser equivalente a las propiedades que se tenían identificadas, a través de una deuda estructurada o preferencial sobre el capital y subordinada a la deuda bancaria, es decir deuda tipo Mezanine.

Una vez que se había identificado esta opción como la más viable, se establecieron algunos parámetros como monto, estructura e interés.

Monto: hasta \$50 millones en los próximos cinco años.

Estructura: los recursos entrarían directamente a G. Acción (Holding), y donde esta estaría invirtiendo directamente en las empresas inmobiliarias que fueran de dueñas de los inmuebles industriales. Cada fondeo que el Fondo realizara a través de G. Accion estaría garantizado por obligaciones convertibles en acciones, o en otras palabras, una deuda convertible en capital.

Interés: se pagaría un interés fijo y uno variable, donde el interés variable debería de ser un porcentaje de los ingresos excedentes, equivalente al la proporción de la inversión del Fondo sobre el monto de inversión de capital total.

Es así como la dirección de la empresa armó un paquete con las inversiones que ya estaban identificadas, donde se tenía toda la información de cada uno de los edificios,

como es fotografías, planos, ubicación, características técnicas, licencias y permisos, contratos de arrendamiento, proyecciones, estudios de mercado, etc.

Al mismo tiempo se hizo una lista de posibles jugadores, que principalmente eran fondos de inversión inmobiliaria y empresas inmobiliarias americanas: Morgan Stanley, JP Morgan, DLJ, Goldman Sachs y Trinet Realty Corp.

Se realizó un road-show o visitas a los diferentes jugadores potenciales, presentándoles el paquete de inversión, así como de las intenciones y planes del grupo hacia el futuro.

Una vez concluidas las visitas, quedamos en espera de recibir las diferentes ofertas de inversión por parte de los fondos, obteniendo dos como las finalistas: Morgan Stanley y JP Morgan.

Aunque las propuestas eran similares, la diferencia radicaba en la adquisición de un paquete de acciones que estaba en manos de banco Bital, por alrededor del 20% de la empresa, mismas que el banco buscaba vender y que los accionistas de G. Acción querían controlar de alguna manera. En esto radicaba la diferencia, ya que JP Morgan se comprometía con la adquisición de este paquete accionario, teniendo bajo control esta parte del proceso por parte de la empresa.

JP Morgan, a través de su fondo de inversión inmobiliaria Peabody Group, realizó la propuesta a los accionistas de G. Acción para la inversión en el sector inmobiliario industrial y tomando el control del paquete de acciones que Bital tenía en su poder.

Peabody puso como condición que sus acciones estarían dentro de un fideicomiso junto con las acciones de los principales accionistas, sumando así poco más del 50% de la empresa, pero donde este fideicomiso iba a ser controlado por Peabody, teniendo así un fideicomiso de control sobre la empresa.

Es así como Peabody invirtió \$43 millones de dólares desde julio de 1999 en la adquisición de inmuebles industriales, y tiene mayoría sobre un fideicomiso de control que mantiene más del 50% de las acciones de G. Acción.

Con esta inversión de parte del fondo Peabody, la estructura de cada inversión se hizo de la siguiente manera:

Sobre cada inversión:

- 80% de deuda.
- 20% capital del cual:
  - o 17% [85% del capital] era aportado por Peabody.
  - o 3% [20% del capital] era aportado pro G. Accion.

La inversión de Peabody fue realizada como deuda Mezanine, subordinada a la que se tenía con GE Capital.

Bajo este programa se logró lo siguiente:

- Inversión total \$230 millones de dólares.
- Monto de deuda 80% (\$184 millones de dólares) que para Marzo de 2004 representaban \$180 millones.

En el momento que Peabody entró a la empresa, el mercado inmobiliario y México estaban pasando por una etapa muy diferente a la que hoy día estamos experimentando, con un riesgo país más alto, valuaciones atractivas de empresas y activos, sobre todo si las comparáramos con mismo tipo de activos en los Estados Unidos. En México el sector inmobiliario institucional apenas iniciaba. Algunos ejemplos:

- En 1999 el riesgo país de México estaba por los 750 punto base, para el año 2004 el riesgo de México bajo a cerca de los 150 puntos base<sup>2</sup>.
- En 2004 las tasas de interés habían bajado a niveles históricos, alcanzando niveles de 1.10% para la tasa Libor de 30 días.

---

<sup>2</sup> Infosel Financiero

Peabody también tenía ciertos factores determinantes dentro de la empresa que hacían que su permanencia no fuera bien vista por el resto de los accionistas:

- El costo de la deuda con Peabody llega a niveles de 25% en dólares anual para G. Acción, siendo la deuda más alta de la empresa.

- Peabody ha invertido el 85% del capital necesarios del portafolio industrial, y tiene el control sobre el mismo.

- O'Connor Capital Partners, administrador de Peabody, busca mostrar rendimientos atractivos a sus inversionistas para poder formar un nuevo fondo.

- El periodo de inversión de Peabody había llegando al quinto aniversario, periodo en el que el fondo buscaría cerrar un ciclo exitoso mediante resultados concretos para sus inversionistas: liquidación de ciertas inversiones.

