

Corporate real estate

Joaquín Piserra Ribera

PID_00179149

Índice

1. La propiedad como inversión inmobiliaria corporativo financiera.....	5
2. Los vehículos de inversión inmobiliaria.....	12
2.1. Estructura y funcionamiento de los fondos inmobiliarios	12
2.2. Gestión activa de inmuebles, <i>asset management</i>	16
2.3. Los contratos de <i>asset management</i>	18
2.4. Términos más usuales de un contrato de gestión de activos inmobiliarios (<i>asset management</i>)	20
3. Factores que han favorecido el rápido crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria.....	22
3.1. La titulación y los CMBS	22
3.2. La globalización	25
3.3. <i>Modern portfolio theories</i> o la eficiencia en la diversificación de carteras de inversión	30
4. Los elementos en la cadena de valor en las empresas financieras-inmobiliarias.....	34
4.1. Estrategias competitivas	34
4.2. ¿Cómo se produce valor en la cadena de la gestión de los fondos inmobiliarios?	38
4.2.1. Conseguir capital a través de inversores: <i>Equity</i> <i>Raising or funding</i>	38
4.2.2. Apalancamiento financiero y gestión de la deuda	39
4.2.3. Políticas de apalancamiento	44
4.2.4. <i>Benchmarking</i>	45
5. La clasificación de los fondos de inversión inmobiliaria tradicional y la nueva clasificación del INREV.....	48
6. Intentos de dotación de transparencia al sector de los fondos inmobiliarios internacionales.....	51
Ejercicio 1. Parte primera: Analizar un mercado inmobiliario....	55

1. La propiedad como inversión inmobiliaria corporativo financiera

En los últimos quince años, la inversión inmobiliaria institucional mundial se ha acelerado significativamente, alcanzando la cifra¹ de inversión global terciaria, en el año 2007, de \$930bn. En España, en el año 2007, dicho volumen de inversión representó una cifra de 10.000 M de euros.

⁽¹⁾Fuente: Cushman and Wakefield.

En el mundo, en el 2011, existen activos en manos de inversores institucionales por valor² de \$28tn, esto representa el 67% del PIB combinado de los países desarrollados.

⁽²⁾Fuente: *The Economist* (5 de marzo, 2011, pág. 4) Special report on property.

De hecho, y siguiendo la trayectoria iniciada por los trabajos de **Modigliani** (1997) y **Markovitz** (1952), y finalmente la adaptación de los modelos de optimización de carteras inmobiliarias y el ajuste respecto al riesgo, adecuados por **Williams** (1995), en los que demostró que en su "teoría moderna de carteras de inversión", junto a otros estudios también sobre inversión inmobiliaria (**Hoesli**, 2003), el hecho de mantener entre un 10 y un 20% de las inversiones (directas o indirectas) en activos inmobiliarios disminuía la volatilidad del conjunto de la cartera, a la vez que se aumentaba la rentabilidad de esta.

El sector inmobiliario comienza, tras esos estudios, a tomar forma como un nuevo activo de inversión (*asset class*) relevante, y a considerarse dentro de las carteras de inversión de los fondos principalmente de pensiones.

Todo ello junto a un abismal aumento del número de fondos inmobiliarios de inversión, así como de los volúmenes de inversión que estos manejan.

No olvidemos que la **inversión inmobiliaria** reviste aspectos diferenciadores con otras inversiones financieras, como pueden ser los **bonos** u **acciones bursátiles**. Mientras las últimas (acciones) revisten una elevada volatilidad, y los primeros (bonos) revisten unos rendimientos relativamente bajos pero seguros, las inversiones inmobiliarias se sitúan a caballo entre ambos, proporcionando ingresos relativamente estables y unos rendimientos mayores que los de los bonos.

La propiedad inmobiliaria, según **Currie and Scott** (1991), cuenta con el 20% aproximado de las inversiones realizadas por las instituciones financieras mundiales.

De esta forma, a finales de los años noventa las grandes gestoras de capitales y pensiones comienzan a plantearse la posibilidad de abrir sus *portfolios* a inversiones que tradicionalmente no formaban hasta ese momento parte de sus objetivos. Dichas inversiones han sido tanto directas (ejecutando compraventas de inmuebles), como indirectas (adquiriendo acciones o participaciones en empresas inmobiliarias o fondos inmobiliarios).

En el caso de la propiedad inmobiliaria como vehículo de inversión, el **director inmobiliario** deberá conseguir el máximo retorno sobre el capital invertido llevando el valor de la propiedad a alcanzar su máximo valor posible. La **ecuación de valor** de un director de inversiones inmobiliarias se establece como:

$$\text{Valor Capital} = (\text{Rentas (b)} - \text{Costes operacionales (c)}) \times \frac{100}{\text{Rentabilidad (y)}}$$

De esta forma, conociendo los precios de los alquileres (b) para un tipo de inmueble en una determinada zona o mercado, y los precios de ventas de activos inmobiliarios comparables (valor capital), podemos resolver esta sencilla ecuación y obtener las rentabilidades a las que el mercado (inversores), está o ha estado dispuesto a invertir. Recopilando transacciones similares, obtenemos los *benchmarks*, o índices de mercado, contra los que posicionar/contrastar de la mejor manera posible una inversión.

Muchos han sido los directores inmobiliarios que se han dedicado simplemente a cobrar las rentas de sus inmuebles sin establecer un enfoque estratégico en el que maximizar el valor de las propiedades, aunque esto quizás ha sido fruto de la forma en que se ha organizado tradicionalmente el mercado: con contratos de largo plazo (con los costes inherentes de traslado que hacen improbable que las empresas cambien de ubicación), y pocos movimientos de ubicación por parte de las empresas.

No obstante, a principios de los años noventa, la crisis inmobiliaria propició que los responsables de empresas inmobiliarias dedicasen más atención a añadir valor a las propiedades y a adoptar estrategias más imaginativas:

- algunos espacios de oficinas desocupados pudieron ser transformados en hoteles o en edificios residenciales;
- los contratos fueron más flexibles en cuanto a plazos más cortos y otros términos, y
- se readecuaron los espacios a las exigencias tecnológicas del momento.

Dicho enfoque estratégico para maximizar el valor de un inmueble debe ser la función principal de cualquier director/a inmobiliario.

No obstante, las inversiones inmobiliarias revisten aspectos negativos o riesgos mayores en comparación con inversiones alternativas, como son:

1) Movilizan importantes sumas de capital

Y no solo eso, y como ejemplo, existen fondos que solo invierten en activos de más de 50 M de euros y algunos por menos de 100 M prefieren "no salir de casa". Tiene, no obstante, su explicación: para estos fondos, el volumen de verificación y análisis de una propiedad *due diligence*, de unos 50 M de euros, es el mismo que para una de 25 M o de 5 M, por lo que se especializan en un mercado donde existen menos competidores (también menos oportunidades), pero de esta manera, operan en unas economías de escala convenientes para su estructura. Además, si el volumen de fondos captados es significativo, conseguirán llevar a cabo su *business plan* con la suficiente agilidad.

Family offices españoles

Los *family offices* españoles, que operan con otro modelo de negocio con un tinte más patrimonialista a largo plazo, normalmente tienen un techo de inversión de unos 30 M de euros.

2) Capacidad de obsolescencia

Los inmuebles precisan continuas mejoras e inversiones en capital. Se estima que de media un edificio, por ejemplo de oficinas, suele tener el mismo coste de mantenimiento al cabo de unos 13-15 años, que el coste de construcción que tuvo en su origen. Además, las tendencias cada vez son más rápidas y los edificios deben adaptarse a los cambios tecnológicos que exigen tanto el mercado como las nuevas normativas.

De 1965 a 1985, y esto son veinte años, los edificios prácticamente eran todos iguales; a partir del uso intensivo de los ordenadores personales, se establecieron necesidades como suelos técnicos flotantes, fachadas con doble acristalamiento (ya que los muros cortina implicaban más calor radiante, que se sumaba al emanado por los PC), y sistemas de aire acondicionado centralizados, mucho más eficientes que sus predecesores. No todos los edificios, por ejemplo, tenían la capacidad de adaptar su altura libre a un falso suelo técnico practicable, con lo que quedaban "desposicionados" en el nuevo mercado. También aspectos técnicos como la seguridad y el control centralizado de todas las instalaciones en los edificios, hizo que muchas oficinas de los años setenta fueran reconvertidas a viviendas, o experimentaran grandes transformaciones arquitectónicas.

Hoy en día, las necesidades de **eficiencia energética** que marca la ley y exigen las corporaciones hacen que muchos edificios deban actualizarse, incrementando sus presupuestos de mejoras y obras considerablemente para poder copar con las rentas más altas que obtienen los *green buildings*, o edificios construidos con criterios de sostenibilidad, y altamente eficientes en consumos energéticos.

Otro aspecto es el del **diseño**, tanto estético como funcional. Es obvio que muchas empresas preferirán estar en un edificio con imagen y diseño modernos, o con la rúbrica de un conocido arquitecto en boga, y que la funcionalidad empresarial ha ido evolucionando a plantas diáfanas de trabajo, con muchos menos despachos, y a poder ser, todos los empleados en una misma planta.

3) Altos costes de transacción

Si al comprarnos un piso se nos disparan los costes iniciales, con todo lo que conlleva una transacción de esa índole, no es de extrañar que al adquirir un solar, un edificio de oficinas o un centro comercial, los honorarios de todos los involucrados hagan que este tipo de transacciones no puedan nunca operar en un mercado continuo como es la bolsa.

Existen honorarios de *brokers* inmobiliarios, que han realizado la transacción de abogados, de estudios medioambientales, de eficiencia energética e ingeniería, costes notariales, registrales, etc., que pueden aumentar significativamente el coste de la adquisición o venta, según el caso, y que por tanto, y a menos que existan otras causas, harán que la propiedad no se transaccione hasta que haya llegado a un umbral mínimo de beneficios.

4) Riesgo de liquidez

El inmobiliario institucional o corporativo, es *per se* un mercado poco líquido, una transacción puede tardar entre negociaciones *due diligence* y escrituración unos 2-3 meses (yendo razonablemente rápido). Esta falta de liquidez puede forzar a algunos fondos a que no coticen en mercados públicos y a no permitir a sus inversores el reembolso cuando hay una afluencia de solicitantes elevada. Este ha sido el caso de los fondos alemanes abiertos (*open ended funds*), en varias ocasiones en los últimos diez años.

En fondos o empresas inmobiliarias que coticen, puede forzar una caída de los valores cotizados en momentos en que el crédito se haga más escaso.

5) Riesgos de entrega

Depende, a veces, de la finalización de un proyecto para poder poner a este en el mercado, y lograr así ingresos por rentas. La construcción no es una ciencia exacta y depende de factores climatológicos, medioambientales, legales, financieros e incluso arqueológicos que pueden retrasar el normal desarrollo de un proyecto. Todo ello conlleva un enorme coste financiero, que deben considerar los gestores de la compañía inversora o promotora con la suficiente antelación y análisis, ya que puede hacer fracasar enteramente un proyecto.

Como ejemplo:

Hay momentos en los que es casi predecible intuir cuándo un edificio va a concluir su construcción. En un momento del mercado en el que la oferta sea escasa, si el promotor ha acertado pero el proyecto tiene retrasos significativos de entrega, puede mermar considerablemente el éxito.

Atenuar los riesgos de entrega y de mercado no es tarea fácil, pero el buen inversor o promotor deberá hacer sus cálculos al respecto.

6) Riesgos de financiación

Llegado a un punto, los fondos inmobiliarios, por ejemplo, pueden tener restricciones en cuanto a la financiación, bien porque su nivel de endeudamiento ya es de por sí bastante elevado, o porque las condiciones crediticias del entorno hayan cambiado. Este último escenario parecía impensable años atrás, pero hoy en día se ha visto cómo se retraía a nivel internacional y nacional cuantiosa financiación del sector. En los años que van del 2008 al 2011, en España ha desaparecido prácticamente el crédito promotor, y el crédito inversor cuesta prácticamente el doble que en años previos.

7) Riesgos de mercado

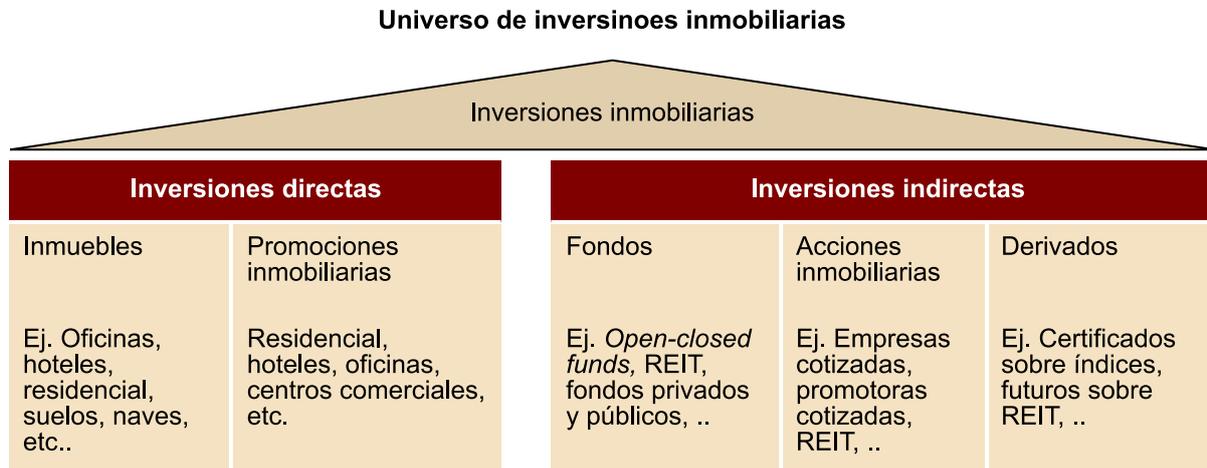
Macroeconómicamente, estos afectan a la demanda de espacios (comerciales, oficinas, industriales, logísticos, etc.) factores tales como los demográficos, educativos de la masa laboral, coste de la vida, empleo, impuestos y subvenciones públicas, y factores urbanísticos y políticos, la economía en general podrá dar perspectivas positivas o negativas a los promotores y estos últimos decidirse a acometer o no nuevos proyectos.

Microeconómicamente, las variables también pueden ser cuantiosas y citemos como ejemplo: las rentas a las que se enfrentan los ocupantes pueden hacer variar sus expectativas de ampliación. Además, algunos sectores económicos, en determinados momentos, son demandantes de espacio comercial, pero si ese sector se encuentra en crisis (ejemplo, el financiero en Londres en el 2007-2009), puede hacer caer en picado la demanda de espacio de oficinas, caer por tanto las rentas y subir las rentabilidades mínimas a las que los inversores están dispuestos a entrar en un mercado en un determinado momento.

Los hábitos de consumo pueden hacer peligrar proyectos de centros comerciales que han funcionado en otros países, o diferentes ciudades dentro de un mismo país. El aumento de la delincuencia en una ciudad puede afectar a su turismo y por tanto, a su sector hotelero, y modificar la visión que puedan tener los inversores en activos hoteleros en ese mercado, etc.

Existen varios estudios académicos que demuestran claramente que cuando los mercados inmobiliarios se encuentran en un ciclo alcista, la atención a estrategias proactivas para carteras operacionales de inmuebles decrece en las prioridades o agendas corporativas (Bon and Luck, 1999; Nourse and Roulac, 1993).

Figura 1. Tipos de inversiones inmobiliarias



Fuente: Elaboración propia.

Respecto a la inversión, como vemos en la figura 1, esta puede ser indirecta (pública o a través de una inversión en fondos, derivados u otro vehículo) o directa.

