

LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS COMO RESGUARDO DE VALOR

LA VISIÓN DE LOS LÍDERES II

► **Gonzalo de la Serna.**
CFO de Consultatio Real Estate



► **Rafael Soto.**
CFO de TGLT



► **Herman Faigenbaum.**
Managing Director de Cushman & Wakefield



EL DIÁLOGO QUE SUMA

La realidad nos desafía permanentemente. Ante un escenario de nuevas incertidumbres y cambios de contexto, y fieles a nuestro compromiso profesional con el mercado y la comunidad, optamos por analizar rigurosamente la actualidad. Creemos que el intercambio de miradas sobre un asunto en particular es una muy buena manera de desentrañar las mejores soluciones a los problemas e identificar oportunidad de negocios.

Siguiendo la línea trazada el año pasado con el reporte: "Presente y futuro de la inversión en depósitos y oficinas", en el 2013 volvemos a apostar a reunir a líderes del mercado. Y, café mediante, conversamos sobre: ¿Por qué es atractivo invertir en Real Estate hoy? ¿Qué conviene en términos de producto: oficina, residencial, etc.? ¿Qué le da el Real Estate a las carteras de inversiones? ¿En qué tipo de proyecto es más atractivo invertir: desarrollo, refuncionalización, producto terminado?

En base a ese encuentro realizado a fines de abril, elaboramos este informe único en el mercado. Esperamos que "Los activos inmobiliarios como resguardo de valor" le resulte una herramienta útil e interesante a la hora de pensar su negocio, tanto como nos resultó a nosotros.

Herman Faigenbaum,
Director General de Cushman & Wakefield.



► **Gonzalo De la Serna.**

CFO de Consultatio Real Estate, compañía dedicada al desarrollo de emprendimientos inmobiliarios innovadores y de gran categoría en ubicaciones privilegiadas.



► **Rafael Soto.**

CFO de TGLT, desarrolladora inmobiliaria con foco en los segmentos residenciales de los principales centros urbanos de Argentina y Uruguay.



► **Herman Faigenbaum.**

Managing Director de Cushman & Wakefield Argentina, compañía de servicios inmobiliarios globales, con foco en Oficinas, Industria y Retail.

LA VISIÓN DE LOS LÍDERES II

Los activos inmobiliarios como resguardo de valor

Herman Faigenbaum (HF): *¿Cómo ven la oportunidad de inversiones en Argentina? ¿En qué cosas los obliga a pensar la situación económica y política hoy?*

Gonzalo de la Serna (GS): Nuestra compañía tiene proyectos a muy largo plazo, invertir en Nordelta o en Puerto Del Lago es una decisión a 30 años y no se puede estar replanteando con el termómetro del diario del día. Sí notamos que en este momento hay, en términos de liquidez de mercado, posibilidad de tener las inversiones denominadas en pesos y acceder al financiamiento en pesos y es lo que estamos haciendo.

La compañía ha ampliado sus programas de inversión en los últimos años. Creo que más allá de la dificultad de establecer un valor para la compra-venta también se ha producido una segmentación. En los desarrollos nuevos, por las condiciones de inversión en pesos del desarrollador y la capacidad de canalización de flujos que puede tener el demandante, hoy es muy accesible el desarrollo nuevo.

Para la inversión en Real Estate (RE) a gran nivel, esta situación de liquidez es favorable y el acceso al financiamiento que le permite hoy la liquidez local y las

emisiones en el mercado de capitales también son positivos. Distinta es la situación de los desarrolladores medianos o chicos. Lo vemos mucho en Nordelta, donde los desarrolladores han pasado de un negocio de margen a un negocio de fee. Este cambio de margen a fee no se dio todavía a gran escala.

