REVISTA CHILENA DE ECONOMÍA Y SOCIEDAD, ISSN (en línea) 0719-0891 ISSN-L: 0718-3933
Volumen 16 · Número 1 · junio 2022

ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS INMOBILIARIOS EN CHILE

FINANCING ALTERNATIVES FOR REAL ESTATE PROJECTS IN CHILE.

Camila Castillo Faesch*
Hernán A. Elgueta Strange**

RESUMEN

La manera en que las empresas configuran su estructura financiera o de capital determina ciertas posiciones en relación con los niveles de riesgo que se asumen y el efecto que tiene la deuda en la rentabilidad de una empresa o un proyecto.
Si bien existen muchos factores determinantes para que un proyecto resulte exitoso, analizándolo desde la perspectiva de la obtención de los retornos esperados por los inversionistas, la elección de la adecuada estructura de financiamiento resulta determinante entre un proyecto viable y un proyecto contablemente exitoso.
Poder aplicar distintas alternativas de financiamiento en un desarrollo de proyecto inmobiliario resulta fundamental para poder acceder a una diversificación que abre las puertas a mejoras en las estructuras de las empresas.

Palabras claves: proyectos inmobiliarios

ABSTRACT

How companies configure their financial or capital structure determines certain positions in relation to the levels of risk that are assumed and the effect that debt has on the profitability of a company or a project.
Although there are many determining factors for a project to be successful, analyzing it from the perspective of obtaining the returns expected by investors, the choice of the appropriate financing structure is decisive between a viable project and a successful accounting project.
Being able to apply different financing alternatives in a real estate project development is essential to be able to access a diversification that opens the doors to improvements in company structures.

Key words : real estate projects

Jel code I3, I38, g2, g5, g51

Fecha de recepción 10 de noviembre 2021
Fecha de aceptación 26 de diciembre de 2021

* Ingeniera Comercial. Universidad del Desarrollo, Concepción, Chile. Magíster en Dirección y Administración de Proyectos Inmobiliarios, Universidad de Chile, Santiago de Chile. Filiación institucional: investigadora independiente. Correo electrónico: camila.castillof@gmail.com
**Arquitecto Universidad de Chile, Santiago de Chile. Máster en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias, Universidad Politécnica de Madrid 2004. Filiación institucional: Profesor asistente Departamento de Arquitectura, Facultad de Arquitectura y Urbanismo Universidad de Chile, Santiago de Chile. Correo electrónico: helgueta@uchile.cl.

INTRODUCCIÓN

La forma en que se llevaban a cabo los proyectos inmobiliarios hace algunos años ha cambiado, principalmente porque tanto los mercados como los mecanismos han evolucionado, dentro de los cuales se encuentra el financiamiento. Se hace imprescindible entonces cambiar los modelos de gestión que permitan congeniar todos los procesos de un proyecto para encontrar la estructura de financiamiento más eficaz. Existen sistemas tradicionalmente conocidos de financiamiento; sin embargo, en los últimos años otras alternativas se han hecho un espacio en el mercado financiero, acorde con la necesidad de nuevas estrategias que sean más eficientes y tributariamente efectivas para desarrollar los proyectos inmobiliarios.

La forma en que están distribuidas las diferentes fuentes de financiamiento de una empresa para hacer posible las inversiones en el activo se denomina *estructura financiera* o *de capital*; es decir, "la obtención del dinero necesario para el financiamiento de la empresa y quien ha de facilitarla" (Aguirre Sádaba, 1992). Por tanto, el coeficiente de endeudamiento (deuda/patrimonio neto) es el principal medidor o indicador de la estructura de capital. Sin embargo, hay que tener en cuenta que cada empresa es diferente y tiene una estructura de capital óptima distinta que depende de la industria y sector en el que participa, la madurez del mercado en el que opera, la coyuntura económica, etc., por lo que encontrar un coeficiente de endeudamiento universal no es posible.

En este sentido, la deuda tiene una gran importancia en la estructura de financiamiento, optimizando el funcionamiento de la empresa, pues todas tienen la necesidad de endeudarse de la forma que más se adecúe a su situación o proyecto, y no necesariamente todas lo harán bajo el mismo esquema.

Dentro de las fuentes de financiamiento existen las de carácter público y privado, de las cuales las primeras son conocidas o al menos existe información que permite acceder a ellas; estas solo son posibles de utilizar en proyectos públicos y, por lo tanto, son alternativas más acotadas, a diferencia de las fuentes de financiamiento privado, las cuales tienen posibilidad de utilización en ambos sistemas. A pesar de esto, su conocimiento como alternativas es restringido, pues no existen figuras que asesoren o información que describa las diversas alternativas en relación con los distintos tipos o tamaños de proyecto.

Dentro de rubro inmobiliario, son principalmente pequeñas y medianas empresas las que se dedican al desarrollo habitacional y, de acuerdo con los resultados de la última encuesta Casen de 2017 (Resultados_vivienda_casen_2017.pdf, s. f.), un 59,5% de las propiedades corresponde a tenencia propia, mientras que un 22% a arriendo. Si bien en los últimos años el porcentaje de propiedades en arriendo ha aumentado considerablemente, el desarrollo de proyectos orientados a venta sigue siendo el más relevante.

Gran parte de los que conforman este rubro inmobiliario, a pesar de ser un campo muy competitivo, rápido y cambiante, solo conocen una porción de todas las opciones disponibles para financiar proyectos, produciéndose una desigualdad de información y siendo difícil para las inmobiliarias tomar las mejores decisiones sobre tipos de financiamiento para poder mejorar su estructura y condición tributaria.

1. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

El objetivo de las empresas debiese ser lograr un portafolio de financiamiento, el cual debería tener la mejor composición con el fin de disminuir el costo de todas las fuentes de financiamientos disponibles y así lograr el mejor riesgo/retorno de financiamiento.

Si nos enfocamos en la estructura de capital, el uso de la deuda puede ser beneficiosa si la empresa la utiliza con el fin de lograr una estructura óptima de inversión. Esto favorecerá el crecimiento en su producción y, por ende, un incremento en las utilidades operacionales cuando se incrementan las ventas de la compañía. Pero, ¿cómo sabemos cuál es la estructura óptima de financiamiento? La respuesta debería ser aquella que maximice el valor de las acciones y de la deuda, y minimice el coste medio de capital. Esto se traduce en un objetivo básico de financiación: buscar fuentes de financiamiento al menor costo posible.

De acuerdo con Copeland Weston y Shastri (Copeland—Financial Theory and Corporate Policy [4th Edition], s. f.), toda empresa puede utilizar distintas fuentes de financiamiento. Por ejemplo, mediante el endeudamiento, mejor conocido como el apalancamiento, la empresa logra una forma de financiamiento más barata que los fondos propios de la empresa, en la mayoría de los casos, ya que cuando las empresas logran hacer uso más eficiente del apalancamiento financiero, incrementan la generación de valor en su rentabilidad sobre los recursos propios.

En 1952 Harry Markowitz originó la teoría moderna del portafolio o teoría moderna de selección de cartera, que estudia cómo maximizar el retorno y minimizar el riesgo mediante una adecuada elección de los componentes de una cartera de valores. Propuso que el inversor debe abordar la cartera como un todo, estudiando las características de riesgo y retorno global, en lugar de escoger valores individuales en virtud del retorno esperado de cada valor en particular.

Las teorías tradicionales para las decisiones de financiamiento se basaban en los fundamentos sobre la relevancia del nivel de endeudamiento de una empresa para su estructura de financiamiento, donde minimizar el costo y el riesgo de la estructura de financiamiento contribuía a generar mayor rendimiento y, por consiguiente, mayor valor a sus accionistas. Cierto nivel de endeudamiento permitía aumentar la rentabilidad, pero un exceso de este aumentaba la prima de riesgo que exigían los financistas por los pasivos y los inversores por las acciones, con lo cual el costo del financiamiento comenzaba a incrementarse hasta tornarse antieconómico.

En cambio, para Modigliani y Miller (1958), el costo de financiamiento para una empresa es independiente de su nivel de endeudamiento. Se basan en que, al crecer el mismo, aumenta el costo del endeudamiento, pero disminuye el rendimiento esperado del patrimonio propio, con lo cual el costo promedio permanece constante. La proposición de Modigliani y Miller se desarrolla bajo los supuestos de un mercado financiero de capitales perfecto, donde las empresas deciden qué recursos financieros utilizar, seleccionando un mix compuesto por recursos propios y deuda. Las teorías de Modigliani y Miller son las pioneras en cuanto al estudio de estructura de capital y sus supuestos, si bien ayudaron a completar sus conclusiones, son alejados de la realidad. Modigliani y Miller argumentan su teoría inicial mediante los siguientes supuestos:

La primera afirma que se asume que inversión y financiación son realizadas a la tasa de interés libre de riesgo. La segunda es la ausencia de costos de quiebra o interrupción del negocio y la tercera es la ausencia de costos de transacción e impuestos,

lo que determina que los recursos financieros sean perfectamente sustitutivos. Otro de los supuestos es que no hay asimetría de información.

Sabemos que la mayoría de estos supuestos son irreales, por lo que, años más tarde, Copeland Weston y Shastri se percataron de que si modificaban algunos supuestos, las conclusiones de Modigliani y Miller no variaban mucho, pero, cambiando el supuesto de los costos de quiebra y de que no existen impuestos, las conclusiones de sus estudios sí cambiaban.

Así, si no existiesen impuestos sobre los beneficios, el valor del proyecto o empresa a valorar no se vería afectado, ya que el WACC sería siempre el mismo. No existirían diferencias entre los pagos por intereses de las deudas y los dividendos a repartir a los accionistas.

Sin embargo, la existencia de impuestos sobre los beneficios hace que esta relación se quiebre, ya que el WACC sí cambiará, dependiendo de su nivel de endeudamiento, ya que, gracias a este, los intereses producidos tendrán otro método tributario, así como también los dividendos que se reparten a los socios. Esto quiere decir que los pagos de intereses son contabilizados como gasto deducible a efectos de impuestos, mientras que los dividendos se pagarán después, no reduciendo la cantidad de impuestos a pagar.

Por tanto, la implicancia en el dividendo entregado a los accionistas no varía habiendo o no impuestos, pero los intereses sí serán menores, ya que parte de ellos se compensan pagando menos impuesto.

La rentabilidad demandada por los inversionistas se incrementa conforme aumenta el endeudamiento, esto porque el uso de la deuda implica que existan menos recursos para los accionistas (línea creciente de *ke*). Sin embargo, el coste de las deudas *kd* no aumenta proporcionalmente con el endeudamiento, sino que es una línea horizontal (*ki*). Esto es así porque, en caso de problemas financieros, aquellos que tienen prioridad en el cobro son los acreedores, por lo que hasta que no se alcancen niveles elevados de endeudamiento, hay muchas probabilidades de que podrán recuperar todo el dinero prestado.