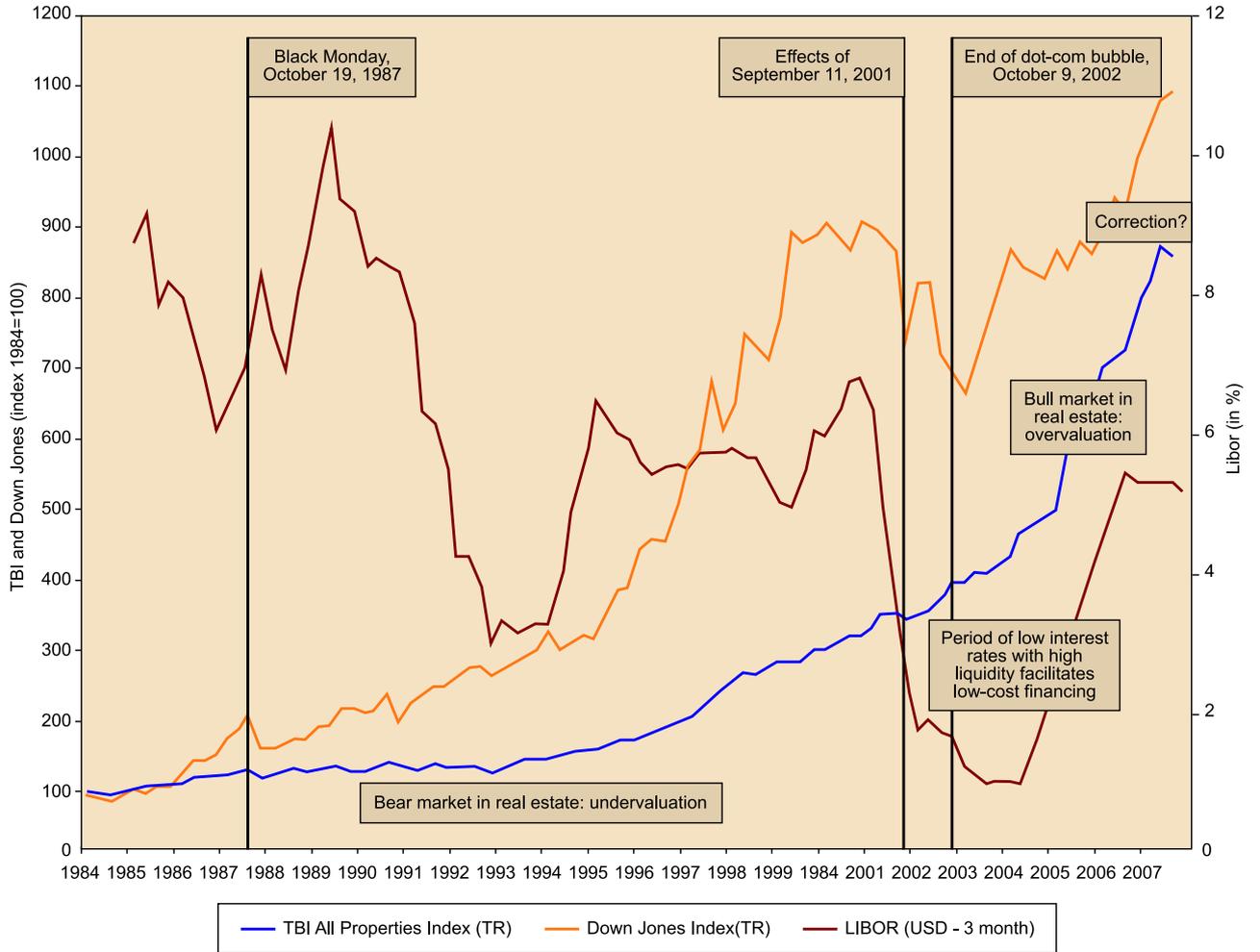
Los principales **vehículos de inversión indirecta** son los siguientes:

- Compañías inmobiliarias que cotizan en bolsa, incluyendo los REIT (en el extranjero)
- APUT, SICAFI, etc.
- Vehículos de inversión semiprivados: (Property Unit Trusts y German Open ended Funds).
- Derivados inmobiliarios (públicos y privados).
- Fondos cotizados y no cotizados inmobiliarios.

Y los principales **vehículos de inversión directa** los siguientes:

- JV inmobiliarias y sindicaciones a un grupo reducido de inversores (club) que deciden invertir o acometer en sociedad una promoción.
- Cualquier inversión/promoción inmobiliaria no realizada a través de un tercero.

Figura 2. Comparativa a largo plazo de acciones e inversiones inmobiliarias



Fuente: DEGI Research, 2008.

2. Los vehículos de inversión inmobiliaria

2.1. Estructura y funcionamiento de los fondos inmobiliarios

Vamos a centrarnos en explicar la parte de inmobiliaria de empresa desde el punto de vista de la inversión a través de fondos de inversión inmobiliarios.

Los fondos inmobiliarios pueden ser públicos o privados.

El funcionamiento del mercado bursátil suele ser el más conocido en el sector inmobiliario, y no difiere prácticamente al del resto de activos que cotizan, excepto quizás que en las empresas inmobiliarias se presta más atención a la hora de evaluar el precio de sus acciones, al valor neto de sus activos con respecto al precio de las acciones, y a partir de ahí, se determina si las acciones cotizan a descuento o a *premium*.

La cotización pública de empresas inmobiliarias, hasta la reciente aparición de los REIT (Real Estate Investment Trusts), y de derivados inmobiliarios, no ha experimentado grandes cambios. De todas formas haremos un inciso más adelante para hablar de esta especie de vehículos *tax exempted* o de baja tributación.

La estructura típica de inversión inmobiliaria indirecta, y que no sea a través de invertir en mercados públicos donde coticen acciones de empresas inmobiliarias, consiste en invertir en un fondo dotado de un vehículo especial, SPV³, para invertir en inmuebles, que sea exento de impuestos⁴ tipo LP⁵, responsabilidad limitada, o FCP⁶; es decir, que siempre y cuando se redistribuyan la mayor parte de sus beneficios en forma de dividendos, estos estén hasta cierto punto exentos del pago de impuestos.

⁽³⁾ *Special purpose vehicle.*

⁽⁴⁾ *Tax exempt o tax transparent.*

⁽⁵⁾ *Limited partnership.*

⁽⁶⁾ *(Fonds comun de placement)*

No es absolutamente necesario que el vehículo-fondo se beneficie de los tratados de doble imposición fiscal u otras directivas europeas, ya que suele existir una estructura corporativa luxemburguesa entre el fondo, y las sociedades que son directamente propietarias de cada uno de los inmuebles (*propcos*).

Luxemburgo

Luxemburgo es uno de los lugares en Europa más atractivos para las compañías matrices de estos fondos (Soparfis), ya que existe exención fiscal sobre los dividendos y plusvalías de las *propcos*. Además, los Soparfis tienen el beneficio de los tratados de doble imposición fiscal y otras directivas europeas, permitiéndoles recibir dividendos e intereses sobre los

prestamos participativos con los que operan con sus filiales internacionales, sin tener que afrontar los impuestos sobre repatriación de rentas o beneficios que afectan a individuos o entidades con sede fiscal en el extranjero, *withholding tax*, que es un impuesto sobre las ganancias de capital retenido en origen a todo potencial contribuyente extranjero; y otros impuestos sobre la venta de las *propcos*.

De todas formas, es importante estudiar minuciosamente los aspectos fiscales en cada caso o jurisdicción internacional, pues no es una norma común a todos los Estados y tiene diversas variaciones en diferentes países. En España, suelen añadirse las inversiones a través de una estructura holandesa para aprovechar en mayor medida las ventajas fiscales.

Normalmente, la financiación hipotecaria se realiza al nivel de la *propco*, de la matriz internacional, ya que el interés debido a un tercero (potencialmente a un banco hipotecario) es menos probable de ser detectado por una *thin local capitalisation*, o normativa sobre "precios de transferencia", que pudieran restringir la disposición de deducciones fiscales por el interés pagado a otras partes; es decir, una empresa cuyas fuentes de capital son préstamos participativos emitidos desde la matriz en el extranjero puede hacer que las distribuciones de intereses sobre la deuda sean deducidas por la empresa como intereses, mientras que las distribuciones sobre acciones directas no son deducibles como dividendos. Si la deuda sobre activos es muy alta, puede hacer que las autoridades fiscales locales observen una estructura no realista y actúen punitivamente sobre ello.

La gestión de los activos inmobiliarios y servicios de consultoría (legal, inmobiliario, fiscal, local, etc.) suelen ser asignados directamente a las *propcos*, ya que son generalmente las únicas entidades en la estructura que reciben suficientes rentas fiscalizables y están en la mejor disposición para deducir el IVA generado en las adquisiciones o promociones a nivel internacional.

Figura 3. Jerarquización de la inversión inmobiliaria

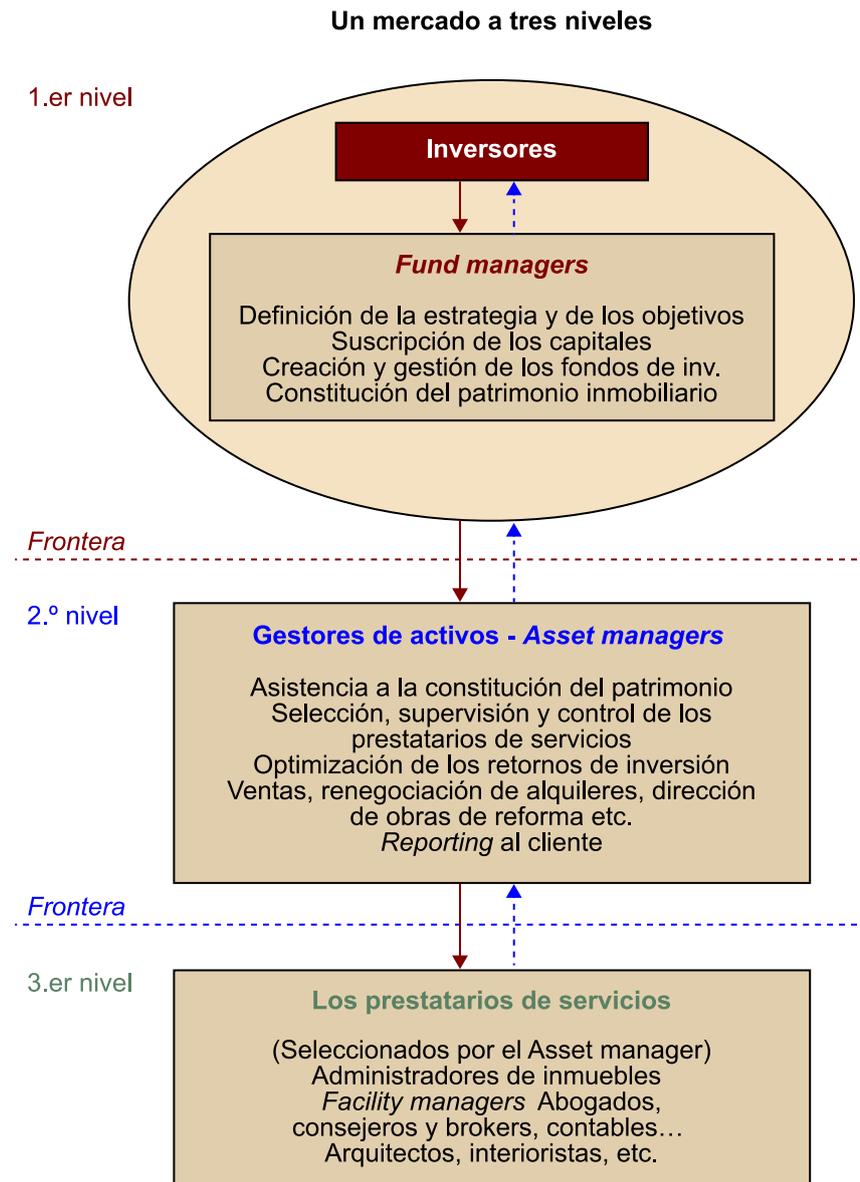
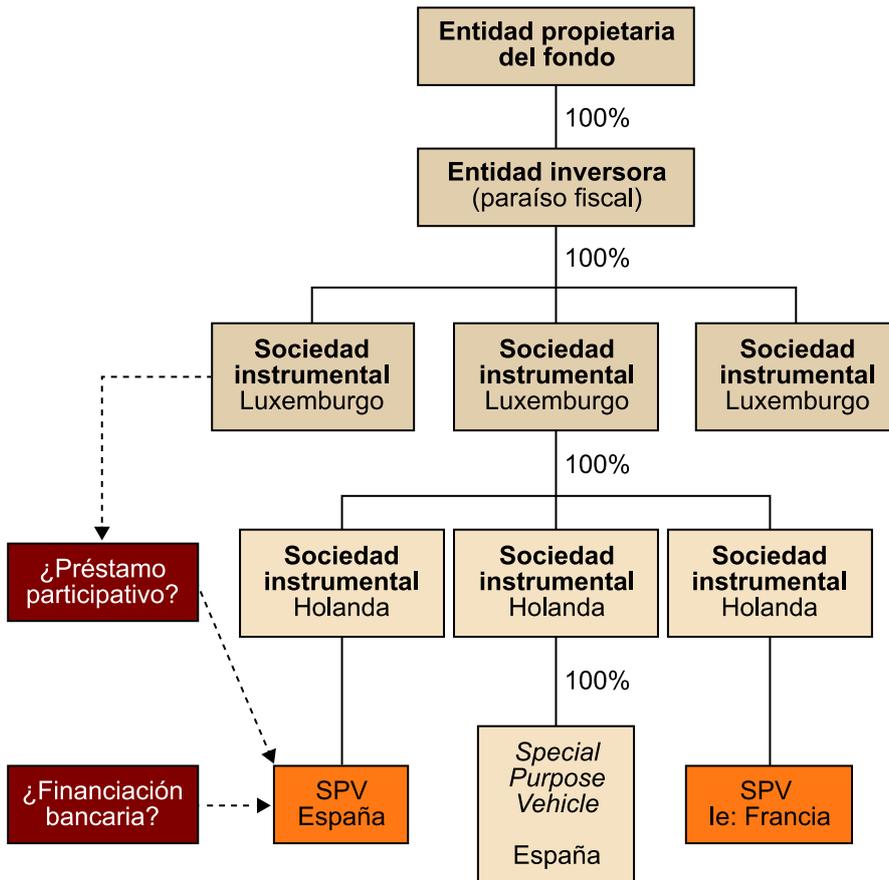


Figura 4. Estructura legal-fiscal de un fondo inmobiliario internacional en Europa



Fuente: Elaboración propia.

Las ventajas⁷ de los **Fondos de inversión inmobiliaria** son las siguientes:

⁽⁷⁾Fuente: Paul Dugdalesj. Berwin Co.

- Minimizar impuestos y gastos excesivos al nivel del vehículo inversor del fondo, con el objetivo potencial de que los beneficios, después de impuestos de los inversores en dicho fondo, no sean menores que a través de compraventas directas.
- Mitigar los costes fiscales de las compraventas e impuestos directos sobre las plusvalías.
- Minimizar los impuestos locales sobre los alquileres.
- Proveer de cierta liquidez a los inversores, permitiéndoles realizar sus inversiones dentro de un plazo razonable, y previamente acordado, o incluso permitiéndoles cierto tipo de desinversión (*redemption of funds*), limitada dentro del acuerdo, ya que los activos subyacentes que poseen los diferentes vehículos de inversión son inmuebles y estos no son liquidables, como lo son los activos que coticen en mercados públicos (p. ej., bonos y acciones bursátiles).

- Facilitar la repatriación de beneficios y evitar *withholding taxes* y trampas de liquidez dentro de sus estructuras.

Ratio de Sharp

El ratio de Sharp es comúnmente expresado o publicado por los fondos, y se deduce como la media de la rentabilidad en exceso de la rentabilidad sin riesgo o de menor riesgo (letras del Tesoro) y dividida por la desviación estándar.

2.2. Gestión activa de inmuebles, *asset management*

Prácticamente todas las empresas financieras realizan gestión de activos, *asset management*, pero en las empresas financieras inmobiliarias este apartado es bastante *sui generis*. La habilidad de los responsables de los fondos de inversión inmobiliaria, de producir valor a través de una eficiente gestión inmobiliaria, son aspectos clave de la inversión inmobiliaria.

No hay que confundir el *asset management* inmobiliario, con el *facility management* o el *property management*, ya que la simultaneidad de los servicios anteriores es posible.

- El *facility management* se dedica a los aspectos físicos y funcionales de los edificios, p. ej., que funcionen los sistemas eléctricos, ascensores, calefacción, etc.
- El *property manager* sería algo parecido a un administrador de fincas, más profesionalizado e internacional que la media.

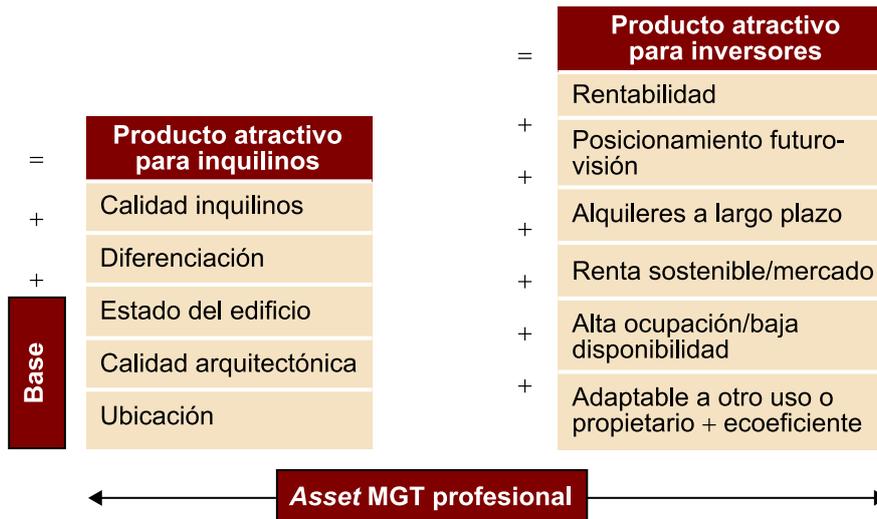
El *property manager* se centra en los aspectos más fiscales y financieros del activo inmobiliario, como las rentas y pagos de servicios, que también monitorizan como recepción, limpieza, *facility management*, etc.

En resumen, son los encargados de cuidar a los inquilinos.

Al contrario del *facility manager* (con quienes, a veces, existe una delgada línea divisoria de actuación), sus honorarios son percibidos bajo una base ocupacional del edificio, es decir, de las rentas obtenidas.

Pero el *asset management* es solo una parte de la labor que realizan los fondos o compañías institucionales inmobiliarias. El *asset management* sería la parte inmobiliaria o gestión de los activos inmobiliarios y el resto sería la gestión que hace un fondo con sus inmuebles en propiedad, como puede ser similar a la gestión de una entidad financiera con sus activos.

Figura 5. Gestión de activos inmobiliarios



Fuente: Elaboración propia.

En la figura anterior podemos observar parte de los objetivos de un buen *asset management*. Por un lado (hagamos de este caso el ejemplo de un edificio de oficinas), debe ser un producto atractivo para los inquilinos; dependiendo de su ubicación, vendrán firmas más prestigiosas que otras, y el edificio tendrá más posibilidades de revaloración y de poder aumentar las rentas. Para ello, también es importante que su arquitectura sea atractiva para las empresas que allí se ubiquen, modernos arquitectos suelen estampar sus firmas en los edificios más importantes de oficinas en las capitales internacionales, ya que la imagen de los activos figura siempre en las memorias anuales de dichas entidades.

