

Transacciones de internalización en FIBRAS: ¿Cuánto vale su asesor?

APRIL 2018 | POR SHERRY CEFALI DE DUFF & PHELPS

Fibra Roll-up and Internalization Transactions: How Much is Your Advisor Worth?

Tanto en la constitución de una FIBRA (Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces) con activos inmobiliarios aportados por entidades privadas (operación que es comúnmente conocida en la industria como transacción de *roll-up*) como en transacciones de internalización del Asesor externo que administra la FIBRA, el valor de los activos inmobiliarios subyacentes suele ser fácilmente aceptado, ya que los inversionistas están familiarizados con las metodologías empleadas para valuar dichos activos Inmobiliarios. Sin embargo, el valor del Asesor no suele ser entendido con la misma facilidad y a menudo se vuelve un tema importante de discusión en este tipo de transacciones. Por lo que surgen las siguientes preguntas: ¿El Asesor aporta valor? Y ¿Cuál es la mejor manera de determinarlo?

Este artículo es una actualización de nuestro estudio de 2016 que analiza valuaciones de Asesores desde las siguientes perspectivas:

- Cuál es la importancia de la conversión a una entidad internamente administrada;
- Cuáles son las razones por las que hay aportación de valor de un Asesor en transacciones de *roll-up* e internalización del mismo;
- Tendencias históricas en el valor del Asesor en transacciones de *roll-up* e Internalización;
- El uso de metodologías de flujos libres de efectivo descontados para determinar el valor del Asesor; y
- Los factores que impactan el valor aportado por el Asesor.

La Necesidad de Conversión a una Entidad Internamente Administrada

En los Estados Unidos, muchas de las entidades privadas dedicadas a la administración de activos inmobiliarios operan a través de *Limited Life Partnerships* (LLPs) o *Limited Liabilities Companies* (LLCs) en conjunto con un Asesor externo¹ que administra a la LLP o la LLC a cambio de un

honorario comúnmente referido como el *asset management fee* y una participación en el *carried interest* (también conocido como *promote interest*) de las ganancias de cada entidad administrada. Muchos de los más notorios REITs (*Real Estate Investment Trusts*, por sus siglas en inglés) que cotizan en las bolsas de los Estados Unidos fueron emitidos en una oferta pública inicial a partir de una transacción de *roll-up*, a través de una reorganizaron corporativa de LLPs o LLCs².

En Estados Unidos es muy difícil lograr atraer el interés de los inversionistas en una oferta pública inicial de un REIT de capital³ que pretenda usar un Asesor externo. De acuerdo con David de la Rosa, Vicepresidente Senior de Green Street Advisors “el gobierno corporativo es un tema realmente importante en transacciones ejecutadas por los REITs, particularmente en la salida a los mercados de capitales”. Por lo que es altamente recomendable llevar a cabo la internalización del Asesor previamente o al momento de la colocación.

Siguiendo esta misma tendencia, en México ciertos inversionistas institucionales están ejerciendo presión sobre las FIBRAS externamente administradas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores para que internalicen a su Asesor. Adicionalmente a los posibles conflictos de interés inherentes a la operación de una FIBRA a través de un Asesor externo, muchas de las FIBRAS que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores tienen esquemas de comisiones muy complejas con su

provea servicios de asesoría a varias entidades. Se considera que una entidad es internamente administrada cuando el equipo encargado de la administración trabaja directamente para dicha entidad. En México, muchas FIBRAS son administradas internamente y asesoradas externamente, lo que significa que el equipo encargado de la administración está contratado directamente por la FIBRA, pero la FIBRA hace pagos a un Asesor externo. En México, la mayoría de las entidades dedicadas a la administración de activos inmobiliarios operan a través de sociedades mercantiles (típicamente Sociedades Anónimas de Capital Variable o Sociedades de Responsabilidad Limitada, bajo las reglas de la Ley General de Sociedades Mercantiles) o a través de Fideicomisos privados.