Ambas premisas hacen que los ahorros fiscales deducidos del endeudamiento vuelvan más interesante endeudarse, ya que provocarán el denominado apalancamiento financiero aumentando el valor de la empresa. Este efecto será siempre así hasta un límite, que será aquel punto a partir del cual un exceso en el nivel de deudas pueda provocar peligro de quiebra o insolvencia.

Finalmente, la teoría concluye señalando que el valor de mercado de una empresa endeudada es mayor que el valor de mercado de una empresa no endeudada, debido al valor aportado por el descuento tributario de los intereses de la deuda.

Otra teoría que se refiere a la estructura de financiamiento corresponde a la teoría del *trade-off*. La forma en que las empresas configuran su estructura financiera y de capital determina ciertas posiciones en relación con los niveles de riesgo que se asumen y el efecto que tiene la deuda en la rentabilidad de una empresa. La teoría del *trade-off* manifiesta que las empresas elevan sus niveles de deuda para buscar ventajas tributarias producto del pago de intereses, lo que les permite, si el efecto apalancamiento es positivo, incrementar la rentabilidad y valor de la empresa.

Sin embargo, el uso excesivo del endeudamiento puede llevar a la empresa a una situación de dificultades financieras, en la que aparecerán problemas para hacer frente a los pagos a los que se ha comprometido con sus acreedores en el plazo estipulado. Existen diversos estudios sobre los efectos de las dificultades financieras en el nivel

de endeudamiento, basándose principalmente en considerar los efectos de los costos de quiebra y la probabilidad de quiebra. De estos estudios se desprende que las empresas con mayores costos y probabilidades de quiebra deberían utilizar menos deuda en su estructura de capital.

De esta manera, se establece un límite de endeudamiento debido a la existencia de costos derivados de las dificultades financieras que pueden contrarrestar los beneficios tributarios de la deuda.

Es así como la estructura financiera queda ligada a las ventajas tributarias y el riesgo financiero, esto es, a medida que la empresa va aumentando el uso de la deuda, incrementan los beneficios procedentes de la deducción impositiva de los intereses financieros, pero también van aumentando las obligaciones del pago de la deuda y, con ello, los costos financieros. La posibilidad de sufrir dificultades financieras disminuye el valor de la deuda, debido a que los acreedores financieros conscientes del mayor riesgo financiero exigirán mayores tasas de rentabilidad. Respecto del patrimonio, este también se ve afectado, dado que los mismos (dueños) suponen un mayor nivel de riesgo financiero. Es por esto que cuanto mayor sea la proporción de deuda adquirida por una empresa, mayores serán los costos esperados de dificultades financieras y menor será el valor de mercado de la empresa.

Las empresas tenderán a ajustar gradualmente su estructura de capital a un nivel óptimo de endeudamiento, de modo que las empresas sobreendeudadas emitirán capital y las menos endeudadas emitirán deuda para llevar a la empresa hacia la estructura de capital óptima. Es por esto que cualquier nivel de endeudamiento por encima o por debajo del óptimo, dependiendo de cada modalidad, llevará a la empresa a encontrarse en una situación de desequilibrio y, por tanto, a tener un valor de mercado inferior.

Es posible determinar los niveles de endeudamiento mediante ciertas *ratios de solvencia*. Estos ayudan a las empresas a entender y manejar de forma más eficiente sus estructuras y sirven para conocer la capacidad de pago a mediano y largo plazo. Una de las ratios mayormente utilizadas corresponde a la de endeudamiento, que indica la proporción de financiación ajena que posee la empresa frente a su patrimonio.

Específicamente en el caso del mercado inmobiliario, generalmente existen altos volúmenes de deuda debido a que los proyectos involucrados requieren fuertes cantidades de inversión inicial, lo que implica una probabilidad de ratio más alta que en otros mercados.

Por otra parte, y en contraposición con la teoría del *trade-off*, surge la teoría del *Pecking Order*, la cual sostiene que las empresas tienen un orden de prioridad al momento de decidir financiar una inversión. La teoría sobre jerarquización de la estructura de capital de Myers y Majluf (1984) se encuentra entre las más relevantes a la hora de explicar la decisión de financiación respecto del apalancamiento corporativo, y postula que el costo de financiar aumenta con información asimétrica. Esta teoría se basa en que el nivel de preferencias empieza de forma interna mediante la reinversión de las utilidades para aprovechar las oportunidades de inversión en el mercado (autofinanciación); en segundo lugar, se decide por el endeudamiento de terceros (bancos, fondos de inversión, etc.); posteriormente, por la emisión de títulos de renta fija y dejando como última alternativa la emisión de acciones propias.

Para concluir respecto de la estructura de financiamiento, tomando en cuenta los distintos estudios, teorías y replanteamiento de teorías antiguas etc. Podemos decir que no existe una estructura de financiamiento que se pueda aplicar a todas las empresas, ya que cada empresa se acoge a

distintos sistemas tributarios, a distintos mercados, distintos objetivos y esto tendrá distintos efectos en sus retornos. Lo que sí podemos concluir que existe una estrecha relación entre el nivel de endeudamiento y la eficiencia tributaria que desprende escoger un financiamiento mediante deuda, pero nuevamente este método no necesariamente será el mejor para todas las empresas.

2. EL FINANCIAMIENTO EN CHILE

En Chile el sistema de financiamiento más utilizado y conocido es el crédito. Del estudio realizado en la publicación de estudios económicos del banco central (Caracterización de la deuda de empresas, s. f.), se demuestra que la fuente de financiamiento corporativo más utilizada en Chile corresponde a la deuda bancaria. Grandes, medianas y pequeñas empresas utilizan mayormente este tipo de financiamiento (61,3%, 64,2% y 45,6%, respectivamente).