Los diferentes servicios que pueda ofrecer un edificio, además de los tradicionales, siempre pueden convertirse en un factor de diferenciación, p. ej., edificios ecoeficientes, medidas de seguridad especiales, etc. De esta forma, con una adecuada comercialización, el edificio se intentará que esté ocupado al 100% con las rentas más altas posibles, y aquí comienza la delgada línea que lo separa de convertirse en un edificio atractivo para otros inversores o fondos, ya que los fondos suelen rotar sus activos cuando han llegado a los niveles de rentabilidad o retornos deseados. En este sentido, la duración de los contratos es algo especialmente apreciado por los inversores, o si el mercado está experimentando subidas de rentas, el hecho de que existan contratos de corta duración puede ser un recorrido al alza en rentas lo que atraiga a un nuevo comprador.

El *asset manager* debe de velar por esos dos objetivos y conseguir que los activos atraigan inquilinos y capten la atención de otros inversores. El objetivo de una buena gestión de carteras de inversiones inmobiliarias es maximizar el valor y los retornos de las inversiones a un determinado nivel de riesgos.

El nivel de riesgos viene determinado por el perfil de los inversores, y la apatencia de éstos, de sacrificar seguridad por mayores beneficios. Un fondo de pensiones o una compañía de seguros que invierta parte de su cartera en fondos inmobiliarios seguramente invertirá más en aquellos fondos de tipo *core* o de perfil de riesgo bajo, que en fondos oportunistas que suelen realizar promociones inmobiliarias, o acometer proyectos en mercados emergentes, en aras de mayores retornos con un nivel de riesgo más elevado; donde, a su vez, la mayoría de sus inversores serán individuos con un perfil más asociado al riesgo, y que exigirán negociar sus condiciones de entrada en el fondo personalmente, requiriendo una información sobre cada una de las inversiones más detalladamente.

2.3. Los contratos de *asset management*

Los puntos principales de los contratos de gestión de un fondo suelen dividirse en dos grandes categorías:

- aquellas de naturaleza económica, que intentan alinear intereses económicos entre el gestor y el inversor, y
- aquellas que establecen límites a la gestión, para asegurar que los principios básicos de la estrategia de inversión son seguidos.

1) Honorarios de los gestores de los fondos inmobiliarios de inversión

Existen unos derechos sobre beneficios basados en la realización o venta de los activos que van del 15% al 25%, todo ello a partir de alcanzar los objetivos de una tasa de retorno obtenida predeterminada (*hurdle rate*), y que varía según el mercado, tipo de inmuebles adquiridos o a adquirir, y otras circunstancias. Dicha tasa media se sitúa aproximadamente entre el 10 y el 20%, del la tasa interna de retorno de la operación, que suele constar de: compra, desarrollo/gestión y venta.

Los honorarios de las gestoras son de tres tipos principales:

- honorarios de transacción,
- honorarios por gestión de activos y
- honorarios de administración de activos.

Los **honorarios de transacción** incluyen una compensación para el gestor por haber formulado el fondo y su estrategia (es como un honorario de entrada), honorarios de adquisición y venta de activos (entre 1% y 1,5%), honorarios por cancelación o reintegros anticipados y honorarios por acceder a financiación hipotecaria, en algunos casos.

La industria financiera inmobiliaria, no obstante, se está moviendo hacia escenarios donde los honorarios de este tipo suelen generar conflictos de intereses con los inversores (debido a que estos honorarios no van ligados directa-

mente a la rentabilidad de las inversiones), ya que los inversores desean que los *sponsors* o gestores del fondo ganen dinero una vez los inversores hayan ganado su retorno objetivo de la inversión, con lo que pueden existir cláusulas *claw back* de devolución de honorarios si el rendimiento del fondo no es como se les prometió.

Los **honorarios de gestión** suelen ser ganados por los gestores por la vigilancia del buen funcionamiento de la empresa y sus activos en gestión (alquileres, ventas, etc.), y cubren el concepto de gastos de funcionamiento y salarios de la estructura operativa del fondo. Dichos honorarios se sitúan entre el 0,75% y el 2% del capital, así como los activos del fondo van siendo vendidos, y el capital es repatriado a los inversores. En otras situaciones, los gestores suelen reducir dichos honorarios, cuanto mayor capital entra en el fondo, dando una clara señal de que este tipo de empresas entran con facilidad en economías de escala. Las cifras que se suelen cobrar son de alrededor del 1,5% del capital invertido.

Los **honorarios de administración inmobiliaria** suelen ser cobrados por aquellos gestores que están integrados verticalmente, y administran la gestión de alquileres (ingresos y gastos), así como los gastos de comunidad de los edificios y la gestión del resto de empresas que prestan servicios en los edificios, como seguridad, limpieza, conserjería, etc.).

Otros gestores subcontratan este servicio a administradores de inmuebles inmobiliarios y cobran sus costes a los inversores. Los honorarios por este tipo de servicios suelen ir en torno al 1%-2% de las rentas obtenidas para los *property managers* o administradores de inmuebles, lo cual es también un estímulo para que los edificios se encuentren alquilados con el mayor número de inquilinos u ocupación y con las mayores rentas posibles.

2) Gastos repercutibles

Son aquellos que están fuera de las áreas anteriores, y suelen incluir viajes, asesoría legal y fiscal, así como servicios de auditoría y tasaciones (suelen ser a precios de mercado).

3) Incentivos

Una vez se han alcanzado los umbrales de rentabilidad mínima exigida por los inversores, y prometida o esperada por los gestores, se establece un reparto en el que se premia a la gestora por haber alcanzado unos objetivos extraordinarios y que comienza con un reparto que suele ir al 20% para la gestora y 80% para los inversores de los beneficios extraordinarios (por encima del anteriormente mencionado *hurdle rate*), a veces, se establece un segundo tramo por si esos beneficios acaban "disparándose" en el que el reparto es más proporcional, pudiendo llegar al 50/50.

2.4. Términos más usuales de un contrato de gestión de activos inmobiliarios (*asset management*)

A veces los inversores pueden no querer que el fondo sea demasiado grande para que al gestor no se le haga difícil una correcta eficiencia en las adquisiciones de activos. Esto ha sido una de las causas del rápido crecimiento del mercado de fondos inmobiliarios en el último año en Europa. Como las participaciones suelen no ser líquidas (exceptuando en los fondos cotizados que operan más como una empresa pública), los inversores quieren saber que podrán liquidar sus activos en un determinado momento.

El nivel de apalancamiento también determina, en cierta forma, el riesgo que los inversores quieren alcanzar, ya que estos quieren que el gestor siga la estrategia marcada/acordada, y que los retornos no vengan dados por la manipulación de la cuenta de resultados a través de un alto apalancamiento.

1) Estrategia de inversión

El contrato de gestión establece la estrategia de adquisición y liquidación de activos, los mercados donde invertir y el tipo de producto (centros comerciales, oficinas, logística, etc.).

2) Periodo de compromiso

Cuando los inversores firman el acuerdo con los gestores, están obligados a realizar una serie de desembolsos en unos momentos determinados, para poder ir atendiendo a los requerimientos de capital así como a las posibilidades de inversión que puedan surgir, lo cual tiene un par de consecuencias negativas para los inversores:

- la primera es que deben mantener el capital comprometido y no desembolsado, líquido y disponible, lo que les obliga mantenerlo en inversiones de corto plazo y baja rentabilidad, y
- la segunda es que los honorarios iniciales de gestión pueden exceder las rentas generadas por las inversiones iniciales, comúnmente se le denomina la curva en "J", donde la rentabilidad del fondo es en principio negativa hasta que se han realizado un determinado número de inversiones exitosas.

El contrato de gestión asegura a los inversores en el fondo que su capital será totalmente invertido en un determinado horizonte temporal. Es el llamado periodo de compromiso, y sobre el que pueden existir penalizaciones para la gestora. Los periodos de compromiso pueden ir aproximadamente de uno a cuatro años.

3) Exclusividad

Se refiere al nivel de atención que los gestores van a dedicar al fondo recién creado, o sobre el que se basa el acuerdo. Normalmente, se espera de los gestores que puedan invertir todo el capital comprometido previamente a la constitución de un nuevo fondo, o al menos el 70% o el 80% de dicho capital inicial.

4) Límites a concentración de inversiones

Los inversores desean una cartera de inversiones lo más diversificada posible, de este modo, existen límites previamente acordados sobre la máxima inversión que puede realizarse sobre un solo activo, en un determinado mercado, o sobre un tipo de inmueble que no sea parte fundamental de la estrategia principal del fondo. Estos límites suelen rondar cifras de entre el 5% y el 25% del capital comprometido. En muchos fondos está terminantemente prohibido que estos puedan dedicarse a actividades de promoción inmobiliaria, ya que son las inversiones que conllevan riesgos mayores.

5) Gobierno del fondo

En el contrato de gestión suele establecerse la creación de un comité de vigilancia, compuesto normalmente por 5 o 10 de los mayores inversores en el fondo, y al que reportan los gestores sobre grandes transacciones, estrategia y rendimiento del fondo.

El comité de vigilancia tiene derecho de voto sobre cualquier desviación que considere oportuna en las líneas generales del contrato de inversión. El fondo mantiene con el comité de vigilancia reuniones periódicas, así como la publicación y entrega de reportes trimestrales y anuales sobre el comportamiento económico de las inversiones del fondo. Además, se cuenta con un comité de inversión a nivel más táctico u operativo, que aprueba o rechaza inicialmente las inversiones que le han sido propuestas al fondo a través de los agentes inmobiliarios internacionales, lo que suele ser la línea de conducto de oportunidades inmobiliarias hacia los mercados de capitales.

Cuando una transacción se realiza directamente por un propietario de un inmueble hacia el fondo o viceversa, sin tener protagonismo un agente inmobiliario internacional, suele denominarse operación fuera de mercado u *off market*.

Finalmente, existen en los contratos numerosas salvaguardas, que pueden dar pie a deponer a los gestores del fondo, y el cese de futuros compromisos de capital si se han violado aspectos fundamentales del contrato, o inquirido en fraude, aunque es un caso que no suele darse. Los inversores suelen mantener una estrecha relación de codirección del fondo, y los gestores un fuerte interés en que sus inversores vuelvan a invertir con ellos en sucesivos fondos.

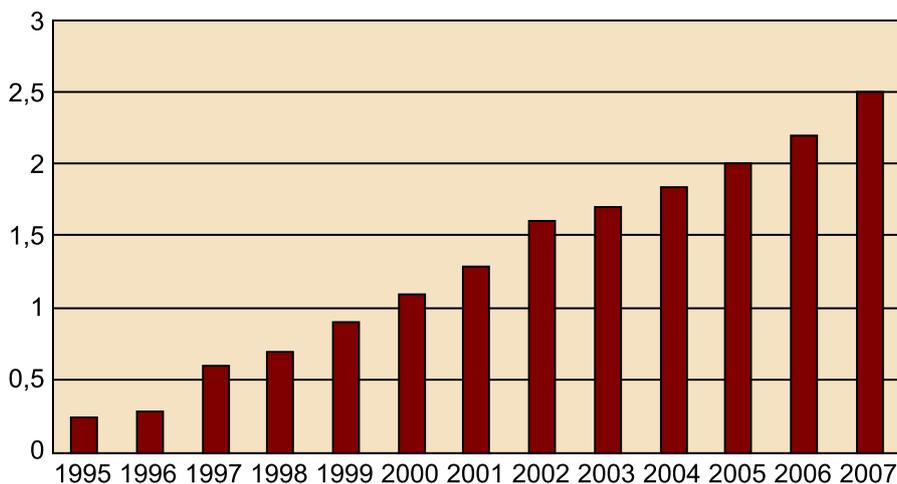
3. Factores que han favorecido el rápido crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria

3.1. La titulación y los CMBS

La historia de los MBS (*mortgage backed securities*), bonos con garantía hipotecaria y CMBS (*commercial backed securities*), bonos con garantía hipotecaria terciaria se inicia en la quiebra de la mayoría de las instituciones de crédito norteamericanas a finales de los años ochenta. El estado americano tuvo que aglutinar cantidades ingentes de inmuebles adjudicados en un colosal rescate bancario, y decidió **titulizar** estos activos en 1991 para poderles dar una liquidez necesaria en un momento en el que el sector inmobiliario era uno de los que mayormente estaban sufriendo la recesión de ese momento.

En julio de 1993, el organismo encargado de titulizar los activos bancarios que había intervenido la Reserva Federal, Resolution Trust Corporation, había conseguido titulizar y vender activos por valor de 14.000 M de dólares. Siempre había uno o varios activos inmobiliarios subyacentes en dichas titulaciones, lo que resultó atractivo para los inversores, que compraron titulaciones en esos momentos. Las estimaciones fueron que se compraron en muchos casos valores de 10 centavos por dólar.

Figura 6. Crecimiento de MBS en EE. UU,



Fuente: Elaboración propia con datos de IPE Real Estate.

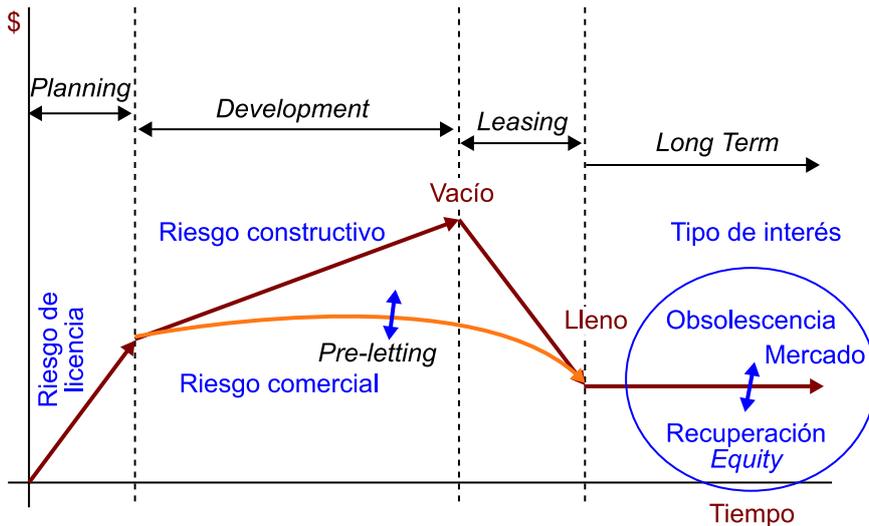
Una de las grandes razones del boom inmobiliario del decenio 1998-2007, en todos los sectores, y prácticamente en la mayoría de países, ha sido el vertiginoso desarrollo de dichos mercados de titulación (aunque su posterior sofisticación y caída ha sumido, en el 2007, a la economía mundial en la peor crisis desde 1930).

La **titulación**, tanto de carteras de activos inmobiliarios como de las hipotecas de éstos, ha dado lugar a una dinamización de los mercados financieros e inmobiliarios sin precedentes. Los **acuerdos de Basilea II** para regular el sector bancario internacional exigían unos estándares internacionales mínimos de coeficientes de caja para regular las potenciales contingencias a las que pudieran enfrentarse los bancos, de esta forma los bancos podían trasladar activos fuera de sus balances y continuar prestando a otras entidades más interesadas en flujos de caja futuros y que eran sus principales clientes, como son las compañías aseguradoras y fondos de pensiones.

Definitivamente, existía una necesidad real de ese dinamismo. La posibilidad de la existencia de un mercado de bonos en el sector inmobiliario ofrecía a los inversores un nuevo producto, con un activo inmobiliario subyacente. Se necesitaba un mercado secundario, que dotase de liquidez el mercado hipotecario, y la desintermediación de bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones del mercado de deuda inmobiliaria, dotando al mercado de una mayor y eficiente fuente de recursos financieros. Para que toda la ecuación encajase, se precisaba una eficiente valoración de las agencias de *rating* (que posteriormente se ha visto que no solo era ineficiente, sino que a su vez, existía un conflicto grave de intereses cruzados entre las estas agencias y las empresas emisoras de los nuevos activos), que se expandiera el universo de potenciales inversores (tal y como ha ocurrido), y fuera viable un mercado público de estos nuevos activos (aunque ahora definitivamente esté en horas bajas). Esto ha permitido nuevos efectos sobre las estructuras de capital en las empresas inmobiliarias, aumentando su disposición de fondos, de apalancamiento y de una colateralización cruzada, a la vez que se perdía cierta flexibilidad futura, obviamente, fruto de tantas articulaciones.

Gracias a ello, los bancos han podido vender sus deudas hipotecarias en dichos mercados secundarios, liberando de cargas sus balances y pudiendo seguir la mecánica financiera de seguir prestando y tomando depósitos, lo cual ha dotado al sistema de una extrema flexibilidad crediticia, aunque sus excesos se están pagando ahora con la moneda de la escasez de crédito.