HF: *¿Este viraje evidencia una comprensión de los márgenes?*

GS: De alguna manera, sí. Hemos vivido un proceso de inflación en dólares y esta situación produce mayores requerimientos de capital. Hoy entrar con la tierra y esperar al momento del ciclo más apropiado para la venta del RE se hace más costoso. Nosotros hacemos mucho hincapié en la solidez de capital y la compañía apuesta a eso como un diferenciador en el mercado. Entendemos que todavía eso sigue siendo posible; pero vemos este clima de segmentación por sectores, por escala, por tipo de producto.

Rafael Soto (RS): Un problema que tienen los inversores hoy en la Argentina es la ausencia de una moneda a largo plazo. Si bien hay todo un menú de alternativas de inversiones en pesos,

estos no dan respaldo a una necesidad de mantener valor en el tiempo.

El mercado ha encontrado esa solución en el Real Estate pero de manera muy desorganizada. El inversor accede a la posibilidad de invertir comprando un departamento aquí, otro allá, lidiando con el alquiler, el mantenimiento. El inversor profesional necesita una base más sofisticada, más organizada, y ahí es donde hay una oportunidad de ofrecer productos de inversión. En el mundo, el que quiere invertir en Real Estate compra un REIT. Acá, el que quiere hacerlo tiene que conformarse con comprar el 4ºD de un edificio.

En Argentina hay una oportunidad grande en el mercado residencial. Éste es diferente al de otros mercados, por la ausencia de crédito hipotecario y por las relaciones de affordability de acceso a la vivienda que son imposibles para la gente común. Entonces, ahí el desafío de generar productos es mayor porque hay que generar vehículos financieros más sofisticados que los actuales para la inversión y renta de RE.

HF: *¿Qué caracterizaría a un edificio residencial?*

RS: El edificio de oficinas se administra, en general, como una única propiedad: con menos dueños, una administración más sofisticada. El edificio residencial tiene tantos dueños como departamentos y se administra de una forma muy artesanal.

¡Cuánto mejor para un inquilino sería un edificio que tenga un único dueño que se preocupe por el valor de la propiedad en su conjunto y le ofrezca un producto diferencial! A ese mercado el inversor institucional sofisticado no ha llegado y hay oportunidad para invertir. Entonces frente a la pregunta de comercial o residencial, la respuesta natural es lo comercial. Pero claramente hay que empezar a mirar la forma de generar una alternativa para la inversión residencial.

HF: Creo que el problema clave que enfrenta el mercado hoy es que resulta muy difícil determinar cuánto vale un activo inmobiliario. Y si no se puede determinar cuánto vale es muy difícil generar algún tipo de transacción. Para mí, el conflicto se origina en el '75 con el Rodrigazo. Ahí empieza a haber una

tendencia cada vez mayor de valuar los inmuebles en dólares. Esto siguió avanzando a lo largo de todos los procesos económicos de Argentina. En los '90 con la convertibilidad llegamos a que todos los inmuebles comerciales se valúan en dólares para la compra-venta y lo mismo con los departamentos y las rentas comerciales (con la excepción de Retail).

Creo que esto fue un efecto natural de una economía que no ha construido una moneda fuerte. Mientras hay acceso libre al dólar y al mercado de cambio libre, no hay ningún problema. Cuando tenemos la situación actual se hace difícil determinar cuánto valen las propiedades. Y por ende, el retorno de esa propiedad. Veo que el mercado se vuelca al Real Estate por un exceso de pesos y no por un convencimiento de que las valuaciones sean correctas. Muchos inversores no encuentran alternativas para volcar sus pesos en otros mercados.

GS: Coincido puntualmente en que las tasas de expansión monetaria y las tasas reales negativas, en la Argentina, pero

también en el mundo, producen una demanda estructural de activos reales. Esa demanda estructural busca canalizar flujos de inversores, agentes, familias, etc., que hoy no encuentran un retorno real en las tasas, ni una reserva de valor en la moneda.