En el comportamiento de las fuentes de financiamiento en el sector construcción predomina el endeudamiento bancario. Además, empresas con mayor endeudamiento muestran alternativas distintas de financiamiento, como los bonos y/o deuda externa, mientras que en aquellas empresas con menores deudas se concentran en la deuda bancaria.

Adicionalmente, se ve que, en los periodos de análisis, la deuda bancaria crece a una tasa inferior en comparación con las otras fuentes de financiamiento, lo que indica que, si bien sigue siendo la fuente de financiamiento que predomina, con el pasar de los años se han ido incorporando nuevas alternativas que poco a poco van ganando terreno en el ámbito financiero.

¿Por qué las pequeñas y medianas empresas concentran sus deudas en el sistema crediticio?

Existen varias razones. El análisis que realiza José Miguel Benavete en el año 2005 (Benavente et al., s. f.) explica con detalles por qué las empresas medianas y pequeñas están limitadas desde su origen al financiamiento, principalmente porque una empresa que quiera empezar un negocio deberá regirse por los costos de entrada a su mercado. Al momento de iniciarse un negocio inmobiliario, evidentemente existe una barrera de entrada en relación con la inversión inicial para comenzar el desarrollo, ya que se supone un capital bastante importante, no necesariamente de fácil acceso. Son estas barreras las que limitan las alternativas que tienen las empresas para endeudarse, ya sea porque no cumplen con los requisitos de financiamiento distintos y conocidos o porque simplemente no se conocen otras ni sus características. Si se considera una empresa grande, puede ser bastante más fácil obtener capital inicial, ya que hay más alternativas de generar liquidez, pero lo cierto es que independientemente del tipo de empresa o proyecto, en cualquier caso, una parte será financiada con capital propio y siempre existirá una deuda.

Las grandes empresas tienen otras opciones de financiamiento, por ejemplo, aperturas en bolsa. Esto es posible si se cumplen específicos y rigurosos requisitos solo disponibles para grandes empresas con considerables niveles de ventas, entre otros requisitos.

Cada institución financiera tiene sus propios requisitos a la hora de financiar, pero un factor común es cumplir con ciertas formalidades que consideren al acreedor una persona sujeta a tal financiamiento. No basta solamente con tener un plan de negocio analizado con rigurosidad, sino que también influye el riesgo que percibe la institución para financiar un nuevo negocio y las probabilidades de que dicho financiamiento no sea devuelto. No se puede dejar de lado que los plazos son un referente importante para analizar. Volviendo nuevamente al ejemplo de un negocio de ropa, en tal caso el plazo

de financiamiento es relativamente corto, ya que el capital que se requiere apunta fundamentalmente al funcionamiento del negocio que en unos meses debería lograr un flujo que permita sostener el financiamiento. Por otro lado, en el caso del negocio inmobiliario los plazos varían entre 3 y 6 años, dependiendo del tipo de proyecto. Este mayor plazo se traduce en un riesgo financiero más elevado para el financista.

Todas estas razones conllevan que las tasas que otorgan las instituciones financieras tiendan a ser bastante mayores que las de aquellos sujetos que no cuentan con cierta estabilidad en el mercado y su consiguiente mayor probabilidad de fracaso, lo que evidentemente encarece los costos del negocio y merma las utilidades del proyecto a realizar, sobre todo si la persona carece de algunas de estas cláusulas, lo que implica la posibilidad de rechazo del acceso a financiamiento.

Un índice positivo para el sector, proveniente del estudio realizado por el ministerio de economía, fomento y turismo (Boletín-Dinámica-Empresarial-2005-2014.pdf, s. f.), es que, si bien existen barreras de entradas y ciertas dificultades para el acceso al financiamiento, dentro del análisis de mortalidades de las empresas por sector, el correspondiente a construcción y, más específicamente aún, el sector inmobiliario es el que tiene el porcentaje más bajo (22,5%) en comparación con sectores como comercio, transporte, hoteles y restaurante, donde las tasas de mortalidad son bastante elevadas. El mismo estudio muestra que, dentro de la proporción de empresas por sector que aumenta de tamaño consistentemente, aquel que tiene el mayor porcentaje corresponde al sector de Actividades Inmobiliarias. Estos resultados son esperanzadores ya que a pesar de que las alternativas de financiamiento se concentren en un método (crédito) sumando nuevas alternativas a este rubro, el índice de crecimiento podría incluso incrementarse aportando mayor productividad a nuestro país.

3. LAS FUENTES Y RECURSOS DE FINANCIAMIENTO DISPONIBLES EN CHILE

3.1 El crédito

De acuerdo con la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) (¿Qué es el Crédito?-CMF Educa. Comisión para el Mercado Financiero, s. f.), la definición general de crédito corresponde a un préstamo de dinero que una parte otorga a otra con el compromiso de que, en el futuro, quien lo recibe devolverá dicho préstamo en forma gradual mediante el pago de cuotas o en un solo pago, con un interés adicional que compensa a quien presta por todo el tiempo que no tuvo ese dinero.

En nuestro país existen distintos tipos de crédito, entre los cuales los más conocidos son el crédito de consumo, hipotecario y comercial. Para el caso de las inmobiliarias, el crédito más utilizado corresponde a líneas inmobiliarias.

Otras instituciones con facultades para entregar créditos en Chile, pero que no se incluyen dentro de sus ofertas financiamientos para inmobiliarias son las cooperativas, las cajas de compensación y las aseguradoras.

El crédito bancario es una de las alternativas con el costo financiero más bajo para el desarrollo de proyectos inmobiliarios. El costo variará en cada empresa dependiendo de variables como el tamaño, el plazo, el riesgo, etc., pero en general el costo es la TAB + 3%, lo que implica un costo de financiamiento anual entre un 5% y 7% por la construcción.