Figura 7. Volumen y calidad del riesgo. Ciclo del riesgo

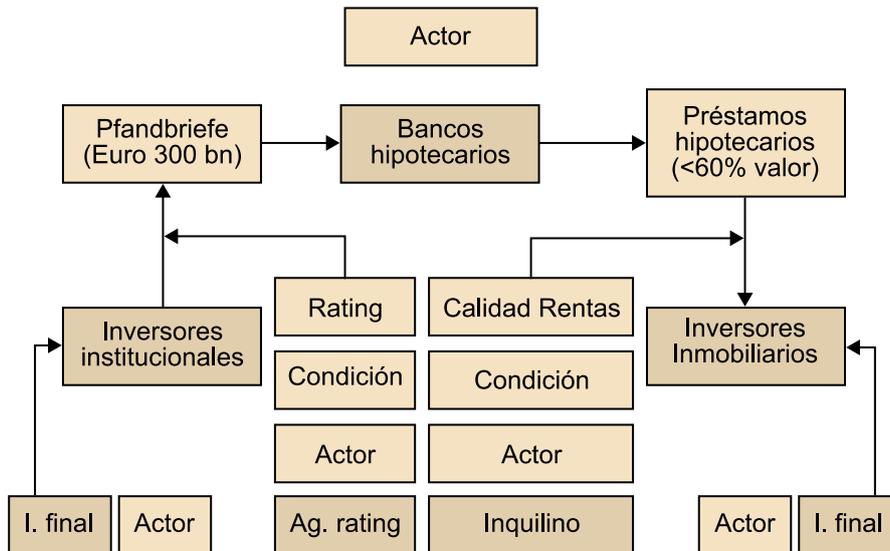


Fuente: Jorge Zanoletty. Atisreal (2002).

En el gráfico anterior podemos observar cómo el riesgo va disminuyendo una vez se van alcanzando hitos dentro de una promoción inmobiliaria.

- En una primera fase vemos que, tras **adquirirse un solar**, se debe realizar un proyecto arquitectónico y de ingeniería para poder obtener la licencia de construcción conforme a los parámetros que, en principio, se esperaban obtener al adquirir el solar, todo lo cual sobre la base de la información catastral del suelo o lo que nos "habrán prometido" los vendedores. Una medida eficaz es no adquirir el suelo hasta obtener la citada licencia, para ello bastaría con una paga y señal en un contrato de compraventa sujeto a obtención de licencia (en cuyo caso el riesgo disminuiría).
- Posteriormente, vemos cómo viene la etapa de la **construcción del inmueble**, con su riesgo de construcción inherente. Aquí nos podemos encontrar con un sinfín de problemas de toda índole que al final no harán más que retrasar la construcción y encarecerla. Si durante esa etapa hemos conseguido prealquilar el inmueble, nuestro riesgo disminuirá, pero si la construcción lleva algún tipo de retraso, y en nuestro contrato de alquiler futuro existen penalizaciones a la entrega, el riesgo se habrá transformado en un riesgo "contractual" y por tanto se sumará a la serie de riesgos del proyecto.
- Después vendrán una serie de riesgos relacionados con la **obsolescencia del activo** (aspectos constructivos y de mercado) y los relacionados con el tipo de financiación que hayamos pactado, como subidas de tipo de interés, amortización del préstamo, etc.

Figura 8. El circuito del riesgo



Fuente: Jorge Zanoletty. Atisreal.

En la figura anterior vemos cómo, a lo largo del **circuito del riesgo**, éste es transferido a unos u otros actores. Los inversores institucionales (p. ej., un fondo de inversión) adquiere un edificio con un préstamo hipotecario. Dicho préstamo es transferido a un mercado secundario de CMBS (Commercial Back Securities) a través de un mercado especializado (p. ej., *Pfandbriefe*), de esta forma el banco que le ha prestado el dinero del préstamo hipotecario puede sacar dicho préstamo de sus balances y seguir prestando, es decir, vende el préstamo. Dicho préstamo será titularizado en paquetes de similar riesgo (por bancos hipotecarios), y será catalogado por una agencia de *rating* y posteriormente vendido a otros inversores que precisen "casar" sus compromisos de flujos de caja futuros (obligaciones a largo), con activos que proporcionen flujos de caja futuros de igual valor, como pueden ser fondos de pensiones o compañías de seguros.

3.2. La globalización

Como ejemplo de cómo han llegado a globalizarse nuestras economías, cabe citar que en el año 2000, los inversores institucionales ingleses (en todo tipo de activos) tenían el 25% de sus activos invertidos en el extranjero. Algunos fondos de pensiones holandeses tienen más de la mitad de sus activos en el exterior. Uno de los argumentos a favor de una diversificación internacional es que las inversiones en otros países ofrecen la posibilidad de reducir el riesgo total de la cartera, al mismo tiempo que se pueden obtener potenciales retornos adicionales.

Los diferentes activos de inversión que ofrecen los mercados domésticos (acciones, bonos, inmuebles, derivados, etc.) tienden a verse afectados por similares factores económicos, tales como políticas monetarias, movimientos en los tipos de interés, déficit fiscales y crecimiento del PIB, que quedan atenuados por una correcta diversificación inversora internacional.

Todo ello crea una cierta correlación positiva entre los diferentes activos de inversión dentro de un mismo mercado nacional. A pesar de ellos, existen posibilidades de que existan algunas características locales que hagan, en el particular caso de la inversión inmobiliaria, más atractivo el mercado de una ciudad que de otra, debido a que puede haber carencia de algún tipo de inmueble/producto en algún momento determinado.

Los edificios como ya se ha comentado con anterioridad tardan una media de 2 a 4 años en construirse y pueden darse a corto plazo asimetrías entre diferentes ciudades de un mismo país, que suelen corregirse por los factores macroeconómicos o la misma dinámica constructora-promotora. Dichas asimetrías crean oportunidades de mercado para algunos y dificultades para otros.

Hay dos motivaciones importantes dentro de las inversiones, la **reducción del riesgo** y el **aumento de los retornos**.

Ceteris Paribus

Una baja correlación internacional permite una reducción de la volatilidad, y también permite (ya que los diferentes mercados tienden a moverse a la alza y a la baja a diferentes ritmos), a los inversores activos en su gestión localizar sus inversiones en aquellos mercados con retornos superiores.

No obstante, no hay que olvidar que en los diferentes mercados inmobiliarios existen diferentes barreras de entrada, que asimismo deben tenerse en cuenta, y entre algunas cabe citar:

- Conocimiento de los diferentes mercados y sus economías.
- Riesgos políticos.
- Eficiencia de los mercados (liquidez, tamaño, información fiable, etc.).
- Diferencias entre los diferentes marcos legales.
- Costes (de transacción y gestión de patrimonios, *asset management*, etc.).
- Impuestos.
- Riesgos de divisa.

La adición de activos en el extranjero a una cartera de inversiones doméstica reduce el riesgo total de la cartera siempre y cuando la correlación estadística de los activos del extranjero y los domésticos sea lo más lejana posible al valor 1.

En general, una baja correlación estadística entre diferentes países, ofrece diversificación del riesgo, y aumenta los rendimientos, permitiendo a los inversores no experimentados, disminuir la volatilidad.

Correlación

Para explicar lo que es la correlación la definición más llana y simple que hemos encontrado es la de Wikipedia, además la mayoría de definiciones al respecto que hemos podido leer en ese apartado las hemos encontrado bastante fáciles de comprender, por lo que se recomienda a los estudiantes que "buceen" en ese apartado y se familiaricen con términos como *varianza*, *covarianza*, *regresión lineal* y *desviación estándar*.

"En probabilidad y estadística, la correlación indica la fuerza y la dirección de una relación lineal entre dos variables aleatorias. Se considera que dos variables cuantitativas están correlacionadas cuando los valores de una de ellas varían sistemáticamente con respecto a los valores homónimos de la otra: si tenemos dos variables (A y B) existe correlación si al aumentar los valores de A lo hacen también los de B y viceversa. La correlación entre dos variables no implica, por sí misma, ninguna relación de causalidad".

Fuente: <http://es.wikipedia.org/wiki/Correlaci%C3%B3n>

Cuando tenemos dos activos cuyos valores históricos suelen ir parejos, será bastante probable que su correlación sea cercana a 1.

Por ejemplo, invertir en mercados de oficinas de Madrid o Barcelona tendrá poca diversificación porque lo más probable es que los dos mercados reaccionen parejos a las circunstancias económicas del país. Sin embargo, invertir en activos en Madrid y Londres, o Barcelona y Londres ofrecería una mayor diversificación⁸.

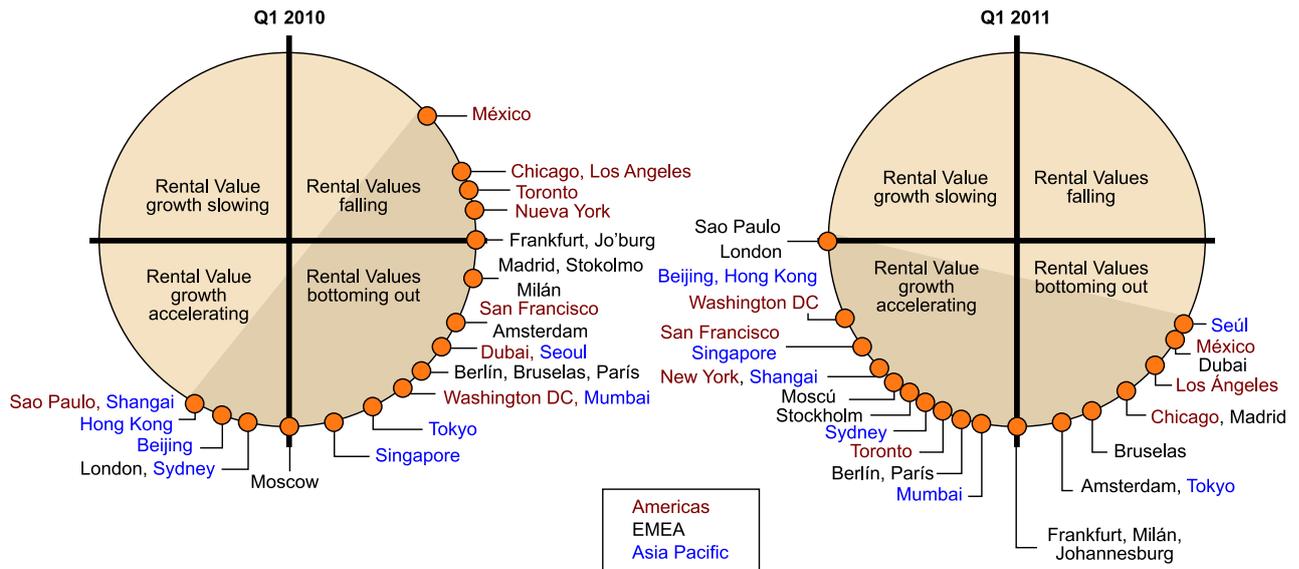
⁽⁸⁾No olvidemos que el objetivo de la diversificación es a iguales retornos disminuir el riesgo.

Las diferentes regulaciones impuestas por los diferentes gobiernos, la especialización tecnológica, medidas fiscales y monetarias independientes, así como diferencias culturales y sociológicas contribuyen a realizar los diferentes grados de independencia de los mercados de capitales, y en cualquier caso, sus covariaciones estadísticas siempre diferirán de la unidad, dejando cierto margen para la diversificación del riesgo, y por tanto, su atenuación.

Veamos un ejemplo real:

En la figura 9 tenemos los relojes de la consultora Jones Lang Lasalle que indican en qué fase del ciclo inmobiliario se encuentran los mercados inmobiliarios de oficinas de diferentes ciudades con respecto al aumento o disminución de los alquileres.

Figura 9. Evolución de los mercados de oficinas en diferentes ciudades 2010-2011



Fuente: Jones Lang Lasalle.

No hay que olvidar que estos "relojes" no dan "la hora exacta", pero pueden ser buenos indicadores viniendo de una consultoría experta. El inversor que quiera invertir diversificando internacionalmente buscará aquellos mercados en los que se sienta cómodo (quizás Asia le cae muy lejos y preferirá ciudades más cercanas) y que se encuentren pasada la hora que en el "reloj" corresponderá a las 6 horas, es decir, aquellos en los que los incrementos de rentas se aceleran. De esta forma podrá aprovechar todo el recorrido al alza de ese mercado.

Vamos a hacer un ejercicio para explicar este punto:

Imaginaos que yo mismo, el profesor de esta asignatura, dirijo una compañía inversora internacional o un fondo de inversiones y tengo que comprar dos edificios de oficinas en dos ciudades donde la inversión vaya a tener un recorrido al alza y se diversifiquen los riesgos.

Aquí nadie tiene la posibilidad de acertar con las predicciones al 100% pero intentaremos razonar el porque de mi elección.

Acabo de decidir que voy a invertir en París y Sidney, en sus zonas *prime*.

¿Por qué?

Voy a dar algunas razones pero puede haber multitudes:

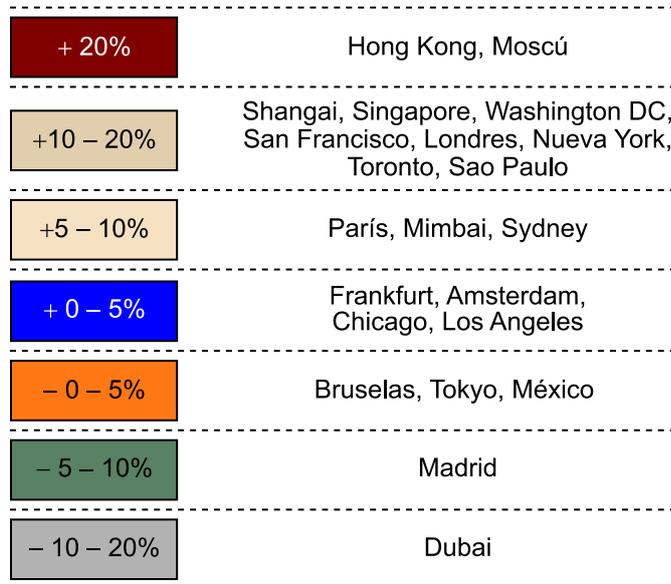
- París es el mayor mercado inmobiliario de la Unión Europea.
- El urbanismo de ambas ciudades ya está consolidado y es difícil que a corto plazo existan nuevas zonas de negocios o grandes desarrollos urbanísticos que hagan que mis inversiones pierdan su posición en dichos mercados. Los CBD en París y Sidney están claramente consolidados.
- Sidney se está beneficiando del comercio con Asia y el resto del mundo.
- Ambas ciudades pertenecen a países estables con democracias consolidadas y marcos jurídicos transparentes y eficientes.
- El euro se encuentra apreciado respecto al dólar australiano, con posibilidades de que este último vaya valorizándose en el tiempo. De cualquier forma suscribiremos un seguro de cambio para eliminar parte del riesgo divisa.

- El mercado de oficinas de París no depende en gran medida del *performance* de una actividad económica a diferencia del de Londres, que es muy dependiente de la industria financiera, el mercado de oficinas de París está más diversificado.

La economía australiana se está beneficiando ampliamente del comercio de las materias primas, y en especial de la minería, con la que abastece a países emergentes como China e India.

La economía francesa se encuentra en un buen momento económico.

Figura 10. Potencial de cambios en los niveles de rentas *prime* en el 2011



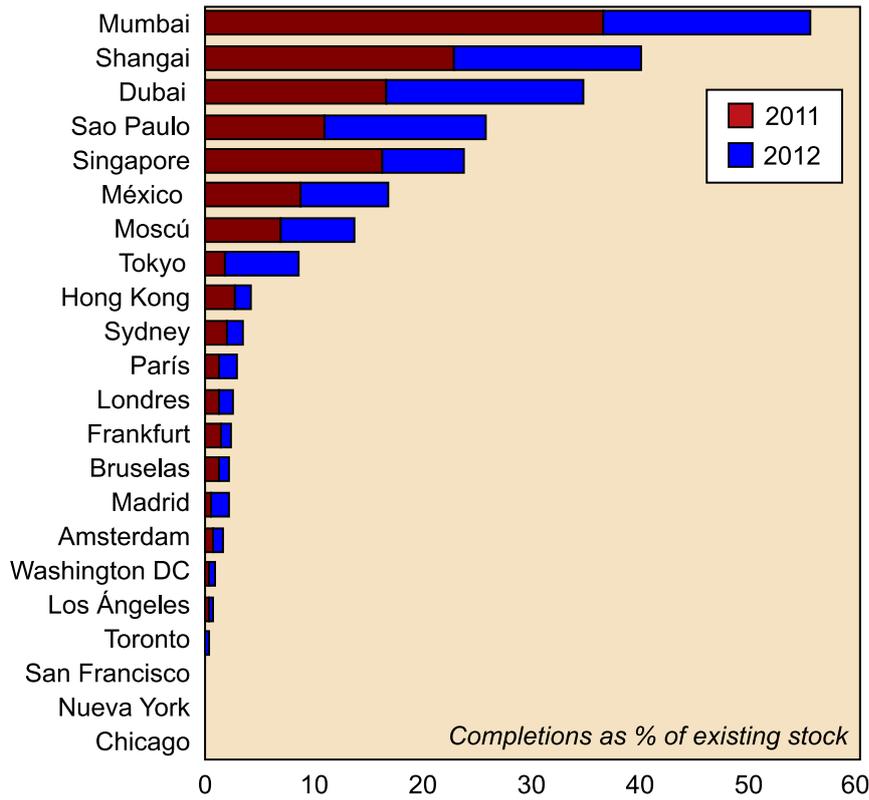
Fuente: Jones Lang Lasalle.