2 A manera de ejemplo, las tres ofertas públicas iniciales más grandes de REITs a la fecha, Paramount Group, Douglas Emmett e Invitation Homes son REITs constituidos a partir de transacciones *roll-up*.

3 REIT de capital se refiere a compañías que tienen activos reales. Hay más REITs hipotecarios externamente administrados que REITs de capital, debido a que más de un REIT hipotecario puede tener participación en la misma inversión, creando economías de escala si el Asesor analiza la misma inversión para múltiples REITs hipotecarios que tengan como clientes.

¹ Se considera que una entidad es externamente administrada cuando el equipo encargado de la administración es contratado en una entidad distinta en un esquema de cobro de honorarios. Es común que un Asesor externo

Asesor, lo que hace aún más difícil su valuación.

En la mayoría de los contratos de asesoría externa, el Asesor cobra una comisión basada en los activos bajo administración, lo que significa que el Asesor pudiera tener incentivos para construir portafolios más grandes, inclusive a expensas de la calidad de los activos o de su rentabilidad. Incluso si una FIBRA asesorada externamente logra su colocación en la Bolsa, normalmente cotizará con un descuento, comparado con sus pares administradas internamente. De acuerdo con David de la Rosa “las FIBRAS con un buen gobierno corporativo, incluyendo una administración interna, deben cotizar con un premio, en comparación con sus pares que usan un Asesor externo para su administración ... aún más importante, muchos inversionistas globales en este tipo de instrumentos no están dispuestos a invertir en FIBRAS administradas externamente, debido al desempeño histórico que han logrado este tipo de FIBRAS, respecto de sus pares con administración internalizada”.

Dada la preferencia del mercado por las FIBRAS administradas internamente, el camino para alcanzar su potencial máximo de rendimiento para los inversionistas es convertirse en una FIBRA internamente administrada.⁴ Para ello, inversionistas de fondos de bienes raíces y dueños de la empresa que funge como Asesor externo deben ponerse de acuerdo sobre el valor aportado por el Asesor, lo que a veces resulta en uno de los temas más significativos en las transacciones de internalización y de *roll-up*.

¿Qué valor se le debe asignar al Asesor?

Entonces, ¿Cuál es el valor del Asesor y cuál es la mejor manera de determinarlo?

En el mundo de las inversiones privadas en bienes raíces, el Asesor tiene un derecho contractual a recibir honorarios por la administración de la FIBRA, que es calculado con base en los activos administrados y generalmente pagados durante la duración de la FIBRA. En las transacciones típicas de internalización y de *roll-up*, el Asesor intercambia estos derechos contractuales futuros, cualquier *Carried Interest*⁵ (cuando aplica), así como su plataforma operativa, por certificados emitidos por la FIBRA⁶. Después de la transacción de internalización o de *roll-up*, la FIBRA dejará de pagar comisiones al Asesor por la administración de los activos, así

como de cualquier otro servicio establecido bajo el contrato de asesoría o administración.

En una transacción de *roll-up*, el porcentaje de certificados asignados a cada fondo o *partnership* como aportación a la FIBRA se basa en la valuación de las propiedades inmobiliarias realizadas por un tercero independiente, ajustadas por el valor de otros activos y pasivos contribuidos a la FIBRA, como lo son la deuda hipotecaria y efectivo, con el fin de determinar el valor neto del activo (NAV) contribuido por cada participante. El número de certificados asignadas al Asesor por su aportación se estima usando metodologías de valuación generalmente aceptadas, incluyendo un análisis del valor que aporta el Asesor en transacciones de internalización y de *roll-up*, así como metodologías de flujos de efectivo descontados.

Mientras los participantes pueden usar los avalúos de las propiedades para acordar el valor relativo de los activos contribuidos, el valor del Asesor es mucho menos transparente.