Pero también es cierto que el mercado local de Real Estate (RE) se ha mostrado como un canal de aplicación de fondos valedero también antes de que se produzca esta cuestión de los pesos. El RE ha tenido un período fenomenal del 2004 al 2012 -de los más importantes de su historia- y creo que eso también tuvo que ver con la crisis del 2001-2002 y la posterior recuperación económica.

Es decir, la crisis de los bancos y el público retirando los fondos, instalaron al RE como un canal valedero de aplicación. Para que eso haya sido posible, y continúe a lo largo de la historia, se debe sustentar en que el RE ha funcionado bien como reserva de valor a largo plazo, ha representado una buena protección contra la inflación y también ha sido fuente de renta.



Es importante que los inversores hagan una inversión entusiasmados: porque les gusta el producto, la rentabilidad esperada, las características del desarrollador que lo lanza, etc. Porque eso es lo que, el día que no haya una regulación y una necesidad concreta, va a mantener ese vínculo.

► **Gonzalo de la Serna.**

HF: Creo también que han aparecido, se han desarrollado o han incrementado un número de players que han introducido una gestión mucho más profesional a lo que era el rubro construcción hace 20 años. Y una de las principales cuestiones que preocupa a los inversores es el riesgo de construcción. Hay inversores que alojan parte de su portafolio en activos totalmente líquidos y por 5 ó 6 años no los vuelven a tocar. Y otros, necesitan cierta liquidez.

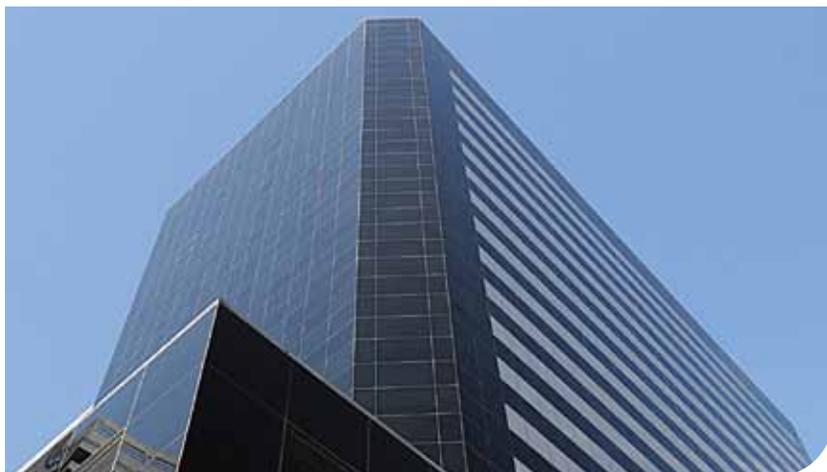
Por mi parte, considero que el Real Estate tiene que ser considerada una inversión de largo plazo que intenta lograr renta corriente y apreciación o protección de valor a largo plazo. Y esa es una característica de las más fascinantes que tiene el activo inmobiliario que tiene los dos condimentos. Ahora, si uno no tiene que tener apuro en salir, tampoco debería



“

El Real Estate tiene que ser considerado una inversión de largo plazo que intenta lograr renta corriente y apreciación o protección de valor a largo plazo. Y esa es una característica de las más fascinantes que tiene el activo inmobiliario que tiene los dos condimentos.”

► **Herman Faigenbaum.**



tener apuro en entrar, no? Entonces, eso no quiere decir que hay que esperar al momento en que necesariamente el mercado esté por el piso pero hay que poder evaluar el momento de entrada. Hay situaciones en las cuales uno puede entender con más claridad del momento del ciclo en el cual está y cómo van a estar las valuaciones en el futuro. Creo que la dificultad grande que tenemos hoy es que es más difícil determinar eso.

RS: Hay un problema que se da hoy en la valuación de los inmuebles relacionada con la situación muy diferente que viven el mercado secundario y el mercado primario. El mercado primario tiene que pagar costos que son muy claros. Yo sé exactamente cuáles son los costos de producción de una unidad nueva y el costo del terreno. Tengo un margen objetivo, y determino el precio, obviamente teniendo en cuenta la situación de la competencia.