Veamos alguna de las razones por las que **no** he elegido mercados como México DF, o Bombay (Mumbai):

- Porque he visto que esas ciudades están experimentando verdaderas burbujas inmobiliarias.
- Aunque con potencial, son países emergentes con un nivel elevado de riesgos (divisas, geopolíticos, demográficos, etc.).
- Sus mercados inmobiliarios no me han parecido lo suficientemente maduros, y por tanto, líquidos, es decir, el día que decidamos vender no creo que existan suficientes fondos internacionales que comprendan dichos mercados, y que sean potenciales compradores.
- Existen numerosos proyectos de recalificaciones urbanísticas en esos mercados, que pueden significar cambios sustanciales en las zonas tradicionales de oficinas (nuevos CBD), y que pueden contribuir en corto plazo a un incremento de la oferta muy por encima de la demanda potencial, y por tanto, influir negativamente en las rentas.

Tanto para las razones de compra como para las de no compra existirán innumerables argumentos.

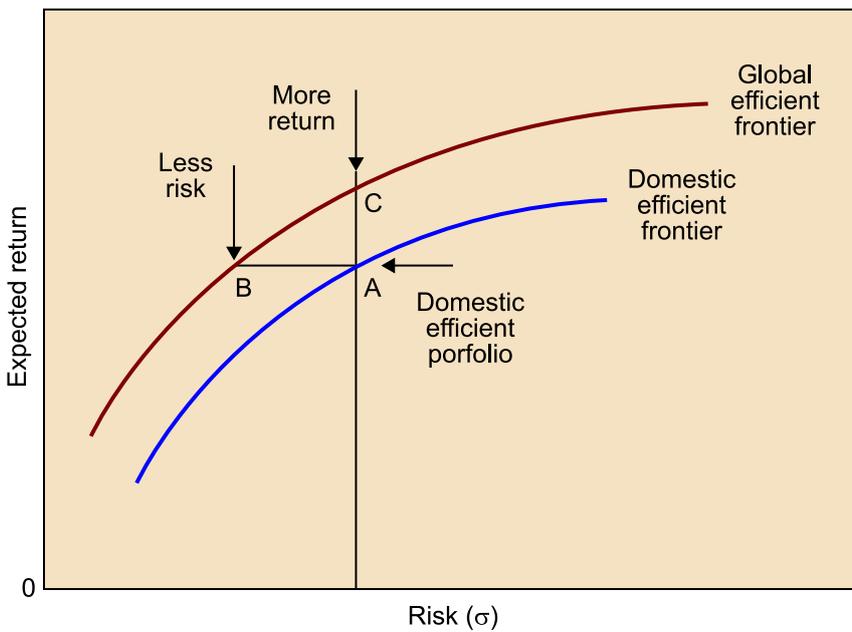
Figura 11. Nueva oferta de oficinas "viniendo" al mercado en 2011-2012



Fuente: Jones Lang Lasalle.

3.3. Modern portfolio theories o la eficiencia en la diversificación de carteras de inversión

Figura 12. Aumento de retornos y reducción de riesgos entre una cartera inmobiliaria doméstica y una diversificada internacionalmente



Fuente: International Finance.

En un mercado eficiente, reducir el nivel de riesgo de un *portfolio* mediante la suma de inversiones con menos riesgo implicaría reducir el nivel total del rendimiento de la cartera. No obstante, la diversificación internacional no implica reducción de los rendimientos. Dicha diversificación disminuye el riesgo eliminando volatilidad no sistémica, sin sacrificar el rendimiento esperado.

Un método tradicional de evaluar el *performance* de una cartera de inversiones es mediante su **ratio de Sharpe**.

La ratio de Sharpe es la ratio que mide los rendimientos de una cartera por encima de inversiones sin riesgo, dividido por su desviación estándar.

Invertir en activos en el extranjero reduce el riesgo del *portfolio* (el denominador de la ratio de Sharpe), sin necesidad de sacrificar el retorno esperado (el numerador de la ratio de Sharpe). Asimismo, debe observarse que inversiones más rentables son más factibles, siempre en un universo inversor, geográficamente hablando, mayor.

Respecto a los posibles riesgos de cambio/divisas en una cartera global, la depreciación de una divisa suele ser contrarrestada por la apreciación de otra.

Los riesgos de mercado y de divisa mercados no son aditivos. Esto solo ocurriría si fueran estadísticamente perfectamente correlacionados. De hecho, esa correlación es muy baja, e incluso negativa, entre movimientos de divisas y mercados. Cuanto más baja sea la correlación, más baja será la contribución del riesgo divisa al riesgo total de la cartera.

En cualquier caso, los riesgos de divisa pueden amortiguarse mediante la compra de opciones de divisas, contratos de futuros sobre divisas, o incluso financiándose en la divisa extranjera para realizar las inversiones. Además, la contribución al riesgo divisa debe medirse dentro del total de la cartera y no por mercados individuales, ya que parte de este riesgo se diversifica y se reduce por el mix de divisas de la cartera (Jorion, 1989).

La contribución del riesgo divisa decrece con el horizonte temporal de la inversión, ya que los tipos de cambio tienden a revertir hacia los fundamentales a largo plazo (reversión de la media). De esta forma, un fondo inversor a largo plazo le dará menos importancia al riesgo divisa que un inversor a corto plazo, ya que los riesgos divisa suelen desaparecer en escenarios de largo plazo de una o más décadas (Froot, 1993).

No obstante, y en cierta oposición a lo anterior, las correlaciones internacionales han aumentado en los últimos años, debido al fenómeno de la globalización, que además se acentúa en periodos de alta volatilidad de mercados (*fat*

tails, Leptokurtic distribution) y que indica a su vez que existe más probabilidad de que ocurran retornos positivos o negativos mayores que en una distribución normal. Todo ello debido, entre otros factores, a:

- 1) Los mercados financieros han sido desregulados ampliamente y abiertos a operadores extranjeros creándose una tendencia hacia la integración.
- 2) Los movimientos internacionales de capital han aumentado significativamente en los países desarrollados, convirtiéndose los fondos de pensiones internacionales en los actores principales domésticos.
- 3) La globalización también implica que las multinacionales tomen decisiones globales, teniendo en cuenta los diferentes escenarios en los que operan.

Así como los fondos institucionales se convierten en globales, no es de extrañar que las correlaciones entre los mercados inmobiliarios con el tiempo tiendan a cierta conversión, aunque, como ya se ha mencionado, las características de producción inmobiliaria pueden ser mucho más lentas que la de muchos otros tipos de activos, cuyo rendimiento puede ser medido en base a un comportamiento anual o trimestral (los inmuebles pueden tardar varios años en construirse); y factores como la necesidad o carencia de un determinado tipo de inmueble (p. ej., escasez de edificios de oficinas en Madrid frente a sobreoferta en París) entre diferentes países pueden hacer variar las correlaciones internacionales a corto plazo.

La volatilidad de los mercados es contagiosa y se acentúa con retornos negativos. Esto último podría contradecir los beneficios de la diversificación internacional que se han comentado con anterioridad. Pero si todos los mercados internacionales sufren fuertes caídas cuando el mercado doméstico de un fondo también las sufre, hay poco riesgo-beneficio de ser diversificado internacionalmente; no obstante, es en situaciones de "normalidad" donde las condiciones de benéficos mas altos y riesgos más bajos imperan.

La diversificación de las grandes carteras de inversión (fondos de pensiones y aseguradoras), que tradicionalmente habían eludido las inversiones inmobiliarias, ha dado un giro importante al comprobarse que la correlación entre las inversiones inmobiliarias y las de bonos del Tesoro era bastante baja.

Medidos contra los cambios en tasas de interés, las inversiones inmobiliarias tienen un comportamiento más cercano a las acciones (stocks), que los bonos del Tesoro⁹. Aunque los bonos y los stocks normalmente, y salvo excepciones, ofrecen retornos positivos simultáneamente, rara vez ofrecen retornos negativos simultáneamente, y en escasas situaciones los retornos tienen signos diferentes. A todo ello el *equity real estate* añade diversificación a cualquier cartera

⁽⁹⁾Fuente: J. P. Morgan Fleming.

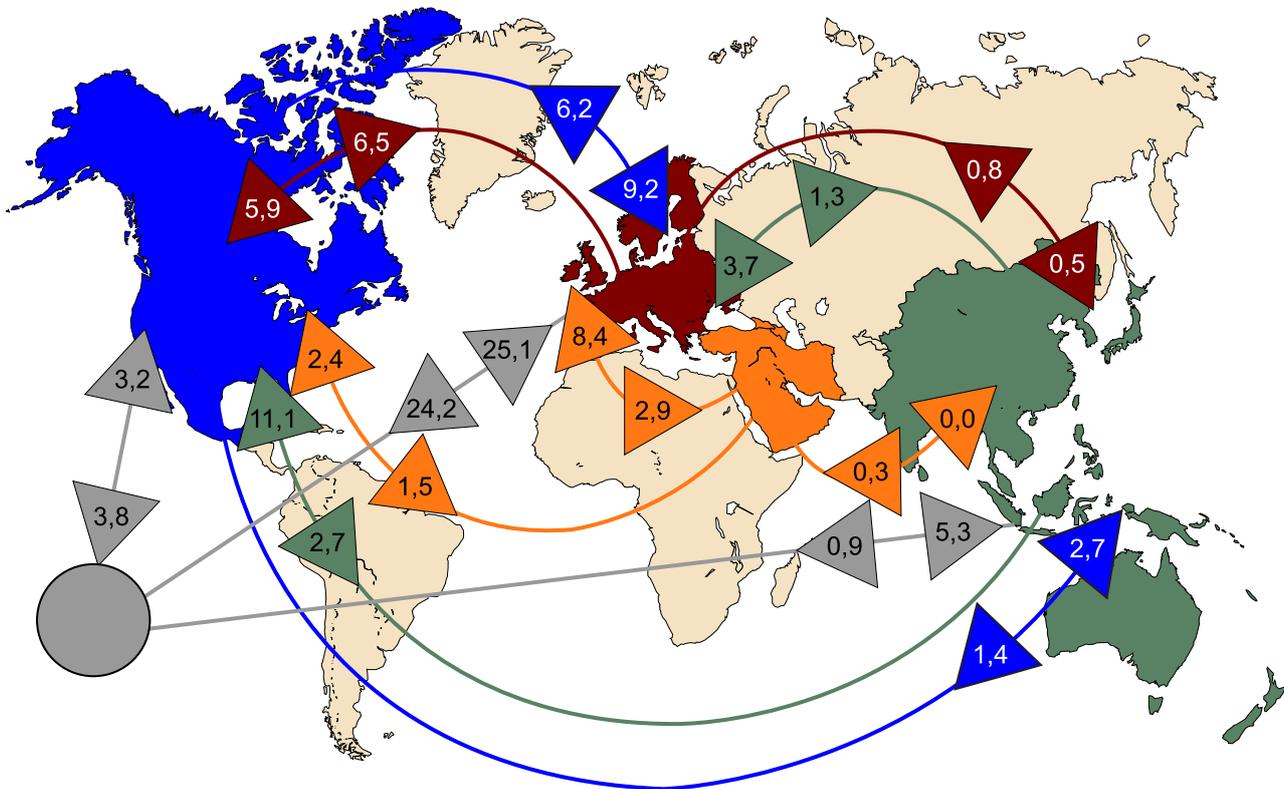
de inversiones que esté equilibrada entre acciones y bonos, a la vez que ofrece un "parachutes a la baja", de dicha cartera, ya que sus retornos se sitúan entre los bonos y los *blue chips* (las principales acciones de un índice bursátil), con un componente estable de rentas.

Estamos hablando, pues, de un mercado cuyos retornos se sitúan entre los bonos y los stocks más seguros, donde una gran proporción de éstos viene dada por las rentas de los activos, y cuyas plusvalías son una defensa contra la inflación, con una baja correlación con otros activos financieros y una volatilidad moderada. Es decir, con unos retornos aceptables con un riesgo moderado en el tiempo. Un mercado que está considerado como el activo por clase mayor del mundo. En el 2002 el mercado inmobiliario de empresa¹⁰ representaba en las economías desarrolladas un valor de 65 trillones de dólares. En el 2007 dicho mercado global representaba flujos de caja (retornos por rentas principalmente) por valor de 4,6 trillones de dólares. Solo en EE. UU. el valor de los activos inmobiliarios "comerciales" es de 5 trillones de dólares.

(¹⁰)Fuente: *The Economist*.

En el momento de realizar este estudio (2011), las cifras del valor de los inmuebles a nivel mundial son prácticamente inexistentes debido a que la profunda crisis económica en la que nos encontramos dificulta enormemente la valoración de activos inmobiliarios; no obstante, el valor de los activos comerciales inmobiliarios (inmobiliaria de empresa o *corporate real estate*) es aún, junto al de los residenciales, el mayor activo del planeta.

Figura 13. Flujos internacionales de inversión inmobiliaria 2006



Fuente: JLL Global RE Capital.

4. Los elementos en la cadena de valor en las empresas financieras-inmobiliarias

4.1. Estrategias competitivas

Porter (1985) introdujo el concepto de **cadena de valor** (*value chain*) como método o forma de identificar dónde añaden valor las empresas y generan altos rendimientos:

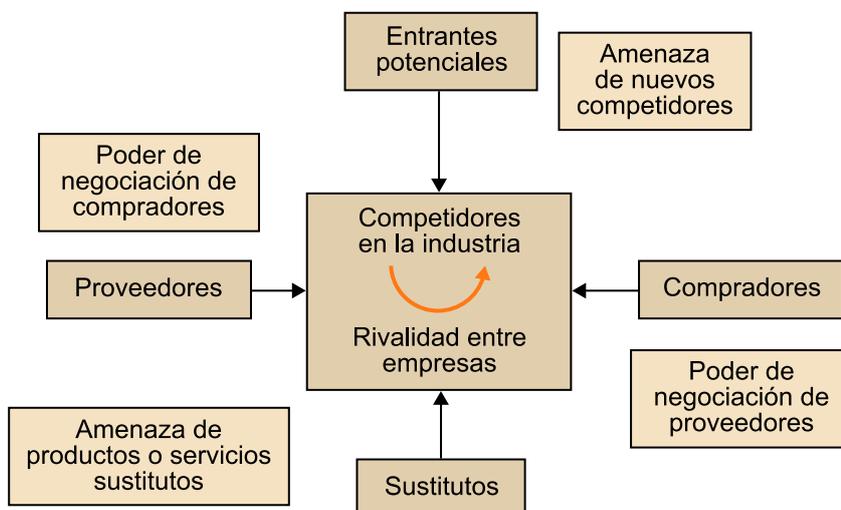
"La ventaja competitiva no se puede entender observando a las empresas como un todo, sino que proviene de las diferentes actividades que realizan las empresas en el diseño, producción, marketing, logística y procesos que soportan sus productos. Cada una de esas actividades contribuyen al posicionamiento relativo de costes, y crea sus bases para la diferenciación".

Porter, 1985.

Porter denomina 5 actividades principales:

- 1) logística interna,
- 2) operaciones,
- 3) logística externa,
- 4) marketing y ventas,
- 5) servicios.

Figura 14. Las fuerzas competitivas de Porter



Fuente: Porter, 1985.

Dicha lista no es una secuencia y las diferentes actividades pueden ser realizadas en diferentes órdenes. Las diferencias cualitativas de las actividades en la cadena de valor definen las diferencias básicas entre diferentes servicios financieros-inmobiliarios. Las diferencias en cuanto a los requerimientos o estándares para realizar dichas actividades proveen a la empresa de diferentes ventajas comparativas en los diferentes segmentos de los servicios que ofrece el mercado.

En el sector de los fondos de inversión inmobiliaria, los precios –a pesar de que los términos básicos suelen ser anunciados al mercado como parte del diseño de la estrategia de inversión y del diseño del producto– normalmente suelen ser negociados a medida del cliente.

Los honorarios de gestión de los fondos no han sido drásticamente reducidos en épocas de menor rentabilidad o crisis económica, como argumentó un consultor del sector inversor en una entrevista, "nuestros clientes quieren lo mejor y no lo más barato" (*The Economist*, 19 de junio, 2010, pág. 71). La discreción, el trato personalizado con los inversores y los altos rendimientos (siempre esperados), hacen que los honorarios de las gestoras sean *peccata minuta* dentro de la costosa operativa de sus operaciones y los potenciales altos rendimientos.

El **marketing** varía dependiendo del tipo de fondos y clientela. Si el mercado objetivo es, a la vez, el pequeño ahorrador como el inversor institucional, como es el caso de los fondos cotizados o de los fondos abiertos alemanes, el marketing es más abierto y corporativo; mientras que si se trata de fondos cerrados o de un club de inversores, con los que se acometen determinados mercados y tipos de inmuebles, el marketing es más personalizado, y los productos son realizados y negociados a la medida del fondo y del cliente en cuestión, por lo que también constituyen una fase más en la cadena de aportación de valor.

Al no ser el mercado inmobiliario un mercado transparente, la capacidad de convencer, de los gestores del fondo a sus clientes, de que van a encontrarse las mejores oportunidades de inversión a través de un conocimiento exhaustivo de los diferentes mercados, y de sus interlocutores en cada mercado internacional al que vayan dirigidas sus inversiones, es un concepto clave del éxito en cuanto a recaudar fondos suficientes y los honorarios emanados de la gestión de las carteras de productos (*asset & portofolio management*). Es un marketing bidireccional en el que los fondos deben saber qué quieren sus clientes y decirles cómo van a conseguirlo.

Al tratarse en muchas ocasiones de un servicio en el que el cliente apuesta por una gestión futura, a pesar del posible *track record*, o resultados históricos del fondo, y que en otras ocasiones son fondos privados, el marketing, las relaciones públicas y la publicidad especializada son componentes básicos de la cadena de valor de los fondos inmobiliarios.

