



GETTY IMAGES

LA PREFERENCIA POR EL *capital preferente*

Nuevos fondos de inversión inmobiliaria explotan una combinación de bajo riesgo con alta rentabilidad.

CAMILO CASTELLANOS

En 2015, las dos últimas casas que quedaban en calle La Gloria, en Las Condes, corrieron la misma suerte que las del resto del barrio: fueron demolidas y, en su lugar, se excavó un enorme agujero para cimentar las bases de un nuevo edificio. Al igual como

ocurrió con el resto de las propiedades de esa calle, ahora ese terreno está cubierto por placas de madera por las que sobresalen grandes grúas y plumas de construcción.

No obstante, el proyecto La Gloria 47, un edificio de 16 pisos y 144 departamentos, tiene una novedad frente a las decenas de edificios que se han levantado en el barrio: fue financiado por un

Hernández, de HMC

“Es un financiamiento intermedio entre el que ponen los socios y la deuda bancaria”



HMC

fondo inmobiliario de capital preferente. Se trata de un tipo de fondo que encontró un nicho único entre las tradicionales fuentes de financiamiento de los proyectos inmobiliarios en Chile y que está llamando fuertemente la atención entre los inversionistas por su buena relación riesgo/retorno.

“Un proyecto inmobiliario se financia típicamente con una parte de deuda, una parte de preventa y otra parte que ponen los socios de la inmobiliaria”, dice Juan Pablo Hernández, socio y gerente de Activos Reales de HMC. “El capital preferente se mete en esta estructura y viene a hacer un intermedio entre el capital propio que ponen los socios y la deuda tradicional del banco”.

Es un esquema que si bien vio nacer a sus primeros exponentes hace más de una década, ha ganado presencia en los últimos años con las nuevas restricciones a los créditos bancarios para los desarrollos inmobiliarios. Para lograrlo, los fondos combinan la compra de departamentos con contratos crediticios y seguros. El primer paso de una operación de capital preferente consiste en comprar a una desarrolladora inmobiliaria un número de unidades de departamentos en blanco o en verde de algún proyecto que esté llevando a cabo, pero con un buen descuento, el cual normalmente bordea el 40%. Esta compra se hace con la condición de que la inmobiliaria, dentro de un plazo determinado, puede recomprar las unidades al mismo precio. Sin embargo, para mantener viva esta opción de recompra, la inmobiliaria debe

pagar primas, típicamente trimestrales, que dependen de las condiciones que se negocien.

De esta manera, la inmobiliaria recibe dinero fresco para financiar su proyecto, el cual puede combinar con créditos bancarios y aportes de capital, y el fondo se asegura un flujo de dinero a partir de las primas y la recompra de las unidades.

Estos fondos tienen dos mecanismos específicos que hacen que la inversión no tenga el mismo riesgo del negocio inmobiliario. Primero, la compra del inmueble con un descuento tan elevado entrega un resguardo en caso de que no se paguen las primas, ya que la inmobiliaria pierde el derecho a recompra, y el fondo gana el derecho de vender directamente las unidades a precio de mercado. Segundo, por ley la inmobiliaria debe garantizar con una póliza de seguro la entrega del activo. Así, en caso de que el proyecto se construya, pero la inmobiliaria no quiera comprar, el fondo puede vender las unidades en el mercado a un precio mayor al que invirtió.

En el peor escenario, en que el proyecto no se termine, el fondo puede activar el seguro y recuperar el valor de lo invertido. Fue lo que ocurrió, por ejemplo, durante la quiebra de la constructora Fernández Wood: algunos fondos de capital preferente que habían financiado alguno de sus proyectos, pudieron activar el seguro, vía la compañía HDI, evitando correr la suerte del resto de los acreedores.

Con ello, el riesgo es bajo, pero la rentabilidad no lo es, lo que lo ha transformado en instrumentos atractivos para inversionistas más conservadores. “Son dirigidos a clientes que tenían renta fija de mediano plazo y que, con esta coyuntura de tasas, han necesitado buscar activos alternativos para mantener tasas un poco más competitivas”, dice Ignacio Correa, subgerente de productos Nevasa.

“Estos fondos, en general, están rentando en UF +5 o +6, lo cual es un retorno realmente atractivo”, dice José Bascuñán, portafolio manager de Tanner Servicios Financieros. “Me resulta más confiable invertir en capitales preferentes que en acciones muy volátiles o en bonos que sean triple B, doble B o incluso A”.