La estructura del crédito implica el otorgamiento del financiamiento contra estados de avance, de modo que el costo del financiamiento irá incrementándose

en la medida en que el desarrollo avance, por lo que al comienzo del desarrollo el costo financiero es bajo.

Es importante identificar cómo es la estructura de la entidad que otorga el crédito ya que pueden existir variaciones que encarecen el financiamiento como por ejemplo la capitalización de algunos instrumentos aumentando el costo total del financiamiento.

3.2 Fondos de inversión inmobiliarios

El artículo 1 de la Ley 18.815 (Articles-1359_doc_pdf.pdf, s. f.) la define como patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los aportantes.

Es un instrumento que se utiliza para conseguir fondos de distintos inversionistas con el fin de participar en bienes inmobiliarios para alquiler y/o venta y recibir rentabilidad a cambio.

El funcionamiento se basa en que inversionistas ceden a los gestores la toma de decisiones sobre la inversión de su patrimonio. La inversión se realiza de forma conjunta con los activos que el equipo gestor considera adecuados de acuerdo con una estrategia de inversión previamente definida. Estos aportes quedarán expresados en cuotas de participación.

Para un desarrollador inmobiliario, representa una oportunidad para llevar a cabo un proyecto ya definido, pero que no posee la capacidad necesaria de financiamiento, por lo que debe sacrificar rentabilidad futura por la posibilidad de crear y llevar a cabo el proyecto.

En Chile encontramos distintos tipos de fondos de inversión, los cuales pueden ser Fondos Accionarios, Fondos de Deuda, Fondos Inmobiliarios y Fondos de *Private Equity* o de Desarrollo de Empresas.

Dentro de los fondos de inversión inmobiliarios, existen dos clasificaciones: los fondos de inversión inmobiliarios públicos y privados, en que la principal diferencia entre uno y otro es que los fondos privados no hacen ofertas públicas de valores y, si bien las administradores generales de fondos y sociedades anónimas deben estar supervisadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el fondo de inversión privado no está fiscalizado por ella, sino que se rige por sus propios reglamentos internos y quedará sujeto a las normas de sociedades anónimas cerradas.

Estos fondos de inversión también pueden ser rescatables y no rescatables. Los más típicos son los no rescatables, cuya estrategia está enfocada en activos de inversiones inmobiliarias o *private-equity*, cuya liquidez es limitada dado le rubro.

De acuerdo con la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (Acafi -Asociación chilena administradoras de fondos de inversión | FAQ, s. f.), a junio de 2015 los fondos de inversión inmobiliarios gestionaron recursos por US$ 2.327 millones, lo que representa el 20,3% de la industria de fondos de inversión, participando en este segmento un total de 17 administradoras.

En los últimos años, el crecimiento de estos fondos ha sido sostenido, muchas administradoras han visto un potencial a largo plazo en estos instrumentos, así como también lo inversionistas que logran retornos estables y atractivos en el mundo inmobiliario. En el gráfico a continuación, vemos en el gráfico cómo ha aumentado el patrimonio y la cantidad de fondos de inversión sobre todo desde el año 2016 en adelante.

3.3 Fondos de inversión privados (FIP)

Los Fondos de Inversión Privados (Ley 20.712, Hacienda, 2014b) se forman por aportes de 2 a 49 partícipes, con plazo de inversión fijo y número de cuotas limitado, donde no se hace oferta pública de sus valores. Estos fondos pueden invertir en fondos accionarios de sociedades anónimas abiertas, bonos, de deuda, inmobiliarios, cuotas de fondos mutuos, títulos de crédito planes de ahorro, entre otros.

A diferencia de los fondos de inversión públicos, estos no son fiscalizados por la CMF, y de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1, letra b) de la Ley 20.712: "estos constituyen un patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, cuya administración es de responsabilidad de una administradora". De acuerdo con la ley, son las Sociedades Anónimas Especiales las encargadas de administrar los FIP, aunque también pueden ser administradas por una Sociedad Anónima Cerrada.

Los FIP no son contribuyentes de Impuesto de Primera Categoría a las empresas, por lo que no tributan, sin perjuicio de que están sometidos a todas las obligaciones de registros de RUT y declaraciones tributarias. Quienes sí pagan impuestos son las sociedades en las que invierten y los partícipes del fondo cuando retiran sus ganancias.

La estructura del FIP en algunos casos implica un 50% por parte de la inmobiliaria y 50% por parte de otro socio que, en algunos casos, es la inmobiliaria (socio estratégico); sin embargo, en la mayoría de los proyectos, el FIP compra el 100% de las acciones de la inmobiliaria.

Los FIP permiten reunir distintos inversionistas que quieran aportar dinero para un desarrollo o emprendimiento privado. Desde ahí, tanto corredoras de bolsas como administradoras, han creado y levantado fondos para distintos proyectos inmobiliarios para así diferenciarse y entregar a sus clientes productos de inversión atractivos e innovadores.

En Chile existen 201 administradoras de fondos de inversión privados vigentes que se especializan en la creación y administración de fondos privados (Listado de Administradoras de Fondos de Inversión Privados-CMF, s. f.), lo que otorga cierta oferta ampliada a la hora de poder buscar un socio estratégico que ayude al gestor a concretar el desarrollo de su proyecto.