El comprador se encuentra en el mercado primario con un producto nuevo que tiene un valor y forma de pago en pesos que son muy claros mientras que en el secundario, que es donde se genera verdaderamente la liquidez en el mercado, se encuentra con valores respecto de los que es muy difícil ponerse de acuerdo con el vendedor y ahí se origina la caída estrepitosa de transacciones inmobiliarias en el último año. Hoy el mercado secundario y el primario no logran unirse.

HF: Y a eso se suma lo que llamarías una “valuación por comparables” que está muy bien, pero después tenés una “valuación por renta”. En los activos comerciales, valuados en dólares, hoy se está cobrando una renta denominada en dólares pagada en pesos a cambio oficial. Si el cambio oficial llegara a juntarse con el cambio paralelo, esa renta subiría; si no se mantendría en los niveles actuales que son relativamente bajos.

RS: Estaba mirando hace unos días cuál había sido la renta del RE a lo largo del tiempo en Argentina. Uno ve que en los '80 estaba más o menos en el 10%, en los '90 alrededor del 8% y ahora al 5%. Me pregunté entonces por qué bajó tanto. Después miré las tasas históricas del bono del tesoro a 10 años. En los 80' estaban en el 10%, en los 90' en el 7% y hoy están cercanas al 2%. Entonces, lo que veo es que el Real Estate se ha comportado como un activo de bajo riesgo y que ha generado rentas acordes a ese tipo de riesgo.

Y otra cosa: lo que tiene el activo inmobiliario, que es un activo de renta fija de alguna forma, es que lo es a tasa variable. Algo que ofrece la inversión inmobiliaria es la capacidad de ir ajustando la renta, en función a lo que es el mercado en cada momento del tiempo. Porque se pueden poner factores de ajustes en los contratos, los contratos son de corto plazo; entonces cada vez que hay una renovación, puedo reajustar para acomodarme al mercado. Por lo tanto debe ser considerado como un activo de renta fija a tasa variable y de bajo riesgo.

GS: Incluso lo que decías que hoy las rentas están en dólares y se liquidan en pesos: el mercado financiero puntualmente está demandando masivamente estos productos de “Dólar Link”, de alguna manera. Y eso es un “dólar link”.

Creo que en estos momentos hay un tema cualitativo que toma mucha importancia. El asunto es intentar quitar de la discusión el precio para pasar a hablar del valor percibido, de la calidad de la propuesta.

Consultatio apuesta a eso, a tener lo que los accionistas llaman “un valor metahistórico”. Esto es proponer productos que tengan valor agregado intrínseco. Éste puede variar con la coyuntura en un margen acotado, pero el cliente compra un activo que tiene valor.

HF: En ese sentido, el valor residual de un activo, se puede ver de distintas maneras. Una, como el valor de origen menos la depreciación (muchos activos son eso: 40 ó 50 años después valen la mitad o, en el otro extremo, el doble porque están en una zona que ha crecido).

Hay un ejemplo con la certificación LEED. Cumplir con esta normativa suele costar un poco más. Cuando me preguntan si se va a poder alquilar más caro (para compensar el mayor costo) explico que se va a poder alquilar al mismo valor que cualquier otro edificio de la zona que tenga características similares.

Pero aclaro: 1) Ante ofertas iguales, el edificio se va a alquilar primero (se va a reducir la tasa de vacancia y eso va a impactar sobre los retornos corrientes). 2) El edificio va a tener más liquidez porque va a haber más compradores para este que para cualquier otro. Y 3) El valor residual (o el precio de venta) será más alto porque es un edificio de más calidad. Esto es una forma de abordar cómo lo que mencionaba Gonzalo de la calidad del edificio se traduce en el número del valor agregado.