- Adicionalmente el contrato de financiamiento con Peabody tiene una salida garantizada a un precio establecido, equivalente a dividir el flujo neto operativo generado por las rentas de las propiedades dividido entre 11%, ya sea mediante una venta a un tercero o la conversión de deuda en capital, obteniendo así hasta un 75% de participación de la empresa, controlando de manera absoluta el futuro de la misma.

## **7) Definición del Problema.**

Peabody, como fondo de oportunidad requiere de capitalizar su inversión en el portafolio industrial, por las siguientes razones: (i) poder otorgar rendimientos ofrecidos a sus inversionistas, (ii) mostrar resultados para levantar su nuevo fondo y (iii) tomar ventaja de una situación global donde se tiene un mínimo histórico de tasas de interés y niveles sin precedentes de liquidez en el mercado inmobiliario.

La situación de tasa de interés bajas, no podría considerarse como una situación eterna, además de que actualmente existe liquidez en el mercado que busca invertir en países como México, donde los precios o valuaciones tienden a ser más atractivas que en países de economías más maduras.

En relación al valor de la acción de la empresa, podemos ver que el mercado accionario o de capitales, aunque fuerte a nivel nacional, estando por arriba de los 10,000,000 puntos del IPC, no se ha reflejado claramente en el valor de la acción de la empresa, que sigue cotizando en rangos entre los Ps\$5.0 y Ps\$5.6 por acción, teniendo un valor contable en Ps\$9.37, es decir alrededor de un 40% de descuento.

La liquidez de la acción es muy baja, moviéndose alrededor de 100,000 acciones al mes, como máximo sobre un monto de 125.5 millones de acciones. De hecho G. Acción ha recibido llamadas de atención de parte de la Bolsa Mexicana de Valores por no cumplir

con las reglas establecidas en términos de movimientos mínimos en un plazo de seis meses, en un el límite mínimo es de 36 operaciones cada seis meses.

Peabody requiere de hacer líquida esa parte de su inversión, es decir su inversión en acciones representativas del capital de la empresa, inversión que ha mantenido desde Julio del 99 en G. Acción, poco más de 5 años, y sus plazos para ver resultados se están empezando a cumplir.

## **8) Planteamiento de soluciones posibles.**

Con una participación del 41% en G. Acción, y un fideicomiso de control a favor de Peabody, este fondo puede forzar cualquiera de las siguientes alternativas para recuperar su inversión:

- a) conversión de las obligaciones, a través de las cuales ha invertido en el sector industrial junto con G.Acción, lo cual le llevaría a subir del 41% al 70%, aproximadamente, y vender su posición en el mercado accionario.
- b) Forzar la venta de los inmuebles que se han adquirido a través de su programa de inversión.
- c) Forzar la liquidación de la empresa.

En el inciso a), se cuenta con el riesgo que después de la conversión de las obligaciones en acciones, la valuación de la empresa no sea lo suficientemente atractiva para Peabody debido a que el mercado siga sin entender completamente como valorar la empresa, y al tener una posición tan importante en un solo accionista haga que otros posibles inversionistas se vean poco incentivados a ser parte de una minoría. Además debido al historial de liquidez de la empresa no se ve ninguna razón por la cual esta mejore, aumentando así el valor de la acción en el mercado.

En el caso b) se cuenta con la ventaja de que el portafolio formado es de una calidad aceptable, con generación de ingresos recurrentes en dólares y usuarios de buen nivel en su mayoría, que son atractivos para los inversionistas institucionales, sobre todo pudiéndose apalancar con tasas de interés bajas.

En el caso de la liquidación, se enfrentaría con un posible problema de valuación, más los gastos inherentes a las liquidaciones de personal, impuestos, etc. que mermarían las ganancias del fondo con respecto a su inversión.

## 9) Fundamentación de la solución elegida.

Peabody invirtió US\$43M en activos, por lo que pretende recuperar del orden de US\$96M (mas de 2 a 1), el portafolio genera un flujo neto operativo de aproximadamente US\$31M, y tiene una deuda de US\$180M, se estima un 1.3% de gastos de cierre e impuesto sobre el valor bruto de venta de activos, debido a pérdidas operativas de la controladora y subsidiarias (la estrategia es vender las empresas que son dueñas de los activos para poder reducir los impuestos generados por la venta). Las tasas de capitalización del mercado andan alrededor del 11%.

