

Perú Metodología

Metodología para evaluar Fondos de Inversión en Bienes Raíces

Analistas

Hugo Cussato C.
hugo.cussato@aai.com.pe
(511) 4445588

Bruno Pezzia P.
bruno.pezzia@aai.com.pe
(511) 4445588

Introducción

Apoyo & Asociados Internacionales ha desarrollado esta metodología para evaluar el riesgo de las inversiones en portafolios de activos inmobiliarios, a través de los Fondos de Inversión en Bienes Raíces. La escala ordinal de puntuación desde 1 (menor riesgo) hasta 6 (mayor riesgo) corresponde a una opinión sobre el grado de volatilidad esperada en el valor neto, y/o flujo de efectivo de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces, particularmente ante un entorno económico adverso.

Dentro de los factores claves considerados en esta evaluación destacan: la capacidad administrativa y la estrategia de negocios del Fondo, su estabilidad en la generación de flujos de las propiedades que conforman el portafolio con base en su calidad y características, la diversificación tanto de inmuebles como arrendatarios (en su caso) y el nivel de endeudamiento del fondo.

■ Metodología

Para determinar la puntuación de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces, Apoyo & Asociados Internacionales evalúa factores cuantitativos y cualitativos que se agrupan en cuatro categorías principales. Cada uno de estos factores evaluados determina una puntuación conjunta del portafolio.

- Administración
- Calidad y Características de las Propiedades
- Diversificación
- Nivel de Endeudamiento

1. Administración

El análisis en un Fondo de Inversión en Bienes Raíces considera variables cualitativas que ayudarán a determinar la experiencia y la capacidad gerencial del cuerpo administrativo para ejecutar exitosamente las estrategias de negocio. Los factores tomados en cuenta son:

- **Experiencia:** Apoyo & Asociados Internacionales estudia los antecedentes y las habilidades de cada ejecutivo, a nivel directivo, con especial atención en su antigüedad dentro de la empresa, el tiempo en su puesto actual y la experiencia dentro del mercado de bienes raíces. El historial del tipo de activos bajo administración es un factor altamente considerado, con el objetivo de comprender la capacidad gerencial sobre equipos de administración especializados.
- **Estructura Legal y Organizacional:** La clasificadora revisa el apego al marco regulatorio vigente, controles internos, responsabilidades y procesos llevados a cabo para la toma de decisiones. Apoyo & Asociados Internacionales se enfocará en la estructura corporativa (áreas y personal) y en el flujo de información, especialmente cuando se trata de hacer nuevas inversiones y adquisiciones dentro del perfil del portafolio (o un cambio de estrategia que implique un perfil más riesgoso). La toma de decisiones individuales respecto a

aquella llevada a cabo a través de un comité también es un factor considerado dentro de la evaluación de la cultura corporativa de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces.

- **Procedimientos Internos, Proceso de Controles y Toma de Decisiones:** Nuestra metodología considera los procesos y la existencia de políticas formalmente establecidas para seleccionar, comprar, mantener y/o incorporar activos y aceptar/rechazar arrendatarios. Estos elementos se tomarán en cuenta al analizar la calidad de activos del portafolio y brindarán información en el criterio de selección utilizado por los administradores del Fondo. Las Políticas de cobranza (tiempo, estrategia de seguimiento) y de establecimiento de precios son también consideradas. En opinión de Apoyo & Asociados Internacionales, estos elementos generan expectativas sobre la estabilidad de flujos de efectivo y rentabilidad del Fondo. Otros elementos bajo análisis son la existencia y almacenamiento de la documentación legal de los activos (por ejemplo: el resguardo de contratos de arrendamientos, su existencia y validez legal), pólizas de seguro contra diferente tipos de siniestros, esquemas de prevención de fraudes, abuso de confianza y posibles contingencias entre arrendatarios, proveedores y autoridades. Los reportes de auditoría interna son utilizados como base al seguimiento de estas actividades.
- **Prácticas de Valuación:** Las ganancias de capital son un componente esencial en el rendimiento total de los inversionistas de los Fondos de Inversión en Bienes Raíces. La Clasificadora monitorea los procesos (personal involucrado, consistencia y periodicidad) y los resultados de las prácticas de valuación en los inmuebles que componen el Fondo con el propósito de observar la volatilidad del mercado sobre el rendimiento total del Fondo.
- **Estrategia de Negocio:** La administración de un Fondo que espera comprar y vender propiedades en forma activa enfrentará una mayor volatilidad en sus rendimientos (y por lo tanto tendrá menores puntuaciones). Lo anterior sucede en virtud de que los rendimientos por ganancias o pérdidas de capital son generalmente más volátiles que los ingresos generados por rentas. Apoyo & Asociados Internacionales tomará en cuenta el grado que la estrategia y/o experiencia de la administración expone al Fondo a volatilidades no esperadas.