De hecho, muchos han encontrado en el capital preferente una alternativa a las bajas tasas de la renta fija. Empresas como Larrain-Vial, BTG Pactual, Security, Nevasa y HMC tienen este tipo de fondos, en forma privada y pública, y varios han ganado importantes inyecciones de capital en el último tiempo. Un ejemplo de esto es el fondo HMC IFB Capital Preferente II, que se inició a finales de 2016, y ha tenido un crecimiento en su capital de 48,73% en 2017, alcanzando un patrimonio de \$4.979 millones. Además, muchos fondos de deuda privada han sumado estrategias de inversión de capital preferente a sus portafolios. Otro que ha levantado capital recientemente es BTG Pactual Financiamiento con Garantías Inmobiliarias Fondo de Inversión,

en el cual los aportantes suscribieron compromisos por US\$ 70 millones. En este caso, aunque el fondo invierte gran parte en capital preferente, también incluye otras estrategias relacionadas con financiamiento inmobiliario.

El crecimiento de estos fondos, no obstante, no habría sido posible si los bancos no hubieran retrocedido su presencia en el sector inmobiliario. “Anteriormente podían representar más de un 70% del costo total del proyecto. Hoy están más restrictivos”, dice Hernández, de HMC.

OJO CON LOS RIESGOS

Si bien los riesgos de estas operaciones están acotados, en la industria dicen que de todos modos hay que minimizar el riesgo inmobiliario a través de una buena selección de productos. “Ahí es donde la comuna y el tipo de proyecto tienen que tener sentido”, dice Hernández. “Bajo un producto razonable, con un proyecto pensado en una zona y con un público objetivo que funcione, no debiese haber tantos riesgos”.

Además, los fondos disminuyen riesgos a través de la diversificación: cada uno participa de varios proyectos inmobiliarios a cargo de diferentes desarrolladores, en distintos tipos de construcciones y en distintas comunas.

Aparte de los riesgos propios del proyecto inmobiliario, los expertos ven dos elementos que hay que tener en cuenta en estos fondos: la falta de liquidez y un *due diligence* legal adecuado. “Si es que hay algún

“

SI BIEN SUS RIESGOS SON ACOTADOS, HAY QUE REDUCIRLOS SELECCIONANDO BUENOS PRODUCTOS

”

problema en el mercado, y los proyectos se empiezan a dilatar un poco más de lo estipulado, se podría sufrir una falta de liquidez que impida afrontar compromisos a corto plazo. Esto podría golpear al fondo”, dice Bascuñán, de Tanner.

En cuanto al *due diligence* legal, los expertos previenen que hay que poner atención a la forma en la que se organiza la póliza. “Hay que estar muy atento a los términos que hay en la póliza: puede que bajo ciertas situaciones no se gatille o que dadas ciertas situaciones sí se gatille, pero se pague a 90 días. Hay que estar bien atento a que los documentos estén bien redactados”, dice Bascuñán.

“El negocio tiene como piedra clave que estén todos los *due diligence* legales bien hechos, cosa de no tener problemas el día de mañana”, dice Correa. Con esto, explica, se previene que se puede ejecutar la póliza en el momento de impago. “La póliza tiene que estar bien constituida desde el inicio”, dice Correa.

Sin embargo, advierten que es un error depender solo de la póliza. “Si se invirtió en un proyecto que

no es muy bueno, y que se sustenta solo en la póliza de seguros, la probabilidad de que haya que salir a vender a descuento es bastante alta”, dice Hernández. Esto, asegura, es un problema que se agrava por el crecimiento en la popularidad de estos fondos.

“Uno de los riesgos que estoy viendo es que han salido muchos actores a hacer capital preferente, pensando que es un producto simple y de bajo riesgo”, dice Hernández. “Lamentablemente hemos visto que el mercado está siendo un poco irresponsable en resguardarse solamente en la póliza de seguros y en pasar plata a inmobiliarias que no necesariamente tienen una expertise de manejar una estructura como esta. Hay muchos elementos que hay que tener en cuenta, como el nivel de apalancamiento de la inmobiliaria, cuántos proyectos tiene, cuáles son los niveles de construcción de todos sus portafolios”.

Para prevenir esto, los expertos recomiendan que el fondo haga un estudio en profundidad de los proyectos (analizando dónde se van a realizar, cuál es el público objetivo, etc.) y de la inmobiliaria, antes de realizar la inversión. Un estudio que no se estaría realizando en varios de los casos, entre algunos de los nuevos fondos.

No obstante, el alza se mantendrá: si se cumplen las proyecciones que dicen que el gobierno de Piñera hará resurgir la construcción y los proyectos inmobiliarios, el capital preferente seguirá ganando espacio entre los fondos en Chile. **7**