Las actividades de producción, operaciones o *back office*, son también delicadas, ya que la producción del servicio suele ser inseparable de la entrega de dicho servicio. Son actividades costosas para los fondos inmobiliarios, que proporcionan alto valor añadido a costa de altos costes de tiempo dedicados a la clientela.

Los términos y precios de las inversiones que aceptan o negocian los clientes en los fondos inmobiliarios deben ser monitorizados, auditados y controlados de forma suficientemente segura para no incumplir los acuerdos alcanzados.

Conseguir capital suficiente para acometer las inversiones requeridas por la estrategia del fondo es una actividad desgastadora, en la que los fondos deben esmerarse totalmente, y condiciona la viabilidad de éstos. La obtención de recursos financieros (capital y deuda), como la inversión posterior en inmuebles son actividades sustitutorias. En momentos en los que los recursos financieros son fáciles de obtener, es más difícil invertir en aquellos activos más rentables debido a la afluencia de compradores en el mercado, mientras que en momentos de escasez de recursos financieros, las oportunidades de inversión (no sin mayor incertidumbre) abundan más aunque su componente de riesgo también aumenta.

La **gestión de los riesgos** es otra actividad inherente de los fondos inmobiliarios, y a la que deben prestar la suficiente atención. No solo los riesgos emanados de las inversiones realizadas, sino también los riesgos de liquidez, que pueden llegar a tener en cuanto a potenciales reintegros por parte de sus inversores en el caso de fondos de tipología "abierta", donde en cualquier momento los inversores pueden solicitar el reintegro de sus inversiones. Incluso en los fondos de tipología "cerrada", donde se pactan de antemano con los inversores el momento, la rentabilidad mínima alcanzada o ambos, para liquidar los activos, puede darse el caso de que las circunstancias del mercado lo impidan, y todo ello quede en detrimento de la rentabilidad ofrecida por el fondo y de la rentabilidad esperada por sus inversores, así como de un incumplimiento de los beneficios prometidos en un determinado momento.

Porter (1980) define seis barreras principales de entrada, que pueden utilizarse para crear ventajas competitivas en las empresas, y que vamos a proyectar o usar como modelo teórico, sobre el sector de los fondos inmobiliarios internacionales:

1) **Economías de escala:** A los grandes fondos les cuesta menos atraer capital, y lo suelen hacer institucionalmente, frente a los pequeños fondos que deben dar un trato más personalizado a sus clientes. Ambos tipos de fondos pueden ser extremadamente eficientes en las economías de escala en las que operen.

2) Diferenciación de producto: En este sentido, ha habido fondos verdaderamente especializados en algún tipo de activo que los ha convertido en referencias de mercado. El fondo Prologis es el tercer REIT americano (*real estate investment trust*), y es el número 1 del mundo en activos inmobiliarios logísticos. Solamente invierten o promueven activos inmobiliarios cuyo uso sea logística de primera calidad en las mejores ubicaciones de los países donde operan a nivel global. Ciertamente, el inversor que quiera dotar a su cartera de un componente logístico (creyendo que el comercio mundial aumentará y el consumo también), fácilmente podrá invertir en Prologis.

La diferenciación de producto es algo que sí se da en algunos fondos, bien sea geográficamente o por sector o nivel de riesgos y rentabilidades objetivos.

3) Inversiones en capital: Crea una barrera definitiva en el sector para algunas grandes operaciones. No todos los fondos tienen el mismo acceso a determinados volúmenes de capital, y a pesar que durante los años noventa y principios de la década siguiente, la fácil y barata financiación "llamaba a las puertas" de todos los fondos, determinados volúmenes de deuda solo eran posibles para ciertas empresas, siendo uno de estos factores lo que les ayudaba a crear ventajas comparativas con otras entidades.

4) Desventajas en costos: Los fondos basan buena parte de su éxito en sus contactos y relaciones públicas (*networking*), tanto para encontrar oportunidades de inversión como de capital inversor y deuda.

El hecho de mantener estructuras u oficinas en varios países a la vez para poder estar más cerca de las oportunidades, así como de la gestión de los activos, puede encarecer los costes fijos de un fondo o empresa inmobiliaria y afectar a su rentabilidad y por ende, los retornos prometidos a sus inversores.

5) Acceso a los canales de distribución: Los canales de distribución en el caso de este estudio son dos, el canal para captar capital, que suele hacerse a través de firmas de capital y bancos de inversión comisionistas y el canal de la venta o compra de activos a través de agentes y consultores inmobiliarios internacionales. Normalmente, es fácil tener acceso a esos canales, ya que ambos actúan por comisiones y les conviene tener el mayor número de clientes posible. No obstante, la fluidez y la empatía que puedan llegar a tener dentro de esos canales con personas clave puede ser un factor de diferenciación.

6) Política gubernamental: Prácticamente, todos los mercados del mundo desarrollado tienen pocas restricciones a la inversión extranjera. No obstante, algunas políticas fiscales domésticas pueden favorecer a los "jugadores" locales frente a los extranjeros, pero en principio la inversión inmobiliaria internacional sabe que si tiene algún tipo de desventaja frente a empresas nacionales en algún país, eso va a ir en contra del posicionamiento y rentabilidad de sus inversiones y puede preferir descartar las inversiones en ese mercado

4.2. ¿Cómo se produce valor en la cadena de la gestión de los fondos inmobiliarios?

4.2.1. Conseguir capital a través de inversores: *Equity Raising or funding*

En primer lugar y nos encontramos con el dilema de "la gallina o el huevo", especialmente para los fondos de nueva creación. Aquí el equipo humano gestor con un buen currículum de experiencia anterior en los diferentes mercados, o en otros fondos, será la garantía para los inversores, el hecho de tener algunas inversiones significativas apalabradas, sujeto a la obtención de capitales, no solo ofrece al inversor las garantías que la experiencia del equipo gestor suponen, si no la posibilidad de que el fondo comience sus actividades una vez realizada la captación de capital.

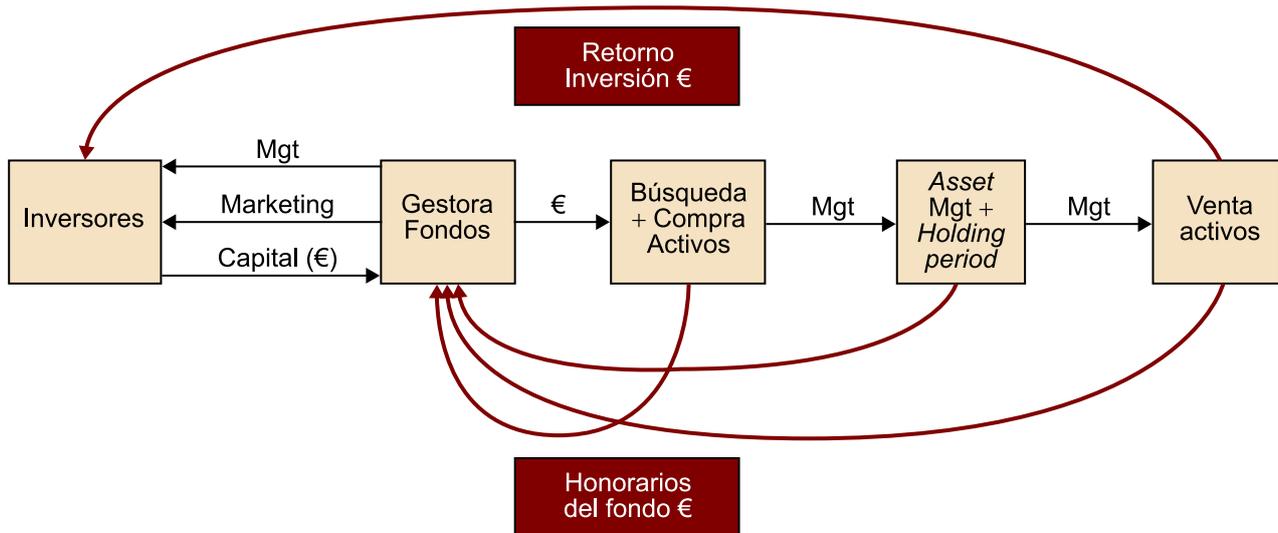
Para aquellos fondos ya posicionados en su mercado, no representará más que seguir con la trayectoria habitual (captación de capital – realizar adquisiciones – gestión de los activos). Los fondos suelen cobrar comisiones de apertura en muchos de estos casos. La posibilidad de captar capital en las condiciones más ventajosas para el fondo es un eslabón importante de la cadena, que en el modelo de Porter sería comparable con el poder de negociación con los proveedores.

En el siguiente gráfico podemos ver cómo es la cadena de valor de un fondo de inversiones inmobiliario:

- Por un lado, debe practicar un marketing institucional conforme a la institución financiera que son, para poder captar inversores en las mejores condiciones posibles. A veces, ese marketing debe ser muy personalizado cuando se trata de fondos no cotizados, la confianza en los gestores sobre la futura gestión del proyecto es esencial.
- Por otro lado, el dinero captado debe invertirse en activos suficientemente rentables de acuerdo con las expectativas de retornos que deben dar a sus clientes. Una vez comprados esos activos, hay que realizar algunas gestiones para añadirles valor o que los mercados, transcurrido cierto tiempo, hayan mejorado.

Durante todo el proceso, se emanan diferentes honorarios que pueden o no cobrarse por adelantado por parte del fondo, o en el momento de realizar los activos, es decir, venderlos en mercado abierto, y reintegrar la inversión inicial y los beneficios a las partes implicadas en el proceso de los repartos.

Figura 15. Cadena de valor de los fondos inmobiliarios de inversión



Fuente: Elaboración propia.

4.2.2. Apalancamiento financiero y gestión de la deuda

Al igual que muchos activos financieros, los inmuebles son valorados entre otros aspectos como el valor actual neto de los futuros flujos de caja emanados por las rentas de los inmuebles, o de la venta de estos, al final del *holding period* o tiempo de mantener la propiedad de estos hasta su venta.

$$V_{i0} = \sum_{T=1}^{T_i} \frac{CF_{it}}{(1+r_i)^t}$$

Donde V_{i0} es el valor actual ($T=0$) de los futuros flujos de caja descontados a la tasa de descuento r_i sobre un total de T_i periodos de tiempo en el futuro.

La proyección de futuros flujos de caja proporciona, descontándolos a una tasa ajustada al riesgo de los retornos, la rentabilidad bruta o neta de la inversión (individual o de una cartera), que depende del cambio de valor en un horizonte temporal de la cartera que representa el sumatorio de la media ponderada de las rentabilidades de los diferentes inmuebles que componen una cartera.

Fórmula de rentabilidad

$$r_{i1} = \frac{CF_{i1} + V_{i1} - V_{i0}}{V_{i0}}$$

Donde el retorno esperado es r_{i1} sobre el siguiente periodo en cualquier activo financiero, los valores futuros son valores esperados.

El retorno esperado sobre una cartera de inversiones inmobiliarias o financieras vendría dado por los cambios de valor del *portfolio* en el tiempo, y representaría el valor ponderado de los retornos de los activos individualmente.

$$r_p = \sum_{i=1}^I w_{i0} r_{i0}$$

Donde w_{i0} representa el valor ponderado del activo en la cartera.

Cuando se trata de valorar la preferencia por parte de los inversores sobre el riesgo que entran los diferentes fondos en los que invertir su capital, puede, aunque no son tan comunes como en las carteras de acciones corporativas, evaluarse la actuación de un activo individual o una cesta de estos por su desviación estándar.

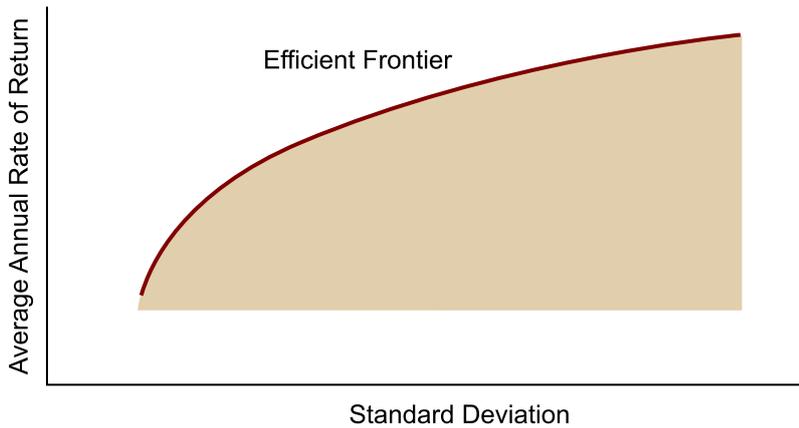
Markovitz (1952) enfatizó que el riesgo de una cartera de activos inmobiliarios no depende solo de su desviación estándar, sino de las diferentes correlaciones ρ_{ij} que existen entre las rentabilidades de sus activos. La dependencia del riesgo de la cartera σ_p , depende de ρ_{ij} como se expresa en la siguiente ecuación:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^I w_{i0}^2 \sigma_i^2 + \sum_{j=1}^I \sum_{i \neq j} w_i w_j \rho_{ij} \sigma_{ij}}$$

Por lo que el riesgo de una cartera de inversiones depende no solo de sus desviaciones estándar, sino también de las correlaciones entre sus diferentes activos o mercados. Si las correlaciones son positivas y cercanas a 1, significará que ambos tipos de inversiones o inmuebles reaccionan parejos y, por tanto, los efectos beneficiosos de la diversificación quedan atenuados o anulados.

En el gráfico 16 (siguiente), vemos la frontera de eficiencia de Markovitz. Las carteras de inversión óptimas se situarían a lo largo de la curva que delimita la zona azul, donde existe un intercambio de riesgos y beneficios óptimos. A la mitad de la curva el riesgo sería medio y los retornos también, por encima mayores riesgos y mayores beneficios, y por la parte de abajo de la curva, todo lo contrario. Debajo de la curva las carteras no serían eficientes.

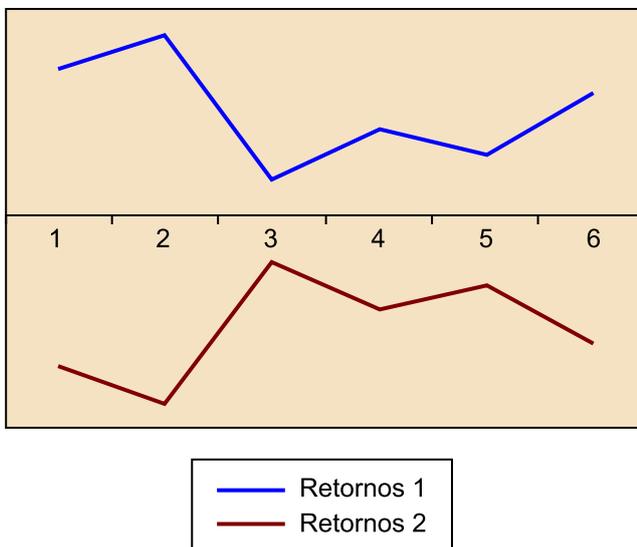
Figura 16. Fronteras de eficiencia



Fuente: Wikipedia.

En casos extremos, o prácticamente imposibles, sería posible eliminar el riesgo de invertir en dos activos, particularmente cuando la correlación entre los retornos de esos dos activos fuera perfectamente negativa, es la línea que separa las dos líneas de retornos de dos potenciales carteras o activos (gráfico 17), y de esta forma combinarlos minimizando absolutamente sus riesgos. Así, cuando el retorno de un activo o cartera o mercado es alto, el otro es bajo. Los gestores podrán entonces con esta relación neutralizar los riesgos cuando una cartera pueda tener bajos rendimientos con respecto a otra mejor.

Figura 17. Retornos de dos activos con sus retornos perfectamente correlacionados



Fuente: elaboración propia.

De cualquier forma, esta relación se convierte matemáticamente en algo bastante más complicado, en la figura 16 (fronteras de eficiencia), todos los posibles puntos de intercambio minimizando el riesgo en los que se podría optar por uno u otro activo, la frontera de eficiencia, se encontrarían a lo largo de la línea arqueada.

La contribución de Markovitz fue cómo encontrar, para cada nivel de retornos esperados, la mejor combinación entre diferentes activos de una cartera de forma que se minimizasen sus riesgos. Esa línea se denomina **frontera de eficiencia de una cartera**, que es la que delimita la zona azul en la figura 16.

Una diversificación eficiente entre diferentes tipos de activos inmobiliarios, y entre diferentes mercados, es una labor asimismo bastante intuitiva, en un mercado como el inmobiliario, que *de facto*, no es transparente. No hay que olvidar que la apariencia de diversificación en una baja concentración en numerosos activos o fondos inmobiliarios puede disfrazar una falta de diversificación efectiva y expuesta a riesgos sistémicos.

Según **Thompson & Pedersen** (2000), se asume que los gestores de las empresas tienen intereses personales en diversificar en cuanto a productos o geografías por aversión al riesgo de pérdida de empleo, inclinación al gasto y crecimiento de la empresa. Aunque también señala que una alta concentración en la propiedad de la empresa puede contrarrestar el afán diversificadorio, y por tanto añadir valor a los accionistas o inversores de la empresa.

Si el gestor de la cartera puede realizar obligaciones financieras contra el valor de la cartera, más activos pueden adquirirse con el mismo capital o con el valor neto de la cartera. Cuando es el caso se dice que una cartera está apalancada.

Existen muchos clientes de fondos inmobiliarios, cuyo perfil de riesgo o la normativa (estatal o interna) les impide inmiscuirse, hasta cierto nivel, en transacciones apalancadas, como por ejemplo, algunos fondos de pensiones o algunas compañías de seguros. Particularmente importante en este aspecto es el incremento de riesgos asociados al apalancamiento de cada activo inmobiliario o a su conjunto, ya que estos dependen del nivel de rentas u ocupación que puedan alcanzar.