El principal beneficio de esta estructura tiene relación con que los recursos propios no son una barrera de entrada para el desarrollo de proyectos inmobiliarios; es decir, para gestores que quieran comenzar en el rubro inmobiliario, pero no otorga las condiciones económicas requeridas por las instituciones bancarias para otorgarles créditos. Ahora bien, sí cuentan con un proyecto interesante, atractivo del punto de vista de retornos y potencialmente exitoso, esta alternativa significa un comienzo. También es especialmente útil para aquellos desarrolladores que tienen proyectos en carpeta, pero que se encuentran desarrollando otros proyectos, lo que complica la posibilidad de que el banco les otorgue más financiamiento. De este modo, diversifican su deuda, sacrifican parte del retorno al compartirlo con el socio administrador, pero tienen la opción de realizar un proyecto que en otras condiciones no se habría podido desarrollar por la falta de financiamiento.

Como gestores que se asocian con una administradora, pueden gozar de los beneficios a la hora de encontrar los inversionistas que ayudarán a la recaudación de los montos para el proyecto, ya que la administradora tiene su propia cartera de inversionistas que participan en los proyectos.

Como se mencionó anteriormente, el costo más bajo para endeudarse es el bancario, pero cuando

esa alternativa de financiamiento no es una opción, se podría decir que el FIP sería la segunda opción menos costosa.

En esta estructura, el costo de financiamiento aumenta levemente, lo que, sin embargo, resulta más bien irrelevante, ya que si bien el costo financiero es mayor, representa la única forma en que los gestores podrían desarrollar su proyecto.

3.4 Crowdfunding

El *crowdfunding* es un mecanismo de financiación que consiste en el aporte de pequeñas cantidades de dinero por parte de muchas personas. En otras palabras, se trata de la "financiación a través de la masa", financiamiento colectivo que usualmente tiene su desarrollo mediante Internet enfocado en proyectos de todo tipo: tecnológicos, de servicio, arte, innovación, urbanismo, entretención, sustentabilidad, etc.

Con los avances de las tecnologías, cambios sociales y culturales que se han vivido en la sociedad en los últimos años, nace esta innovadora forma de levantar recursos para que personas que tal vez no tienen los medios económicos, pero sí el conocimiento, puedan tener la opción de desarrollar sus ideas, siempre y cuando, por supuesto, el mercado considere que el proyecto tiene potencial y decida invertir en él. Todo lo que ocurre a nuestro alrededor forma parte de un proceso evolutivo que nos ha llevado a buscar nuevos y mejores métodos para lograr nuestros propósitos, y de ahí nace el *crowdfunding*.

Si bien el término es relativamente nuevo, en el año 2001 se creó en EE. UU. un sistema de recaudación de fondos para apoyar a músicos en la realización o grabación de sus discos que, en esos tiempos, se llamaba *fun-funding*, pero cuyo funcionamiento es lo mismo que conocemos hoy como *crowdfunding*. Este fue el punto de partida para que muchos otros vieran una oportunidad de negocio. Su rápido avance hizo que, ya en el año 2012, naciera en EE. UU. la primera plataforma de capitales aprobada por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA), uno de los mayores y más respetados reguladores financieros del mundo (Castillo, 2020).

Existen 4 tipos de *crowdfunding* que consolidan los distintos objetivos:

1. Donaciones *fundraising*. En este caso, el donante no recibe nada a cambio por su donación, simplemente la satisfacción de haber apoyado un proyecto que era de su interés.

2. Recompensa *reward CWF*. Generalmente se usa en la preventa de algo, un libro, un disco, una entrada, un producto. El aportante entrega una cantidad monetaria y recibe algo a cambio. Si financió la producción de un disco, podría recibir uno o también algún detalle como agradecimiento.

3. Préstamos *crowdlending*. En este caso, se espera algo a cambio, además del interés por el préstamo concedido. Se desarrolla cuando una persona solicita una cantidad económica y entrega la información a una plataforma especializada en préstamos financiados por la multitud. Mediante un estudio sobre la viabilidad del usuario, se le asigna nivel de riesgo y se indica el interés que tendrá que pagar por el dinero obtenido si finalmente alcanza el objetivo.

4. Inversiones *equity CWF*. Se trata de invertir a cambio de participaciones en proyectos. Es una forma de financiamiento para proyectos, en general emprendedores, donde las personas que entregan su dinero pasan a ser accionistas del proyecto.

Esta estructura es de interés, ya que el *CWF* ha ido en ascenso, principalmente porque se puede implementar para cualquier rubro, dentro de estos el inmobiliario.

Hoy existen muchas plataformas a nivel mundial que se dedican al *crowdfunding* para distintos objetivos, donde destaca *Bricksave*, que permite que la gente pueda invertir en propiedades de lujo.

El principal atractivo que tiene este sistema, desde el punto de vista de los inversionistas, es que les permite invertir en cualquier proyecto o desarrollo que sea de su interés, con un monto relativamente pequeño, siendo parte del proyecto y también de sus utilidades. Les permite ser propietarios de una pequeña porción de un activo, situación que por sí solos no afrontar por los altos montos de inversión requeridos de forma individual, ya sea por falta de capital o por no tener acceso a financiamiento bancario.

3.4.1 Tipos de CWF inmobiliario

CWF Construcción. Consiste en la compra de un terreno, construcción de una propiedad y, por último, venta. El retorno y rentabilidad se obtienen solo luego de la venta.

CWF Renta. Consiste en la compra y arriendo de departamentos, los cuales generan utilidad todos los meses. En este caso la ganancia viene dada por arriendo y, posteriormente, por la venta, la cual genera utilidad gracias a la plusvalía.

Para los gestores inmobiliarios es una alternativa al financiamiento bancario. Es un sistema más ágil y rápido, a la vez que permite la financiación de otros proyectos. Al recaudarse el dinero necesario, el proyecto se lleva a cabo y, finalizado, se reparten las utilidades (Castillo, 2020).