La Clasificadora analiza aspectos de la administración de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces sobre su habilidad y/o capacidad de reacción para adaptar sus objetivos ante cambios en el entorno económico, y de acuerdo al ciclo natural del mercado de bienes raíces. Esta evaluación será llevada a cabo principalmente en la visita que Apoyo & Asociados Internacionales realice a la compañía operadora del Fondo de Inversión en Bienes Raíces donde diferentes entrevistas se aplicarán a los principales directivos.

2. Características de las Propiedades

El análisis que Apoyo & Asociados Internacionales realiza sobre los activos inmobiliarios de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces considera si son activos generadores de ingresos, proyectos en desarrollo o bancos de tierra.

Los factores considerados para las propiedades generadoras de ingresos (las cuales representan comúnmente la mayoría de los activos de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces) son los siguientes (en el caso de propiedades en desarrollo de un proyecto que generará ingresos o bancos de tierra los factores 'Mercado' y 'Ubicación', también son consideradas):

- **Mercado:** Apoyo & Asociados Internacionales revisa y analiza la ubicación de los inmuebles, la economía regional, características demográficas, posicionamiento y entorno competitivo. Información pública generada por los vendedores de bienes raíces es también tomada en cuenta con el propósito de fortalecer nuestra familiarización con las condiciones específicas del mercado dentro de cada región específica.
- **Ubicación:** Una ubicación estratégica puede atraer arrendatarios de mejor calidad y retener un mayor valor con el paso del tiempo. La Clasificadora toma en cuenta que la ubicación sea acorde al perfil de activos/arrendatarios del portafolio.
- **Entorno:** Planes y potencial de inversión de las propiedades, facilidades, acceso a estacionamientos, medidas de seguridad, además de las características de los servicios son factores considerados en esta categoría.
- **Construcción:** Diseño, calidad, mecanismos para el funcionamiento de pólizas de seguro, áreas comunes, interiores, así como también la existencia de servicios de mantenimiento, sus cuotas y programas son factores analizados.

- **Administración de la Propiedad:** La aplicación y cumplimiento de procedimientos internos reflejan el compromiso de la administración sobre mantener propiedades con un perfil de valor agregado.
- **Versatilidad:** Apoyo & Asociados Internacionales revisa la flexibilidad de la propiedad para adaptarse a algún tipo de uso alternativo. El análisis pudiera tener mayor relevancia para la evaluación de propiedades comerciales.
- **Estabilidad de arrendatarios:** La Clasificadora evalúa la consistencia de ocupación y diversificación, así como los contratos de arrendamiento y su estructura de vencimientos bajo la modalidad de caso por caso. Además se toma en cuenta la calidad crediticia de los inquilinos más grandes, el riesgo en la falta de pago por encima del promedio de mercado en término de rentas y el cumplimiento en la actualización de tarifas.
- **Términos Contractuales Vigentes y Ajustes en los Precios:** En un entorno altamente competitivo que se traduce en contratos de corto plazo, algunas prácticas predatorias de precios podrían resultar en un ajuste insuficiente en términos reales.
- **Tasas de Incumplimiento y ocupación:** Apoyo & Asociados Internacionales analiza la evolución histórica, concentraciones en la falta de pago por tipo de activo y/o arrendatario, mecanismos empleados para atender esta situación, grados de concentración de rentas y la capacidad de tener influencia o no sobre los precios del mercado.