De acuerdo con Peter Linneman, CEO y fundador de Linneman Associates y actualmente miembro del consejo de Equity Commonwealth, Regency Centers, Paramount Group y AG Mortgage “inversionistas fácilmente entienden el valor aportado por sus propiedades, pero tienden a olvidar que, al internalizar al Asesor, éste renuncia a sus comisiones futuras cobradas por la administración de los activos”.

Análisis de transacciones históricas

Una de las mejores maneras de calcular el valor de un Asesor es analizar otras transacciones de internalización y de *roll-up* de FIBRAS. El precio de mercado que se paga por un Asesor (el valor del Asesor, también es conocido como comisión de internalización) se analiza con base en la rentabilidad del Asesor, así como con base en el valor de la FIBRA.

La mayoría de las veces el Asesor se adquiere justo antes de la colocación en bolsa inicial de la FIBRA o simultáneamente. Por lo que puede que no se detone una obligación de divulgación de la rentabilidad del Asesor o del precio pagado por él. Sin embargo, el valor que se asigna al Asesor puede determinarse si los documentos de divulgación de la FIBRA incluyen el número de certificados que recibió el Asesor como contraprestación en la transacción. Además de la contraprestación pagada al Asesor al momento del cierre, también puede haber un componente contingente a que se logren alcanzar ciertos objetivos, como fue el caso en la adquisición de los respectivos asesores por parte de Cole Credit Property Trust III y American Homes 4 Rent. Si bien estos pagos contingentes pueden ser difíciles de cuantificar, con frecuencia representan una parte significativa del precio total pagado al Asesor.

Hay tres múltiplos de valuación que se pueden calcular fácilmente basándose en transacciones de otros Asesores.

⁴ Una transacción de internalización consiste en que un REIT internalice los servicios de administración proveídos por un Asesor externo y deje de pagar honorarios por dichos servicios.

⁵ Término también conocido como *Carry*, que se refiere a la participación que recibe el Asesor externo de un fondo por la plusvalía resultante, generalmente por encima del *hurdle rate* o interés preferente del mismo fondo.

⁶ En México el título representativo del capital de la FIBRAS se denomina Certificado Bursátil Fiduciario Inmobiliario o CBFi.

El primero es el valor del Asesor con relación al valor de mercado del capital⁷ de la FIBRA. El segundo es el valor del Asesor con relación a los activos administrados (o *Assets Under Management* - AUMs) de la FIBRA⁸. El último es el valor del Asesor con relación al EBITDA de los últimos doce meses del Asesor⁹.

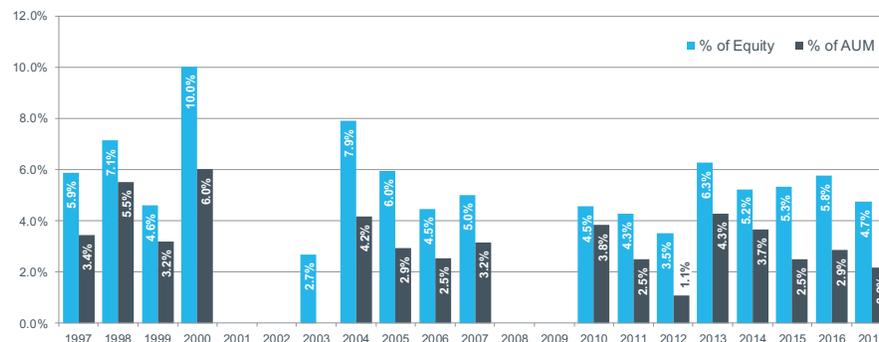
Como se muestra en el cuadro siguiente, el precio pagado por Asesores con relación al tamaño de la FIBRA fluctúa año tras año, de acuerdo con los múltiplos del valor del Asesor contra el valor de mercado del capital y los AUMs. Esto se debe, principalmente, al hecho de que se realizan muy pocas transacciones de internalización y de *roll-up* en FIBRAS al año, lo que resalta la importancia de no enfocarse en los datos de un solo año, ya que estos pueden verse influenciados por muy pocas transacciones.