En general, desde el punto de vista de los inversores, se tiende a pensar que el riesgo de vacancia en el edificio comercial es menor que el que podés tener en un edificio residencial y que la capacidad de ajuste que podés tener en un edificio comercial es mayor a la de un edificio residencial. Eso hace que normalmente los inversores se sientan volcados mucho más a analizar proyectos comerciales que residenciales.

RS: Creo que de acá a un tiempo, en el mercado residencial vamos a tener un problema grande que es que se han producido muchas unidades de algo que el mercado no necesita. El 45% de las unidades producidas en la Ciudad de Buenos Aires en los últimos 3 o 5 años, han sido monoambientes. La gente ante la

desesperación de encontrar un resguardo de ese valor, va y compra lo que puede. Y para un presupuesto medio, eso equivale a un monoambiente de 70/100.000 dólares.

Entonces volviendo a la idea de que las familias no pueden acceder a la vivienda y tienen que alquilar, va a llegar un momento en el que va a ser muy evidente el desbalance entre la oferta y la demanda. Con lo cual el análisis la vacancia – así como cada oportunidad de inversión en el sector residencial – tiene que tener muy en cuenta el tipo de producto.

HF: El punto que parece más débil del mercado residencial es la vacancia. ¿Por qué? Uno de los puntos es el ajuste de los valores. Creo que estos no deberían ser un tema. Los valores de las rentas son homogéneos porque el universo de unidades es muy grande y “commoditizado”. Entonces es fácil establecer valores de renta y se van ajustando en la medida en que se ajuste el mercado en esa zona.

El otro punto, donde sí creo que hay un riesgo que puede ser mayor, es en la vacancia porque es mucho más difícil medir el riesgo de default de un inquilino residencial. Un individuo se puede mudar más fácil que una empresa. Entonces creo que ahí habría que evaluar la posibilidad de que exista algún instrumento de seguro para esos contratos (como sucede en otros países). Porque si existiera alguno, el producto residencial podría tomar una estabilidad diferente y resolver los problemas de vacancia mencionados.

RS: Ahí está el tema de las garantías y la selección de los inquilinos. En el mundo se hacen un análisis de crédito de los interesados en alquilar. En Argentina apenas se pide un garante del que tampoco se hace, en general, una evaluación profunda. Un producto de renta residencial debería profundizar en el análisis de crédito y garantías ofrecidas por los inquilinos, para reducir el riesgo de los inversores.

HF: ¿Qué tenemos que hacer hoy para que el RE tenga más participación en el mercado de capitales?

RS: Creo que hay que ligar el instrumento del mercado de capitales al valor y a la renta del inmueble. En TGLT estamos trabajando en un producto de esa naturaleza, un fideicomiso financiero que financie la construcción del inmueble y después traspasa la renta de ese inmueble y en última instancia, el valor de venta al dueño de ese título. Creo que ese es el link que no se terminó de generar. El ideal es que haya muchos desarrolladores generando el mismo tipo de producto

y con características muy similares. De manera de generar un mercado de títulos parecidos, comparables, que produzca oportunidades de arbitrajes. Esto daría mayor nivel de liquidez a esos títulos, conocimiento del mercado, familiarización, track record.

GS: Como todo proceso de construcción de una relación, y en este caso entre la industria del Real Estate y los inversores del mercado de capitales, todavía faltan algunas cosas por pulir como para poder encontrar productos que sean más dinámicos y más líquidos y que resuelvan algunas cuestiones que todavía presenta el RE para las carteras de inversión.

El RE siempre fue considerado como un Asset Class de diversificación y de largo plazo, con bajo riesgo de reinversión. Cuesta un poco todavía a la industria resolver cuestiones de liquidez y cuestiones de carrying cost, es decir, qué pasa si hay vacancia, quién se hace cargo, cómo se resuelve eso, etc. Entonces ahí creo que hay un espacio para crear productos.