Bajo este esquema podemos hacer la siguiente sensibilidad:

	<b>SENSIBILIDAD</b>		
	31,000	31,000	31,000
Flujo neto operativo	31,000	31,000	31,000
Tasa de capitalización	10.5%	11.0%	11.5%
Valor bruto	295,238	281,818	269,565
Deuda bancaria	180,000	180,000	180,000
Impuestos y gastos	3,838	3,664	3,504
Valor neto	111,400	98,155	86,061
85% para Peabody	94,690	83,431	73,152
Intereses recibidos con anterioridad	18,000	18,000	18,000
Total fondos para Peabody	112,690	101,431	91,152
Inversión realizada	43,000	43,000	43,000
Múltiplo de capital para Peabody	<b>2.62</b>	<b>2.36</b>	<b>2.12</b>
15% GAccion	<b>16,710</b>	<b>14,723</b>	<b>12,909</b>
Intereses recibidos	3,176	3,176	3,176
Total fondos para GAccion	19,886	17,900	16,086
Inversión realizada	7,588	7,588	7,588
Múltiplo de capital para GAcción	<b>2.62</b>	<b>2.36</b>	<b>2.12</b>

**Tabla 1.**

La dirección de la empresa estima que mediante un concurso de venta cerrado, con inversionistas institucionales de bajo costo de capital, como fondos de pensiones americanos, G. Acción podría obtener un precio dentro del promedio de la tabla 1 y obtener el múltiplo de capital esperado para el fondo, así como un retorno y múltiplo atractivos para los otros inversionistas de G. Acción.

Si comparamos esta solución con las anteriores, podemos ver que en esta hay una mayor certidumbre de ejecución y menor riesgo para los accionistas actuales, además de que es más claro vender una portafolio industrial, que una empresa que tiene diferentes tipos de activos y actividades que pueden no embonar de manera fácil o atractiva con los potenciales inversionistas.

## **10) Recomendaciones.**

Según lo anterior podemos recomendar la búsqueda de la potencial venta del portafolio industrial, por medio de un concurso cerrado, con inversionistas de alta calidad, como los que existen hoy en el mercado, tratando de entrar a México.

Más puntualmente, buscaría realizar un concurso, donde se estableciera no solo los fundamentales del portafolio, como clientes, niveles de renta, plazos, tipo de inmuebles y localización, sino que además el esquema fiscal por el cual se podría hacer la operación y todo tipo de restricciones u obligaciones que el comprador debería de tener en caso de estar interesado en adquirir el portafolio.

Al final el Fondo Peabody ayudó a G. Acción a salir adelante en una época difícil para México y para la empresa, nos ayudó a elevar y perfeccionar las habilidades en el sector inmobiliario y financiero, y dieron pie para hacer de G. Acción una empresa líder en el sector inmobiliario y abrir puertas y oportunidades a otros inversionistas a canalizar sus recursos a México, logrando la formación de nuevos empleos y una profesionalización de un sector poco entendido, y olvidado, en nuestro país.

## **11) Conclusiones.**

En octubre de 2003, G. Acción inició junto con The Peabody Group un proceso de venta tipo concurso, donde se invitaron a los siguientes fondos y empresas públicas:

- Prudencial Realestate.
- Corporate Properties of the Americas (CPA).
- Jones Land LaSalle (LaSalle) y CalPERS (Fondo de pensiones de los trabajadores de California).
- AMB Property Corporation.
- Deutsche Bank (Fénix).
- Hines
- Starwood.

De estas empresas y fondos, solo dos quedaron como finalistas, CPA y LaSalle/CalPERS, de los cuales LaSalle/CalPERS fue el ganador final, con un precio de US\$296 millones, equivalente a un porcentaje de capitalización de 10.5%.

Este proceso tuvo las siguientes ventajas para la empresa: (i) no se requirió convertir las obligaciones en capital, lo cual hubiera resultado en la dilución del resto de los accionistas además de haber asumido el control de la misma, (ii) se eliminó gran parte de

la deuda de la compañía y (iii) se obtuvo un precio por arriba del precio de garantía eliminando la obligación de la empresa de cubrir por un faltante importante.

Adicionalmente se logró una operación inmobiliaria sin precedente en la historia de los negocios en México, atrayendo a capital extranjero de alta especialización e institucional, comprobando así que el riesgo de inversión en México había cambiado lo suficiente como para atraer a este tipo de dinero a nuestro país.

Tanto Peabody como G. Acción obtuvieron un rendimiento interesante sobre sus inversiones por arriba del 35% en cinco años, así como honorarios de éxito por haber conseguido los valores y rendimientos correspondientes.

Con este resultado la empresa se logro ubicar dentro de las empresas líderes en estructuras y operaciones inmobiliarias en México, ganando experiencia y reputación.

## **12) Bibliografía.**

### **Literatura:**

a) Essentials of investments

Zvi Bodie, Alex Kane y Alan J. Marcus.

McGrawHill, Quinta edición.

b) Investment Analysis And Portfolio Management

Frank K. Reilly y Keith C. Brown.

Thomson south investment, séptima edición.

c) Revista: Mexiconow

Mexico's Reaction to the China Challenge.

Year 1, Number 2, January – February 2006.

### **Páginas de Internet.**

a) [www.alpern.com/resources/publications/mezzanine\\_capital.html](http://www.alpern.com/resources/publications/mezzanine_capital.html)

b) [www.amexcap.com.mx](http://www.amexcap.com.mx)

c) [www.capricap.com](http://www.capricap.com)

d) [www.oconnorcapital.com](http://www.oconnorcapital.com)

e) [www.riesgopais.8m.com](http://www.riesgopais.8m.com)