Los múltiplos del valor del Asesor con relación a los AUMs de la FIBRA se consideran una de las métricas más importantes porque ésta se ajusta al impacto que tienen las distintas estructuras de capital de las distintas FIBRAS que se consideren para el análisis. El múltiplo del valor del Asesor con relación a los AUMs en el período analizado¹⁰ fue de 3.0%, en promedio, con una tendencia decreciente a lo largo del tiempo.

Los múltiplos del valor del Asesor relativos al valor del capital de la FIBRA es mayor que la proporción del valor del Asesor con relación a los AUMs. Esto se debe a que el valor del capital excluye la deuda neta (similar al NAV o *Net Asset Value*), mientras que los AUMs se calculan antes de restar la deuda neta. El múltiplo del valor del Asesor con relación al valor del capital de la FIBRA, durante el período analizado, fue de un promedio de 5.3%, también con una tendencia decreciente a lo largo del tiempo.

Los múltiplos de EBITDA de los últimos doce meses pagados a Asesores en transacciones de internalización y de *roll-up*

Valor del Asesor como un porcentaje del capital total y los AUMs*



*Se excluyen las transacciones en las que el asesor externo se internalizó sin pago de comisión.

Fuente: Base de datos de Duff & Phelps de 51 transacciones de internalización compiladas de información divulgada públicamente e información propietaria y privada sobre transacciones.

en FIBRAS van desde 2.9x a 14.0x, con un promedio de 8.2x y una mediana de 7.7x. Como se muestra en la siguiente gráfica, cerca del 40% de los múltiplos del EBITDA de las transacciones históricas analizadas van desde 6.0x a 8.0x el EBITDA.

Metodologías de Flujo de Efectivo Descontados

La otra metodología generalmente aceptada que se utiliza para valuar al Asesor es el análisis de flujos de efectivo descontados de las comisiones netas por administración.

Un análisis de flujos de efectivo descontados estima el valor presente neto de los flujos de efectivo después de impuestos proyectados por el Asesor. Las proyecciones normalmente se hacen suponiendo que el Asesor continúa operando como una entidad independiente que no se ha internalizado en la FIBRA. Si el Asesor tiene antecedentes exitosos de levantamiento de capital, a menudo las proyecciones reflejarán levantamientos de capital anticipadamente. Generalmente, las proyecciones también incluyen comisiones por administración de activos, junto con cualquier otra comisión por adquisición, disposición y financiamiento, de manera consistente con el contrato de asesoría/administración existente, el desempeño histórico y el rendimiento futuro esperado. Normalmente, las proyecciones no incluyen ningún *carried interest* (*Promotes*) en inversiones existentes o nuevas. Los *Promotes* que se encuentren *in-the-money* en el momento de la emisión inicial, normalmente se manejan por separado de la valuación del Asesor, de acuerdo con los cálculos de la "cascada" estipulados en el contrato de asesoría.

Factores que crean un valor diferenciado para los Asesores

¿Qué factores influyen en la creación de un mayor valor de un Asesor y por qué algunos Asesores obtienen un

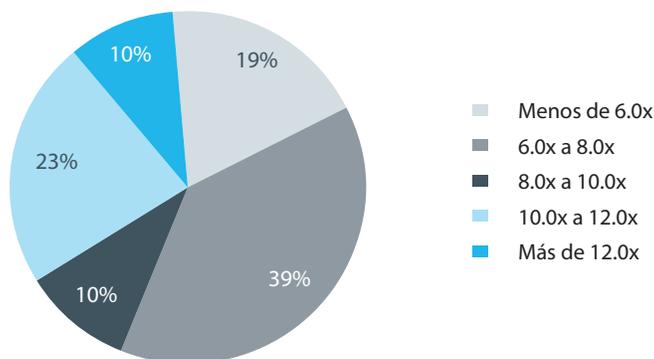
7 Precio por acción o unidad multiplicado por el número de acciones o unidades en circulación, más el valor de cualquier acción preferente.