RS: En lo referente a regulaciones, recientemente se dio el caso que generó los llamados “FIBRA” en México, que no son más que los REITs americanos. Y explotó el mercado. Han salido unos 5, que están creciendo mucho y revalorizándose de forma acelerada, porque reciben nuevo capital permanentemente y están haciéndose de una cartera importante y diversificada de propiedades. En 2 años alcanzaron un market cap de US\$ 8.300 millones. Y fue sólo a partir de un cambio regulatorio.

GS: Nosotros estamos lanzando un producto de fideicomiso a 10 años y la verdad es que hubo mucho interés. Esos son los casos que si la regulación acompaña, los jugadores están con ganas de hacer cosas y hay un potencial muy importante ahí. Creo que los inversores institucionales pueden venir a zanjar un problema que tiene hoy el mercado de RE, sobre todo, medio y bajo que es la financiación.

RS: Desde la regulación, lo otro que falta es la generación de monedas. Hay mucha iniciativa de las cámaras de desarrolladores y de construcción en lograr que el gobierno permita la indexación. Eso es clave para la industria, porque ésta tiene un ciclo de producción de largo plazo y necesita una moneda. Un tema clave en la financiación de la construcción es que vos me das un monto para financiar un inmueble que hoy costaría hacerlo tanto, pero puede terminar costando cualquier otra cosa. Entonces el manejo de los

mayores costos por inflación es un tema en la financiación y no se resuelve sino de otra forma que financiando en la misma moneda en que se da.

HF: El problema es que el inversor institucional necesita un bono, un instrumento financiero que pueda tradeear en un mercado, por muchas razones: desde el punto de vista de oferta pública, valor, precio, etc. Es decir, no sea una transacción entre partes sino un mercado.

En general, las operaciones de RE eran más de Equity que de Mercado de Capitales. Ahora están empezando a aparecer estos productos... Creo que en la medida en que se incorpore una razonabilidad en términos de lo que es el financiamiento de este tipo de operaciones, el Mercado de Capitales los va a ir absorbiendo e incorporando y esa relación se va a ir incrementando. Estoy seguro que dentro de 5 años, la cantidad de productos de RE va a ser mucho mayor.

GS: Y es importante que los inversores hagan una inversión entusiasmados. Esto es porque les gusta el producto, la rentabilidad esperada, las características del desarrollador que lo lanza, etc. Porque eso es lo que, el día que no haya una regulación y una necesidad concreta, va a mantener ese vínculo.

RS: Agrego algo más: este cambio no se trata sólo de una demanda del mercado de inversores institucionales, también de las familias. Hay familias que tienen todo su valor atado a un departamento, a ese 4° D. Eso no cumple con ninguno de los requisitos de decisión de inversión, ni de diversificación, etc. ¡Cuánto mejor sería que esa familia pudiera participar de una cartera de “4°D’s” distribuidos en toda la ciudad! Sería una fuente de riqueza muchísimo mayor.

“ “

El Real Estate se ha comportado como un activo de bajo riesgo que ha generado rentas acordes a ese tipo de riesgo. Además, la inversión inmobiliaria tiene la capacidad de ir ajustando la renta, en función a lo que es el mercado en cada momento del tiempo. Entonces debe ser considerado como un activo de renta fija a tasa variable y de bajo riesgo.

► **Rafael Soto.**



NUESTROS SERVICIOS

▸ Brokerage

Representación de inquilinos / compradores
Representación de propietarios / vendedores
Comercialización para alquiler
Mercado de oficinas
Industrias y distribución
Locales comerciales
Terrenos

▸ Project Management

Gestión de proyectos
Sustentabilidad - Green Buildings

▸ Gestión y Operación de Propiedades

Property Management
Facility Management
Administración y consorcios Clase A
Mantenimiento de edificios

▸ Capital Markets

Valuaciones
Investigación de mercado
Gestión en inversiones inmobiliarias



(011) 5555 1111

Carlos Pellegrini 1141, 6°. CABA
argentina@sa.cushwake.com