Como ejemplo, si un centro comercial comienza a tener menos inquilinos debido a una bajada en el consumo por parte de los ciudadanos debido a una crisis económica, el coste del servicio de la deuda puede ahogar la tesorería de la propiedad y subir el nivel del riesgo.

Muchos fondos (pero en este caso los altamente regulados, como los públicos o los fondos alemanes) emiten obligaciones financieras fijas o variables que hacen al poseedor de estas, no solo al inversor en el fondo si no a los acreedores de estos, y en caso de una bajada en la confianza de los inversores u ahorradores sobre la operativa del fondo, o en el mercado inmobiliario, pueden provocar retiradas masivas de capital de los fondos y forzar a estos últimos a solicitar ayuda a los Gobiernos solicitando la prohibición de reintegros, como pasó durante el año 2005 con los **fondos alemanes abiertos**, a raíz de diversos escándalos de corrupción, y sobrevaloraciones. Los fondos alemanes abiertos, al ser vehículos de inversión y de ahorro muy populares en Alemania, emiten obligaciones contra una serie de activos que mantienen su gestión, y la buena gestión de la cartera radica en mantener un equilibrio entre obligaciones a

Máximo retorno

El problema de encontrar el máximo retorno para cada nivel de riesgos se resuelve a través de complejas técnicas matemáticas de programación cuadrática.

corto (con sus inversores), e inversiones a largo (en sus inmuebles), por lo que una retirada masiva de capital de estos fondos obliga a solicitar el permiso a las autoridades para la cancelación temporal de sus reintegros bajo riesgo de quiebra.

El riesgo de no poder tener la facultad de tesorería de algunos fondos inmobiliarios para poder atender una retirada masiva de sus inversiones es un tanto delicado, por lo que muchos de ellos son fuertemente regulados a nivel privado y estatal.

Las soluciones para la gestión de carteras en aquellos instrumentos financieros regulados se denominan carteras restringidas (*constrained portfolios*). Cada cartera restringida representará, pues, una combinación de riesgos y retornos menores posibles cuando activos y obligaciones ponderadas están incluidos en la cartera total de la gestora.

No hemos de olvidar que si un fondo debe vender activos para poder atender las demandas de reintegro de sus partícipes, no dispone de la capacidad inmediata de hacerlo, ya que un inmueble puede tardar unos 3-4 meses entre negociaciones y procesos de *due diligence* en venderse, además, el hecho de conocerse las retiradas masivas de sus partícipes al ser públicas en muchos de los fondos por ley hace que el mercado los identifique como vendedores "desesperados", y que los precios de oferta sobre sus activos bajen notablemente, lo cual no hace más que empeorar la tesorería de los fondos en una espiral a la baja.

Kohen y Santomero (1980) examinaron los requerimientos de capital en instrumentos financieros cuando limitan la capacidad de apalancamiento. Su análisis sugiere que los fondos, en este caso, asumen más riesgo con restricciones a su disponibilidad de capital que en ausencia de estas, ya que su frontera de eficiencia se inclina y se hace más plana.

Cambios en los diferentes activos de las carteras respecto a la preferencia sobre estos o sus mercados, realización de activos inesperadamente al recibir una oferta aceptable sobre ellos, y además otros cambios, pueden afectar a la composición de la gestora y al tamaño de los activos o de las obligaciones del fondo en el tiempo.

La composición de los activos de una cartera varía a lo largo del tiempo incluso en ausencia de una gestión necesariamente decidida por los responsables del fondo.

Los activos suelen ser valorados trimestralmente en los fondos de carácter público (fondos abiertos, REIT, empresas cotizadas, ETF) y dichas valoraciones corren el riesgo de *smoothing*, es decir, de suavizarse en las diferentes valoraciones, ya que es muy difícil acertar con cambios en una tasación inmobiliaria, en periodos de tiempo tan breves, con lo que aparece un decalage entre valores contables y reales.

Realizar los cambios necesarios sobre una cartera de inversiones se denomina **ajuste de carteras** (*portfolio rebalancing*), que obliga a una gestión activa sobre la **recomposición de la cartera** (*portfolio dynamic management*).

Hakansson (1971 y 1974) observó que en periodos relativamente largos de inversión, el conjunto de cambios en la cartera ocurre continuamente, y los cambios en el entorno se van incorporando en el proceso de toma de decisiones. **Merton** (1972) presentó un método de optimización basado en la derivación de la frontera de eficiencia, que **Lopez Herrera** (2001) adaptó para la selección de *portfolios* con activos de riesgo cuando el proceso generador de datos obedece a una relación lineal con múltiples factores, aplicable a la gestión de carteras inmobiliarias internacionales

4.2.3. Políticas de apalancamiento

Teóricamente, para las diferentes políticas de estructura de capital en un fondo inmobiliario incluyendo la ratio de apalancamiento o la proporción de deuda/valor del activo, el punto de partida han sido las teorías de **Franco Modigliani** y **Merton Miller** (1958), sobre el teorema M-M de irrelevancia de la estructura de capital.

Su argumento inicial radica en la asunción de que en ausencia de impuestos, costes de reorganización o quiebra, y de información disponible a los inversores, cualquier valor derivado de cambios en la composición de las rentas devengadas a los inversores como retornos a su inversión es capturado por el arbitraje.

De esta forma, si un fondo sin apalancamiento es cotizado a precio (sus participaciones), los arbitradesores pueden adquirir derechos sobre deuda y activos en empresas apalancadas en el mismo sector, creando derechos financieros que son equivalentes en el intercambio de riesgo-retornos, a los derechos sobre los fondos/empresas no apalancados.

Alternativamente, si fondos apalancados son más valiosos en un determinado mercado debido a los mayores retornos, los arbitradesores pueden comprar derechos o participaciones sobre fondos no apalancados creando el mismo escenario de riesgos-retornos. El teorema se sintetiza en que la estructura financiera del fondo (deuda-capital) no puede producir valor para los inversores en un

mercado eficiente, y por tanto, el apalancamiento financiero en realidad no produce beneficios. Todo esto se basa en supuestos de información y mercados perfectos sin asimetrías.

En un segundo estudio de **Modigliani y Miller** (1963), estos modificaron su teoría reconociendo que, asumiendo la existencia de impuestos, el efecto de las deducciones fiscales por pago de intereses sobre la deuda hacía del apalancamiento un aspecto positivo. No obstante, no desaparece un nivel de riesgo mayor en cuanto el nivel de deuda, con respecto a los ingresos, va creciendo.

De este modo, los gestores de muchos fondos pueden intentar conseguir el máximo nivel de riesgo permitido (es decir, buscan la máxima deuda posible si se les permite), dentro de unos parámetros preestablecidos para alcanzar mayores retornos y de este modo aumentar también sus honorarios por la gestión de las inversiones.

Normalmente, los gestores tienen la posibilidad de "bonus" cuantiosos cuando se ha cruzado un umbral de rendimientos previamente determinado (*hurdle rate*). De cualquier forma, algunos fondos inmobiliarios de carácter público suelen estar monitorizados por las autoridades financieras en cuanto al cumplimiento de requerimientos mínimos sobre su estructura de capital/deuda.

En mercados completamente eficientes, la gestión del riesgo en las carteras de inversión por parte de las gestoras debería no poder producir valor. **Black** (1975) argumentó que en un mercado eficiente los precios de los activos y de las obligaciones financieras (en este caso deuda) reflejarían intrínsecamente el ajuste de riesgos-precio. El mercado inmobiliario no es precisamente un mercado eficiente, pero la importancia del análisis de Black es que fuerza a los gestores a tomar las correctas decisiones identificando qué ineficiencias del mercado producen el valor necesario para identificar las bases de sus estrategias. El análisis de mercados eficientes es la base de un potencial *benchmark* sobre el que aumentar valor, a través de una correcta gestión y estrategia inversora.

Black contribuyó con sus teorías a acercar las diferentes posturas de las teorías monetaristas y teorías fiscales, como contenedoras de la "explosión" de posibles "burbujas" de precios de los activos.

4.2.4. Benchmarking

Muchos fondos cotizados funcionan con similares características a las de las acciones bursátiles, en especial los REIT, Real Estate Investment Trust's (SOCIMIS en España, o UK-Reits en Reino Unido, por citar dos ejemplos) y los ETF, Exchange Traded Funds (fondos que cotizan en bolsa). Por lo que criterios conocidos, que estadísticamente correlacionan rentabilidades históricas (dividendos-crecimiento) con parámetros del mercado, como son los coeficientes beta, que son aplicados en estos casos.

Hemos encontrado una definición clara y simple en Wikipedia de lo que son los coeficientes beta:

"El **coeficiente beta** (β) es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado, de modo que valores altos de **beta** denotan más volatilidad y **beta** 1,0 es equivalencia con el mercado.

La diferencia entre la **beta** (β) de una acción o un valor y 1.0 se expresan en porcentaje de volatilidad. Un valor con **beta** 1,75 es 75% más volátil que el mercado. Igualmente, un valor con **beta** 0,7 sería 30% menos volátil que el mercado.

Para valores o acciones en concreto, su **coeficiente beta** (β) se calcula usando análisis de regresión contra un índice representativo del valor del mercado, por ejemplo, Ibex 35, en la Bolsa española. Siendo **beta** una manera de estimar el riesgo del activo sobre la media de activos; los coeficientes **beta** se utilizan para diversificar la composición de una cartera de activos, mezclando convenientemente activos con β distintos"

Fuente: [http://es.wikipedia.org/wiki/Beta_\(finanzas\)](http://es.wikipedia.org/wiki/Beta_(finanzas))

En los casos de empresas no cotizadas, se suelen identificar transacciones comparables de activos similares para asesorar, a través de expertos tasadores inmobiliarios, el precio teórico que tendrían ese tipo de activos en un mercado determinado, triangulándolos con las rentabilidades iniciales de mercado y las rentas de alquiler, que se obtienen de los inmuebles, así como de sus rentas potenciales, para ajustar su valor.

Figura 18. Comparativa entre diferentes índices bursátiles e inmobiliarios

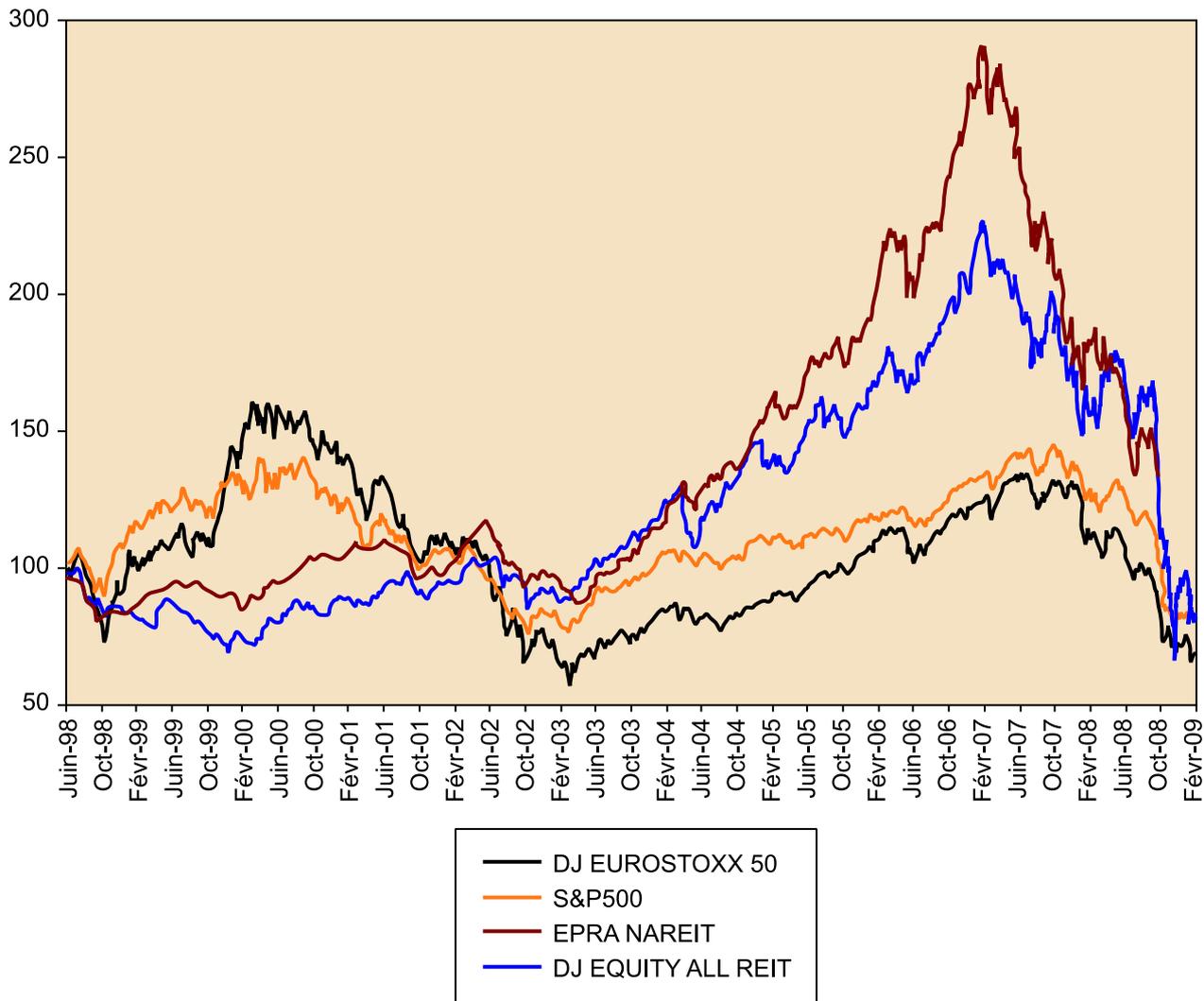


Tabla 1. Actividades que añaden valor en los fondos inmobiliarios

Actividades	Captación capital	Compras inmuebles	Procesos	Asset Mgt	Ventas	Información asesoría
Términos y precios	Negociación honorarios	Honorarios	Due diligence	Honorarios	Honorarios	Interno
Marketing	Road shows	Networking	Publicidad		Publicidad	
Producción y entregas						Estudios mercado
Control y monitorización	Por institución bancaria	A través de consultores	Auditorias		Por consultores	Reporting
Inversión		Comité Inversión	Distintos niveles		Comité de inversión	Reporting

5. La clasificación de los fondos de inversión inmobiliaria tradicional y la nueva clasificación del INREV

De la clasificación de los fondos se podrían escribir enciclopedias. Por su tipología de inversión hay de lo más variopinto, existen desde fondos que solo invierten en inmuebles altamente sostenibles *green funds*, como fondos que no invierten en activos donde se realicen actividades en contra de la Ley Islámica (almacenaje de alcohol o de productos porcinos, etc.) que se denominan *Sharia compliance funds*, los fondos alemanes, los REIT (con su multitud de variantes en diferentes países, etc.).

Los inversores acceden al sector inmobiliario a través de uno o más productos/perfiles, que responden a ciertas estrategias con respecto al riesgo. Dicho riesgo suele ser reducido según la correlación entre sus diferentes inversiones, ya que la volatilidad se reduce por una buena diversificación.

El INREV hizo elaboró años una clasificación respecto al nivel de riesgo de los fondos que es la siguiente, y a la que prácticamente todo el mercado inmobiliario mundial se ha acostumbrado a utilizar, y que normalmente se han basado en medidas proporcionadas por la TIR y el nivel de deuda:

1) **Core funds**: Suelen tener un perfil diversificado de activos *prime* y totalmente alquilados, con un apalancamiento que va del 0% al 30%. La mayoría de los fondos de inversión alemanes se sitúan en este perfil inversor.

2) **Core plus funds**: Activos *prime* no diversificados y posiblemente concentrados en una zona geográfica o sector (hoteles, oficinas etc.). Normalmente, su perfil deudor se encuentra en el rango del 30%-60%.

En las categorías anteriores podrían situarse bien los "obsoletos" fondos de inversión inmobiliarios españoles.

3) **Structured capital funds**: Son posiciones inversoras preferentes al resto de las participaciones accionariales, y suelen estar subordinadas a la hipoteca. Como ejemplos: fondos especializados en deuda Mezzanine y fondos hipotecarios.

4) **Value added funds**: Son básicamente *core funds*, que aceptan mayores posiciones de riesgo en la compra de sus activos, y suelen añadir valor constante a través de una intensa gestión; P. ej., completar el alquiler en un edificio medio alquilado, cierto grado de rehabilitaciones, adquisiciones de inmuebles en espera de que aumenten las rentas etc.

5) **Opportunity funds**: Son básicamente promotoras inmobiliarias que ayudan a "envolver", las posiciones privadas de *equity* dentro de ellas (sociedades participadas), con un nivel de riesgos mayor y niveles de apalancamiento (hasta el 80%) y suelen buscar ROE (retornos sobre el capital) entre 150% y 200%.

6) **Distressed funds**: Fuertemente apalancados hasta el 90%, comprando activos de empresas en quiebra o en mercados en crisis, en esperas de recuperación del sector. Buscan ROE entre 200% y 300%. Hay varios de ellos preparándose para entrar en España desde el comienzo de la crisis actual, son los también llamados "fondos Buitres".

La mayoría de ellos han realizado normalmente sus inversiones a través de un SPV (*special purpose vehicle*), domiciliados en Luxemburgo, que a su vez "colgaban" de otro SPV situado en Holanda.