Los factores adicionales considerados en el caso de propiedades en desarrollo (construcciones o terrenos) son:

- En proyectos de construcción, Apoyo & Asociados Internacionales evalúa cómo el flujo de efectivo pudiera ser afectado al aplicarse escenarios estrés en caso de retrasos en avance de obra y/o desviaciones de estabilidad histórica en los inquilinos principales/actuales.
- Proyecciones de construcción y planeación de su flujo de efectivo son también considerados.

En general, un Fondo de Inversión en Bienes Raíces que concentre la mayor proporción de sus activos en etapa de construcción y/o tierra tendrá una puntuación en la parte baja de nuestra escala (niveles

‘4’ a ‘6’), reflejando un riesgo adicional relacionado con la terminación del proceso constructivo y el período de ocupación.

3. Diversificación

La diversificación influye positivamente en el riesgo, al distribuir la exposición total del Fondo entre varias propiedades. El mal desempeño de algunos activos podría ser compensado por un mejor desempeño de otros, resultando una estable rentabilidad total del portafolio. Apoyo & Asociados Internacionales considera importantes los siguientes factores para determinar la influencia de la diversificación en un Fondo de Inversión en Bienes Raíces:

- Número de Propiedades
- Tipo de Propiedades (residencial, oficina, comercial, industrial, entre otros.)
- Ubicación Geográfica (densidad, ciudad/región)
- Tipo de arrendatario (gobierno, sector privado, entidades particulares)
- Concentración por Industria

4. Endeudamiento

El uso de apalancamiento por parte de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces amplía el riesgo de su portafolio de activos. Al analizar la clasificación de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces, Apoyo & Asociados Internacionales determina, en primer lugar, el *rating* del Fondo sin considerar el nivel de endeudamiento. Posteriormente, se realiza una reducción a su *rating* que refleje adecuadamente la proporción de apalancamiento utilizada por el Fondo.

En términos generales, la puntuación puede ser reducida 1 ó 2 niveles, asumiendo que el Fondo de Inversión en Bienes Raíces utiliza, por ejemplo, un apalancamiento de 10%-20% (medido como Nivel de Deuda a Valor del Activo Neto). Para decidir la influencia que tendrá el nivel de apalancamiento en la puntuación, Apoyo & Asociados Internacionales considerará los tipos de proyectos o activos que se adquirirán con los pasivos contraídos y/o la eventual reducción de la deuda en un corto plazo por una de mayor plazo. Por otro lado, se considerarán como aspectos que limitan o reducen el *rating*, los descalces de tasas de interés, moneda, vencimiento y otros desajustes entre activos y pasivos.

Variables Cuantitativas Claves

Apoyo & Asociados Internacionales revisa las condiciones actuales y las tendencias a futuro de factores como:

- Ganancias históricas generadas por los activos
- Eficiencia operativa (gastos operativos / ingresos brutos)
- Gasto de capital: mantenimiento mayor / menor
- Indicadores de ocupación histórica y vulnerabilidad al ciclo económico. Rotación de arrendatarios
- Volatilidad y nivel de rendimientos
- Valuación de los activos determinado por un externo en años recientes

La Clasificadora realiza un análisis de flujo de efectivo tomando en cuenta cada una de las propiedades, sus características de generación de ingresos y nivel de endeudamiento relativo. Esto con el propósito de calcular el Ingreso Operativo Neto (NOI por sus siglas en inglés) y los Flujos de Operación (FFO = NOI – servicio de la deuda – impuestos). De esta manera, las razones de rentabilidad serán calculadas al comparar el NOI y FFO con el Valor del Activo Neto (NAV por sus siglas en inglés). Las razones serán estresadas con variables como Gasto de Capital (CAPEX por sus siglas en inglés), Utilidades Retenidas y diferentes escenarios macroeconómicos para poder tener un panorama de los rendimientos y de la capacidad del Fondo para adaptarse a condiciones económicas adversas. Las principales razones se enlistan a continuación:

- NOI / NAV
- NOI – CAPEX / NAV
- NOI – Utilidades Retenidas – CAPEX / NAV
- FFO / NAV

Transparencia y Difusión de la Información

La capacidad de reporte a los inversionistas así como los canales de comunicación son factores considerados por Apoyo & Asociados Internacionales en su puntuación. Las fuentes de información son evaluadas buscando determinar su veracidad y fundamentos.