El éxito del CWF se ha extendido tanto a nivel global, que hay una gran cantidad de plataformas alrededor de todo el mundo, e irán surgiendo más cada año. Si bien el CWF lleva varios años desde su existencia, en Chile aun es poco conocido, a diferencia de otros países como EE. UU. y Europa.

Crowlending: El crowlending también es una alternativa para integrar la fuente de financiamiento inmobiliario, básicamente porque de esta forma es posible disminuir el riesgo de sus clientes (Castillo, 2020).

Este sistema consiste en que una empresa o persona requiere fondos para algún desarrollo y buscan financiamiento. El modelo está pensado para gestores o inmobiliarias pequeñas, ya que las inmobiliarias grandes en general no tienen problemas de liquidez o de financiamiento.

La garantía es el aseguramiento de estabilidad para sus clientes, por lo tanto, la inmobiliaria solicitante debe dejar en garantía algún activo. De esta forma, en caso de incumplimiento por parte de la inmobiliaria en los pagos, la sociedad *spa* creada para este financiamiento pasa a ser dueña del bien para luego venderlo y recuperar la inversión.

Este tipo de financiamiento consiste en un préstamo con terreno hipotecado a una inmobiliaria que se encuentre desarrollando un proyecto. Tiene una rentabilidad fija anual, pagada en 12 meses. A diferencia de los otros proyectos, el riesgo para los inversionistas baja considerablemente, ya que, en primer lugar, la rentabilidad es fija y además existe una garantía de por medio (Castillo, 2020).

Para el caso del inversionista, el riesgo de este tipo de proyecto es bastante más bajo: los plazos tienden a ser menores; los retornos son fijos, dejando de lado el riesgo de que el proyecto no prospere y no se obtengan las rentabilidades esperadas; y existe de

antemano una hipoteca que garantiza el préstamo al desarrollador.

Para la gestora, supone una alternativa de financiamiento de corto plazo, con un costo fijo conocido, ya que se pacta una tasa fija y, al finalizar el periodo, el gestor debe realizar un único pago del capital solicitado más los intereses asociados. Existen otros costos, también fijos, como la creación de la sociedad, la contabilidad, etc., costos que son estándar y fijados independientemente del monto fondeado (Castillo, 2020).

Si bien estos costos son más elevados que las demás fuentes de financiamiento, son una excelente alternativa para inmobiliarias más pequeñas o que están comenzando, ya que es más flexible.

El CWF inmobiliario en Chile se encuentra en una etapa muy temprana, por lo mismo, encontrar variadas alternativas es difícil. Sin embargo, esto también puede ser visto como una oportunidad pues al ser un mercado nuevo, las posibilidades para desarrollar y ser parte de este mercado son atractivas.

El CWF inmobiliario en Chile, es aún una estructura que está comenzando su expansión y, por lo mismo, tampoco existen muchas plataformas. Una explicación podría ser que el CWF hoy en día no es regulado, lo que genera cierta desconfianza, tanto para los inversionistas como para los gestores.

Países como Estados Unidos y España, entre otros, han regulado la actividad buscando conciliar sus beneficios, garantizar la estabilidad del sistema, minimizar las asimetrías de información y proteger a los usuarios.

La compra compartida puede abarcar desde edificios completos, solo algunos pisos, hasta un departamento. Permite no alejarse de la venta tradicional, a diferencia del modelo tradicional que compra la torre completa y para el gestor inmobiliario una alternativa de financiamiento.

CONCLUSIONES

Brindar distintas alternativas de financiamiento juega un rol importante en el proceso de desarrollo de un proyecto inmobiliario, ya que ayuda a aumentar los participantes en un proceso en que años atrás solo existía un intermediario: el banco.

Profundizar aún más las distintas alternativas que existen en Chile para el financiamiento inmobiliario puede tener como consecuencia un incremento de los actores en el rubro, generar crecimiento de las empresas y, finalmente, un mejor desempeño en la economía y el mercado laboral.

El sistema bancario es y seguirá siendo, al menos durante unos cuantos años más, el método de financiamiento principal para las empresas inmobiliarias. A pesar de que con los años las nuevas alternativas en el mercado le han quitado protagonismo a la deuda bancaria, su profundidad en el mercado les permite consolidarse como unas de las alternativas más confiables y de menor costo.

Los principales beneficiados de las nuevas alternativas son aquellos que, a pesar de querer utilizar el financiamiento bancario, no pueden acceder a él por distintas razones, por lo tanto, estas nuevas opciones abren las puertas a nuevos negocios que antes simplemente no tenían ninguna opción de llevarse a cabo.

La principal barrera de entrada para el negocio inmobiliario son los recursos financieros que se necesitan para comenzar. Esa barrera cada vez va disminuyendo y, cuando ciertas fuentes de financiamiento, como el *crowfunding*, lleguen a su madurez, probablemente la barrera del capital será menos compleja.

Del estudio realizado se desprende que el crédito bancario, además de ser el más utilizado en el financiamiento de proyectos inmobiliarios, también es el de menor costo, lo que ratifica que sea la primera fuente de financiamiento para las empresas. Sin embargo, los exigentes requisitos hacen que el acceso a este financiamiento esté determinado por los recursos propios que tengan quienes quieren comenzar un negocio de este tipo.