8 En algunos casos, el monto de los AUMs no está disponible, por lo que se usa como sustituto el capital invertido (valor de mercado del capital más deuda con costo explícito).

9 EBITDA es "earnings before interest, taxes, depreciation and amortization", o "ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización".

10 Duff & Phelps analizó transacciones llevadas a cabo de 1997 a 2017. Duff & Phelps no incluyó los períodos de 2001 a 2003 ni de 2008 a 2010, debido a la escasez de ofertas públicas de REITs y a que no se pudieron identificar transacciones de internalización llevadas a cabo después de las recesiones de 2001 y 2008.

Valor del Asesor con múltiplos de EBITDA del Asesor*



* La gráfica anterior se basa en información de 31 transacciones cuya información es propietaria y privada o donde el EBITDA del Asesor se divulgó. *Se excluyeron las transacciones si el asesor externo se internalizó sin tarifa o si el EBITDA del Asesor no se divulgó.

porcentaje mayor de la FIBRA que otros? La experiencia y las investigaciones de Duff & Phelps revelan que los mayores múltiplos de valuación normalmente se asocian con Asesores que tienen: (1) un historial comprobable de altos rendimientos a los inversionistas, lo que resulta valioso para los carried interests y para levantamientos de fondos subsecuentes; (2) un enfoque en nichos de mercados lucrativos con una estrategia en particular; (3) un equipo de administración talentoso, capaz de ejecutar la estrategia; y (4) un historial de alta rentabilidad. Por otro lado, los asesores con un bajo desempeño suelen ser adquiridos por una comisión de internalización baja o inclusive nula.

Los inversionistas en entidades de bienes raíces privadas y los dueños de una empresa que funge como Asesor necesitan ponerse de acuerdo sobre el valor aportado por el Asesor para que la transacción avance y que se logre la internalización. Los inversionistas no están dispuestos a pagar una cuota de internalización excesiva por miedo a que la transacción de internalización diluya su participación cuando se conviertan en tenedores de la FIBRA después de una transacción de *roll-up*.

“La valuación del Asesor se complica por el miedo inevitable de que la comisión actual de asesoría sea muy alta” comenta Linnenman, y sigue diciendo que “sin embargo, sin un equipo de administración alineado e incentivado, lo que busca lograr la

internalización del Asesor, no se llegará a la valuación completa de los activos contribuidos”.

Conclusión

Uno de los aspectos más importante y debatidos de una transacción de internalización o de *roll-up* en FIBRAS es el valor del Asesor. Hay preocupación entre los inversionistas por los inconvenientes de pagar un precio demasiado alto por el Asesor, lo que puede tener un efecto dilusivo en su inversión. El Asesor debe ser valuado usando metodologías generalmente aceptadas y apropiadas que capturen los

flujos de efectivo futuros esperados y que tengan como resultado un valor que pueda resistir el escrutinio cuando se le compare con el valor del Asesor en otras transacciones comparables de internalización y *roll-up*. Dada la preferencia del mercado por las FIBRAS internamente administradas, el camino para lograr el máximo retorno en un FIBRA incluye que el Asesor sea interno.

Sherry Cefali es *Managing Director* y líder de la oficina de Duff & Phelps en Los Ángeles. Duff & Phelps es un asesor de finanzas corporativas y valuación internacional por excelencia con gran experiencia en *fairness opinions*, valuaciones complejas, consultoría en disputas, fusiones, adquisiciones y reestructuración. Duff & Phelps ha emitido *fairness opinions* en numerosas transacciones de internalización y *relative fairness opinions* en numerosas transacciones de *roll-up* en REITs, incluidas las tres emisiones públicas iniciales más grandes de REITs hasta el momento: Paramount Group, Douglas Emmett e Invitation Homes. Para obtener más información, visite www.duffandphelps.com.