Proceso de Clasificación

El proceso de clasificación generalmente sigue los siguientes pasos:

1	Formalización del contrato de clasificación
2	Análisis de información preliminar. Apoyo & Asociados Internacionales solicita información de las inversiones en el Fondo de Inversión en Bienes Raíces evaluado
3	Visita y entrevista con los principales directivos de la sociedad administradora buscando familiarizarse con la filosofía de la compañía y el perfil de las inversiones
4	Análisis de la información definitiva. Después de la visita Apoyo & Asociados Internacionales requerirá información específica y complementaria
5	Determinación de la clasificación a través de un Comité
6	Comunicación de la clasificación y sus fundamentos a la sociedad administradora
7	Publicación. Se comunicará a los reguladores respectivos y se adjuntará el reporte detallado en la página de internet de Apoyo & Asociados Internacionales
8	Seguimiento de la clasificación. La clasificación es dinámica, se solicitará información trimestral y anual. Al menos cada año Apoyo & Asociados Internacionales revisará la clasificación otorgada

Mientras el *rating* asignado permanezca vigente, Apoyo & Asociados Internacionales aplicará un seguimiento formal a todos los aspectos evaluados dentro de esta metodología por lo menos una vez al año. Sin embargo, en el caso de presentarse inversiones y/o estrategias de administración que impliquen una modificación importante al perfil original del Fondo, se podrán hacer revisiones formales antes del aniversario de cada puntuación

Significado de la Clasificación

En general, la puntuación refleja la opinión de Apoyo & Asociados Internacionales sobre el grado de volatilidad al que están expuestos los inversionistas de un Fondo de Inversión en Bienes Raíces y no representa una recomendación o sugerencia para comprar, retener o vender dichas inversiones.

Simbología y Definiciones en la Clasificación de Riesgos

Fi 1 (pe)

Los fondos en esta categoría se consideran **los menos vulnerables** ante condiciones económicas adversas. Poseen un nivel **sobresaliente** en cuanto a los aspectos evaluados, tales como: Administración, apego a las estrategias de negocio establecidas, calidad y diversificación de las propiedades y estructura, así como en su desempeño financiero. Demuestran **la más alta capacidad** para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo.

Fi 2 (pe)

Los fondos en esta categoría se consideran **poco vulnerables** ante condiciones económicas adversas. Poseen un **alto** nivel en cuanto a los aspectos evaluados, tales como: Administración, apego a las estrategias de negocio establecidas, calidad y diversificación de las propiedades y estructura, así como en su desempeño financiero. Demuestran **una alta capacidad** para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo.

Fi 3 (pe)

Los fondos en esta categoría muestran una **moderada vulnerabilidad** ante condiciones económicas adversas. Poseen un **buen** nivel en cuanto a los aspectos evaluados, tales como: Administración, apego a las estrategias de negocio establecidas, calidad y diversificación de las propiedades y estructura, así como en su desempeño financiero. Demuestran **una buena capacidad** para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo.

Fi 4 (pe)

Los fondos en esta categoría muestran **una moderada a alta vulnerabilidad** ante condiciones económicas adversas. Poseen un **adecuado** nivel en cuanto a los aspectos evaluados, tales como: Administración, apego a las estrategias de negocio establecidas, calidad y diversificación de las propiedades y estructura, así como en su desempeño financiero. Demuestran **una aceptable capacidad** para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo.

Fi 5 (pe)

Los fondos en esta categoría muestran **una alta vulnerabilidad** ante condiciones económicas adversas. Poseen un nivel **limitado** en cuanto a los aspectos evaluados, tales como: Administración, apego a las estrategias de negocio establecidas, calidad y diversificación de las propiedades y estructura, así como en su desempeño financiero. Demuestran **una baja capacidad** para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo.

Fi 6 (pe)

Los fondos en esta categoría se consideran **los más vulnerables** ante condiciones económicas adversas. Poseen un nivel **muy limitado** en cuanto a los aspectos evaluados, tales como: Administración, apego a las estrategias de negocio establecidas, calidad y diversificación de las propiedades y estructura, así como en su desempeño financiero. Demuestran **la más baja capacidad** para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo.