

Metodología México

Metodología para Evaluar Fondos de Inversión de Bienes Raíces en México

Analistas

René Ibarra
rene.ibarra@fitchmexico.com

Emilio Rangel
emilio.rangel@fitchmexico.com

Aurelio Cavazos
aurelio.cavazos@fitchmexico.com

t. + 52 (81) 8335 7179
f. + 52 (81) 8378 4406

■ Introducción

Fitch ha desarrollado esta metodología para evaluar el riesgo de las inversiones en portafolios de activos inmobiliarios a través de los llamados *Fideicomisos de Bienes Raíces* (FIBRAs) en México. La escala ordinal de puntuación desde 1 (menor riesgo) hasta 5 (mayor riesgo) corresponde a una opinión sobre el grado de volatilidad esperada en el valor neto, y/o flujo de efectivo de una FIBRA, particularmente ante un entorno económico adverso. Dentro de los factores claves considerados en esta evaluación destacan la capacidad administrativa y 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; diversificación tanto de inmuebles como arrendatarios (en su caso) y el nivel de endeudamiento del fondo.

Adicionalmente a esta evaluación de volatilidad esperada de una FIBRA, Fitch Ratings otorga calificaciones de riesgo crédito sobre diversos fideicomisos que realicen emisiones respaldadas por activos inmobiliarios. Las calificaciones de riesgo crédito de Fitch, miden la capacidad de pago oportuno de intereses y capital en un tiempo predeterminado e incluso consideran las expectativas de recuperación en caso de incumplimiento. Mayor información sobre metodologías para calificaciones de emisiones de deuda de este tipo puede ser consultada en www.fitchratings.com en la sección *Criteria Reports* para *Financial Institutions* y *Structured Finance*.

■ Mercado de Bienes Raíces en México

El constante desarrollo del mercado de bienes raíces en años recientes ha originado la búsqueda de nuevos métodos de inversión y medición de riesgo en este sector. México ha mostrado una favorable tendencia en el mercado de oficinas, empresas industriales, sector minorista y residencial. El tamaño del mercado de oficinas mexicano es considerado como el más grande en Latinoamérica. La ciudad de México representa el territorio más importante en este rubro al ser el distrito financiero del país. Aunque ha disminuido el ritmo de construcción durante los últimos años, el mercado ha mostrado una adecuada fase de nuevos edificios impulsando de esta manera la oferta de oficinas de primer nivel o Clase A. El inventario actual representa alrededor de cinco millones de metros cuadrados disponibles. La tasa de desocupación ha decrecido levemente mientras que la demanda se encuentra bien diversificada entre el sector público y privado, compañías domésticas y multinacionales. El mercado minorista exhibe una mayor dispersión geográfica derivada de la expansión de tiendas de autoservicio y departamentales así como de nuevos centros comerciales. Este segmento ha permanecido muy activo en fechas recientes, mostrando las más altas tasas de crecimiento en demanda y oferta derivado de la fuerte competencia entre cadenas y la recuperación del crédito al consumo. En los últimos dos años, el mercado industrial ha ido creciendo junto con la expansión económica de las actividades manufactureras y de almacenaje. Este segmento se ha concentrado en la zona norte y central de México. Finalmente, el mercado residencial también ha evidenciado una fuerte tendencia en construcción, alcanzando más de medio millón de casas nuevas anualmente.

Históricamente en México, la adquisición de bienes raíces de tipo comercial o industrial se ha realizado a través de créditos bancarios e inversiones directas de capital. Fitch considera que el financiamiento en forma de emisiones de deuda y capital para adquisición de inmuebles tomará fuerza en el mercado local, siguiendo un esquema parecido al de Estados Unidos y otros mercados más desarrollados.

Metodología

Para determinar la puntuación de una FIBRA, Fitch evalúa factores cuantitativos y cualitativos que se agrupan en 4 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 capital en bienes raíces considera variables cualitativas que ayudarán a determinar la experiencia y capacidad gerencial del cuerpo administrativo para ejecutar exitosamente las estrategias de negocio. Los factores tomados en cuenta son:

- **Experiencia:** Fitch estudia los antecedentes y 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:** Fitch revisa el apego al marco regulatorio vigente, controles internos, responsabilidades y procesos llevados a cabo para la toma de decisiones. Fitch 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 una FIBRA.
- **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 originación utilizado por los administradores del fondo. Políticas de cobranza (tiempo, estrategia de seguimiento) y de establecimiento de precios son también consideradas. En opinión de Fitch, 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 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; 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 FIBRAS. Fitch 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 que los rendimientos por ganancias o pérdidas de capital son generalmente más volátiles que los ingresos generados por rentas. Fitch tomará en cuenta el grado que la estrategia y/o experiencia de la administración expone al fondo a volatilidades no esperadas.

Fitch analiza aspectos de la administración de una FIBRA 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 Fitch realice a la compañía operadora de la FIBRA donde diferentes entrevistas se aplicarán a los principales directivos.

2. Características de las Propiedades

El análisis que Fitch realiza sobre los activos inmobiliarios de una FIBRA considera si son activos generadores de ingreso, proyectos en desarrollo o bancos de tierra.

Los factores considerados para las propiedades generadoras de ingreso (las cuales representan comúnmente la mayoría de los activos de una FIBRA) 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:** Fitch 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. Fitch 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:** Fitch 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:** Fitch evalúa la consistencia de ocupación, 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:** Fitch 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 Fitch 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, una FIBRA 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 '3-' a '5'), 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 de una FIBRA 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. Fitch considera importantes los siguientes factores para determinar la influencia de la diversificación en una FIBRA:

- **Número de Propiedades**
- **Tipo de Propiedades (residencial, oficina, comercial, industrial, etc.)**
- **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 una FIBRA amplía el riesgo de su portafolio de activos. Al analizar la puntuación de una FIBRA, Fitch determina la puntuación del fondo sin considerar el nivel de

endeudamiento. Posteriormente, se realiza una reducción a su puntuación que refleje adecuadamente la proporción de apalancamiento utilizada por la FIBRA.

En términos generales, la puntuación puede ser reducida 1 ó 2 niveles (por ejemplo del nivel '2+' al '2-') asumiendo que la FIBRA utiliza 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, Fitch 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 aspectos negativos que incluyan descalces de tasas de interés, moneda, vencimiento y otros desajustes entre activos y pasivos.

■ Variables Cuantitativas Claves

Fitch revisa las condiciones actuales y las tendencias a futuro de factores como:

- **Ganancias históricas generados 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**

Fitch realiza un análisis de flujo de efectivo tomando en cuenta cada una de las propiedades y sus características de generación de ingresos. 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 Fitch en su puntuación. Las fuentes de información son evaluadas buscando determinar su veracidad y fundamentos.

■ Proceso de Puntuación

El proceso de puntuación generalmente sigue los siguientes pasos:

| | |
|---|---|
| 1 | Formalización del contrato de puntuación |
| 2 | Análisis de información preliminar. Fitch solicita información de la inversión en la FIBRA evaluada |
| 3 | Visita y entrevista con los principales directivos de la empresa operadora buscando familiarizarse con la filosofía de la compañía y el perfil de inversión |
| 4 | Análisis de la información definitiva. Después de la visita, Fitch requerirá de información específica y complementaria para conjuntar toda la información |
| 5 | Determinación de la puntuación a través de un Comité |
| 6 | Comunicación de la puntuación y sus fundamentos a la compañía operadora |
| 7 | Publicación. Se emitirá un comunicado de prensa y un reporte detallado en la página de Internet de Fitch |
| 8 | Seguimiento de la puntuación. La puntuación es dinámica, se solicitará información trimestral y anual. Al menos cada año Fitch revisará la puntuación |

Mientras la puntuación asignada permanezca vigente, Fitch 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 Puntuación

En general, la puntuación refleja la opinión de Fitch sobre el grado de volatilidad al que están expuestos los inversionistas de una FIBRA y no representa una recomendación o sugerencia para comprar, retener o vender dichas inversiones.

Puntuación FIBRA

| | |
|--------------|--|
| f_i 1(mex) | 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 y desempeño financiero. Demuestran la más alta capacidad para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo. |
| f_i 2(mex) | Los fondos en esta categoría muestran poca vulnerabilidad 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 y desempeño financiero. Demuestran fuerte capacidad para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo. |
| f_i 3(mex) | Los fondos en esta categoría muestran alguna 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 y desempeño financiero. Demuestran buena capacidad para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo. |
| f_i 4(mex) | Los fondos en esta categoría muestran 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 y desempeño financiero. Demuestran una capacidad aceptable para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo. Sin embargo Fitch muestra preocupación por uno o más de los aspectos evaluados. |
| f_i 5(mex) | Los fondos en esta categoría son los más vulnerables ante condiciones económicas adversas. Poseen un bajo 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 y desempeño financiero. Demuestran débil capacidad para mantener la generación de flujos, rendimientos y valor en el tiempo. |

El término “Fideicomiso de Bienes Raíces” usado para esta puntuación es aplicable para diferentes entidades como Fondos, Compañías y otros vehículos cuyo principal objetivo es invertir o administrar portafolios de bienes raíces y otros activos relacionados. Los fideicomisos con puntuación desde f_i 2(mex) hasta f_i 4(mex) podrán ser diferenciados usando los símbolos (+) ó (-), para hacer énfasis en su fortaleza dentro de cada uno de los niveles.