No obstante, el INREV presentado en el MIPIM de Cannes en el 2011 produjo una nueva clasificación de fondos inmobiliarios basada en "paquetes de riesgo", tras analizar 200 fondos de inversión inmobiliaria privados. De dicho estudio se desprende que los fondos pueden reagruparse en tres grandes grupos basados en los niveles de riesgos:

- Apalancamiento financiero,
- exposición a la promoción inmobiliaria, y
- distribución de las rentas.

Estos grandes grupos reflejaban abiertamente el bajo, medio y alto riesgo, reflejando respectivamente la clasificación de *core*, *value-added* y *opportunity*.

La función principal de esta nueva clasificación es agrupar inversiones y fondos de forma que creen grupos que se supone que van a compartir similares características de riesgo/retornos.

Seis factores de riesgo fueron elegidos para identificar las características clave de las tres categorías de estilo inversor. Estas fueron:

- 1) Apalancamiento.
- 2) Exposición a la promoción.
- 3) Distribución de ingresos como porcentaje de los retornos.
- 4) Riesgo país.
- 5) Riesgo sector.
- 6) Diversificación.

Básicamente se han alejado del parámetro de la tasa interna de rendimiento como factor determinante del estilo del fondo. El objetivo ha sido crear las bases que ayuden a los inversores y gestores de fondos a distinguir entre diferentes estrategias de inversión. Dichas clasificaciones pueden configurarse

como subíndices de estilo inversor para claros propósitos de *benchmarking*, lo cual es una prioridad para el INREV, con el objetivo de dotar de una mayor transparencia al sector de fondos de inversión inmobiliarios no cotizados.

6. Intentos de dotación de transparencia al sector de los fondos inmobiliarios internacionales

La dotación de una mayor transparencia ha sido perseguida por los protagonistas (consultores internacionales, inversores, fondos, asociaciones del sector y legisladores) del mercado inmobiliario internacional en los últimos años. Obviamente, los fondos cotizados en mercados públicos o altamente regulados (inmobiliarias que cotizan, fondos abiertos alemanes o REIT en sus diferentes variantes europeas) están obligados a seguir normas similares a las que rigen en el resto de mercados secundarios o bursátiles, aunque eso no ocurre con la mayoría del resto de vehículos de inversión.

Las empresas inmobiliarias que cotizan en mercados secundarios, por el hecho de poseer bastantes de sus activos invertidos en inmuebles, deberían representar una alta correlación entre sus retornos y aquellos activos subyacentes del mercado inmobiliario; sin embargo, la envoltura de la titulación que ofrecen estos vehículos de inversión públicos y sus mercados, introducen el bajo coste y la dimensión de las posibilidades de arbitraje que no están presentes en el mercado inmobiliario tradicional.

Esas diferencias en las posibilidades de liquidez (*trading dimensión*) introducen significativas variaciones en el corto plazo en los rendimientos de los mercados públicos y no públicos del sector inmobiliario, y nos hacen preguntarnos si las titulaciones inmobiliarias o acciones pueden ser calificados como verdadera exposición a los mercados inmobiliarios, al estar más dotadas de la volatilidad de esos mercados.

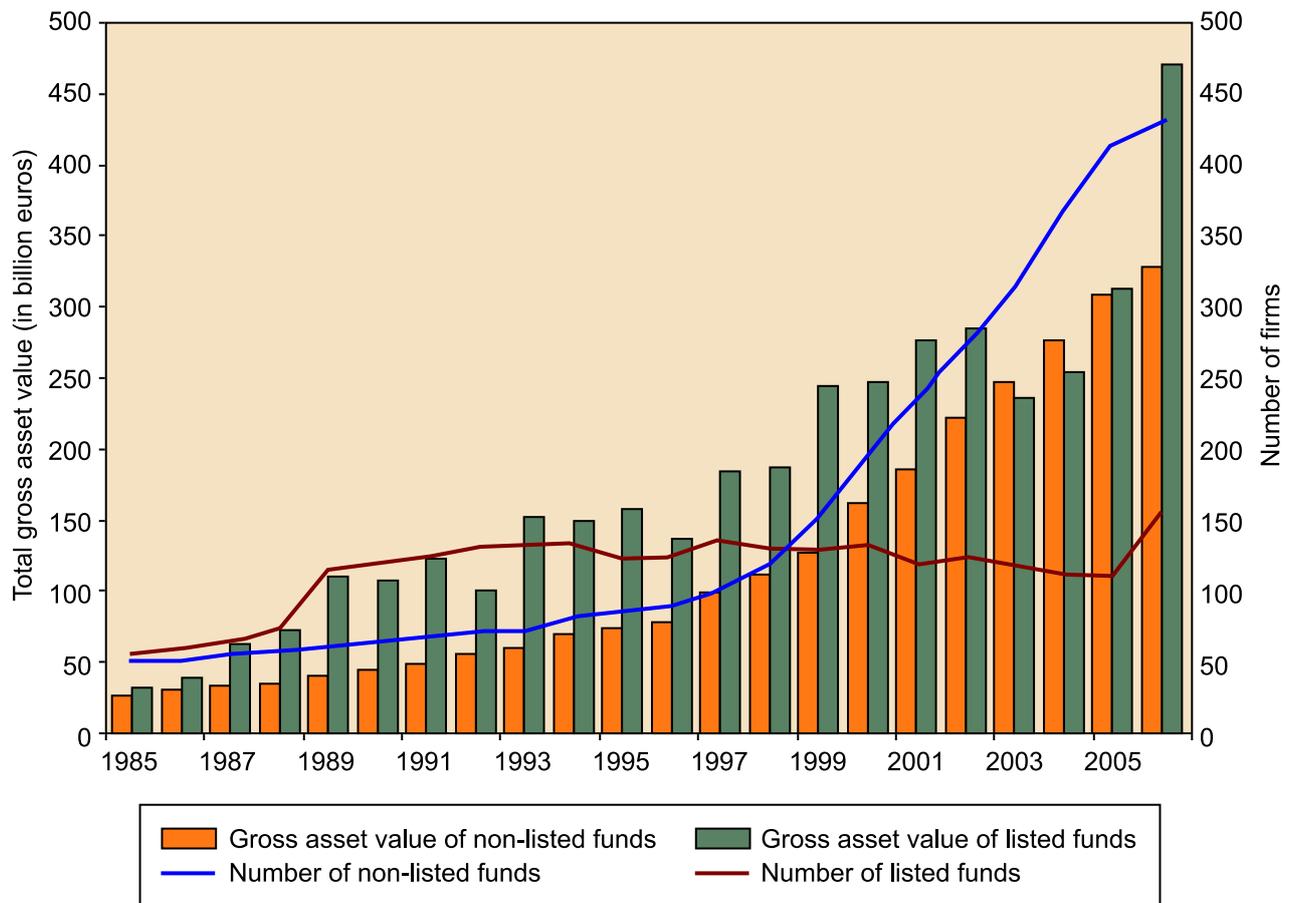
No obstante, diversos estudios (NAREIT, GPR, NCREIF, IPD) sugieren que, tras analizar las relaciones subyacentes entre los sectores públicos y privados inmobiliarios a través del ajuste por tipos de propiedades, deuda y valoraciones, ambos sectores tienden a confluir en el largo plazo; aunque, como se ha mencionado anteriormente, las fluctuaciones en el sentimiento de los mercados públicos a corto plazo debilitan las correlaciones contemporáneas entre los dos mercados.

Entre ambos "mundos" tan opuestos, uno demasiado transparente y el otro prácticamente opaco, se encuentran los fondos inmobiliarios no cotizados que ofrecen las ventajas de la inversión no-directa, pero sin estar expuestos al sentimiento del mercado bursátil. Su valoración se basa prácticamente en tasaciones de sus activos inmobiliarios subyacentes en lugar de la cotización del mercado. Sus inconvenientes radican en su liquidez limitada, la falta de un mercado secundario, y su limitada transparencia. No obstante, el crecimien-

to desmesurado de este sector en los últimos años (en número de fondos y tamaño), ha hecho de ellos una mayor creíble alternativa de inversión para los inversores institucionales.

Brueggeman, Chen y Thibodeau (1992) examinaron el rendimiento de dos fondos inmobiliarios (*commingled real estate funds, CREF's*), durante un periodo de 1972 a 1991, y comprobaron bajas volatilidades comparados con acciones y bonos en el mercado norteamericano, y mejores rendimientos en una relación de ajuste precio-riesgo. Además, los CREF demostraron ser un escudo antiinflacionario en momentos en que la inflación era alta.

Figura 19. Incremento de los fondos inmobiliarios en Europa 1985-2005



Fuente. Brounen, 2006.

Quando se compara el crecimiento de los fondos públicos y no públicos europeos, se observa un crecimiento del valor de sus activos significativo, pero asimismo, denota el efecto del alto crecimiento de la titulación en el sector inmobiliario en los últimos años.

El valor de los activos subyacentes de los fondos cotizados en mercados secundarios ha sido multiplicado aproximadamente por 7, mientras que el mismo valor en los fondos no cotizados se multiplicó por 12, habiendo crecido el número de estos fondos de 46 a 610 en el periodo de 1985 al 2006.

No hay que olvidar que el periodo de actividad de un fondo o empresa cotizada puede ser ilimitado, mientras que los fondos no cotizados suelen ser de tipo cerrado y tienen un periodo de actividad de unos 7-10 años, que es cuando se realizan los activos procediendo a su venta y disolución del vehículo. La mayoría de estos fondos son dirigidos por directivos británicos, a pesar de que el mayor valor agregado son de origen alemán (fondos alemanes). El 80% de los fondos invierte solo en Europa mientras que el resto mantienen una estrategia global, aunque con un mayor componente europeo (fuente INREV).

La información sobre el rendimiento de los fondos no cotizados es bastante limitada en Europa. El organismo IPD (*investment, property, databank*) ha producido en los últimos años el índice PPFi (*pooled property fund index*), para medir el comportamiento de sesenta fondos globales, no cotizados sobre un esquema trimestral. Los activos subyacentes de todos los fondos, así como la composición de sus activos, son también medidos por el IPD, con información histórica desde 1989. Los rendimientos son medidos a un nivel agregado, así como al individual de cada fondo, permitiendo así a los inversores comparar entre diferentes fondos.

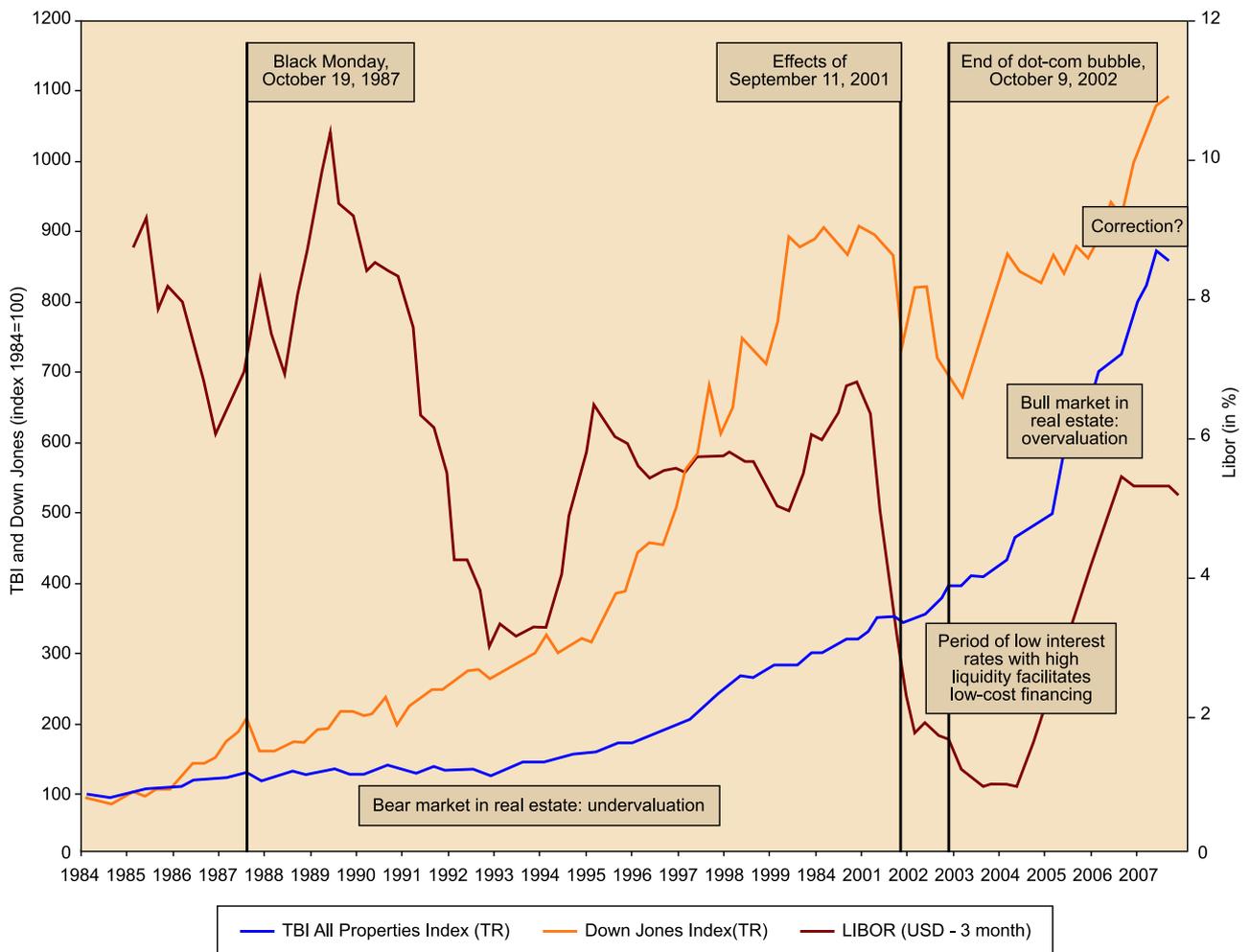
En el año 2004, la asociación de fondos no cotizados europea, INREV (*investors in non listed real estate vehicles*), encargó al IPD componer un índice de carácter europeo, el INREV index, que recopila los rendimientos y los valores actuales netos y de los activos subyacentes de 144 fondos de inversión internacionales inmobiliarios. La información de este índice es proporcionada por los gestores de los fondos, y sus cuentas, anualmente auditadas. El problema radica en que el reporte de estos fondos tiene diversos matices, dependiendo de los países en donde operan, por marcos legislativos y fiscales diferentes; y dicho problema aún se acentúa más si los criterios de valoración de los inmuebles no se rigen por los mismos códigos internacionales.

La creación de los sistemas de contabilidad internacionales como el IFRS (*international financial reporting standards*), que a pesar de que en el 2006 aún no se aplicaban a los fondos no cotizados, sí que ha contribuido a que muchos de estos fondos migrasen sus informes anuales hacia estos *modus operandi*. Se espera que a largo plazo, los principios generales contables de cada país y los del IFRS, junto con los sistemas de valoraciones inmobiliarias internacionales basados en los criterios de la Royal Institution of Chartered Surveyors (la asociación de expertos inmobiliarios británica), converjan hacia un universo en el que será más fácil comprender el rendimiento de los fondos sin tener en cuenta el mercado en el que operen.

La negociación o arbitraje entre fondos no cotizados en Europa es muy limitada. En estos momentos en Europa el INREV ha publicado un estudio sobre las mejores prácticas y recomendaciones a este respecto, en el que se demarcan los roles desde la gestora de fondos, como el de aquel inversor que quiera deshacer sus posiciones en el fondo, y la información estandarizada. Asimismo, toda la documentación legal que no obstruya por acuerdos de confidencialidad las posibilidades de transaccionar las posiciones en un fondo no cotizado, en un hipotético futuro mercado secundario de fondos de inversión inmobiliarios, no cotizados hasta la fecha.

En general, los fondos cotizados tienden a ofrecer dentro de un mismo nivel de riesgo rendimientos escasamente mayores que los fondos no cotizados, no obstante, se observa que suelen tener una mayor volatilidad al ir acompasados de los sentimientos de pánico, propios de los mercados de valores. El dilema se encuentra en elegir entre volatilidad o liquidez, ya que a largo plazo, entre fondos no cotizados y cotizados suelen observarse altos niveles de correlación.

Figura 20. Comparativa entre mercados bursátiles e inmobiliarios a largo plazo



Ejercicio 1. Parte primera: Analizar un mercado inmobiliario

1. Elegid un perfil de riesgo, no importa cuál sea, pero sed consecuentes con las inversiones y retornos que debéis buscar.
2. Buscad un estudio de mercado de las consultoras internacionales en el que se comparen diferentes mercados inmobiliarios internacionales de oficinas.
3. Adjuntad ese estudio a las respuestas de vuestro ejercicio.
4. Decidid en qué dos o tres mercados vais a invertir para diversificar riesgos en vuestro perfil inversor.
5. Recordad que si vuestro perfil inversor es alto, posiblemente los retornos que busquéis sean a través de la promoción inmobiliaria y los ciclos inmobiliarios son diferentes al de la inversión.
6. Dad cinco razones por las que habéis elegido esos mercados.
7. Dad cinco razones por las que no habéis decidido mercados dentro de la misma fase del ciclo.
8. No olvidéis que en esto nadie es un oráculo, simplemente argumentad vuestras elecciones como si las tuvieseis que defender ante un comité de inversiones (tarea que por experiencia os digo que no es nada sencilla). Estableceremos un debate abierto al respecto.
9. ¡Alegraos! Tenéis 150 M de euros (virtuales) para invertir en este año.