Por otro lado, el endeudamiento de la inmobiliaria y los socios también es una determinante para el acceso al financiamiento bancario, ya que los bancos tienen estrictas políticas respecto de la salud financiera que poseen quienes solicitan financiamiento. Existen empresas que para las instituciones bancarias son consideradas pequeñas, ya que realizan pocos proyectos en el año. Por ello, para poder incrementar su negocio deben aumentar su endeudamiento. En este punto, el banco puede ser un freno para el crecimiento, ya que si la empresa se encuentra realizando varios proyectos paralelamente, su riesgo es alto y cabe la posibilidad de que el banco no desee financiar un proyecto por el riesgo que conllevaría.

Es a raíz de estos requisitos nacen otras alternativas que permiten a las inmobiliarias buscar financiamientos que en la mayoría de los casos son complementarios, como fondos de inversión privados.

Los FIP son un socio estratégico para la inmobiliaria en el desarrollo de los proyectos. Dada su estructura, el principal atributo que poseen es que permiten reducir la barrera de capital a la hora de crear el negocio, ya que, si la administradora se ve frente a un proyecto atractivo con expectativas de éxito, se involucra en el proceso para solicitar el financiamiento para el terreno en caso de que la inmobiliaria no tenga dicha posibilidad. De esta forma, el principal requisito del banco, contar con el capital total para el terreno, desaparece. Gracias al FIP, deja de ser un obstáculo para lograr desarrollar el proyecto. Esto no quiere decir que la inmobiliaria no deba tener recursos propios, porque de igual manera debe figurar como socio del FIP, pero el monto de recursos propios es menor, abriendo la puerta a características que tienen más relación con el conocimiento o atractivo de un proyecto y no con el capital.

Este tipo de financiamiento también es especialmente útil para inmobiliarias que, si bien tienen experiencia desarrollando proyectos, quieren dar un paso más en el crecimiento de su empresa y, para ello, requerirán un mayor financiamiento, que puede estar restringido por instituciones bancarias. Les permite la posibilidad de hacer más proyectos, diversificando el endeudamiento a cambio de tener que compartir parte de la rentabilidad.

El caso del CWF en Chile está aún en una etapa muy temprana, por lo que tiene ciertas desventajas frente a otras fuentes de financiamiento que llevan más años en el mercado. La principal desventaja recae sobre su regulación, ya que mientras el rubro bancario tiene exigencias operativas y financieras fiscalizadas por un regulador, la regulación del CMF, en el caso del CWF, es discrecional, lo que quiere decir que no se le exige cumplir disposiciones normativas y de supervisión específica. Es posible pensar entonces que una vez que este sistema tenga una regulación definida y algún ente fiscalizador, podría volverse más estandarizado, generando de esta forma un mercado más activo y confiable.

Del CWF podemos decir que, a pesar de ser una alternativa, tiene requisitos que podrían asociarse a cumplir con parámetros que permitan disminuir el riesgo de los proyectos por parte de la plataforma, producto de la falta de regulación, lo que aporta desconfianza para el mercado y la evidente necesidad de regulación.

De todas maneras, el CWF tiene un largo camino por delante, es un entorno que permite la rápida y eficiente interacción entre las empresas que desarrollan

proyectos y los inversionistas que buscan negocios atractivos sin importar la ubicación geográfica, todo mediante un sistema moderno y acorde a la nueva sociedad que va evolucionando en el mundo virtual *e-commers*. Además, no solo ha sido un aporte para nuevas fuentes de financiamiento, sino que también una alternativa para los inversionistas que ahora pueden acceder a negocios que antes eran más bien de privados.

Finalmente, dependiendo de las distintas circunstancias en las que se encuentre una inmobiliaria, puede existen distintas orientaciones para las variables determinantes a la hora de acceder a un financiamiento u otro. También serán necesarias evaluaciones que dependerán de la estructura de cada empresa, teniendo consideraciones respecto de sus objetivos de crecimiento, capacidad de gestión, situación tributaria, análisis del óptimo de endeudamiento de acuerdo con ratios, de corto y largo plazo, entre otros.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aguirre, A. (1992). *Fundamentos de economía y administración de empresas*. P.
Bibliografía:

Articles-1359_doc_pdf.pdf. (s. f.). Recuperado de: http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1359_doc_pdf.pdf

Benavente, J. M.; Galetovic, A. y Sanhueza, R. (s. f.). *La dinámica industrial y el nacimiento de las pyme*. P. 38.

Boletín-Dinámica-Empresarial-2005-2014.pdf. (s. f.). Recuperado de: https://www.economia.gob.cl/wp-content/uploads/2016/02/Bolet%C3%ADn-Din%C3%A1mica- Empresarial-2005-2014.pdf

Castillo, C. (2020). Alternativas de estructuras de financiamientopara el desarrollo de proyectos inmobiliarios en Chile. Tesis Magíster en Dirección y Administración de Proyectos Inmobiliarios, sin publicar, Universidad de Chile.

Caracterización de la deuda de empresas (s. f.). Recuperado de: https://www.bcentral.cl/documents/33528/133329/bcch_archivo_171274_es.pdf/a247bf2b- 7c69-48f4-6d5c-3951947afa81?t=1573270599130

Copeland-Financial Theory and Corporate Policy (4ª ed.) (s. f.). Recuperado de: https://www.scribd.com/doc/209177252/Copeland-Financial-Theory-and-Corporate-Policy-4th-Edition

Hacienda, M. D. (7 de enero de 2014). Ley-20712. Biblioteca del Congreso Nacional. Recuperado de: https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=1057895

Listado de Administradoras de Fondos de Inversión Privados-CMF. (s. f.). Recuperado de: http://www.svs.cl/institucional/mercados/consulta.php?mercado=-V&Estado=VI&entidad=RAFIP

Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, *48*(3), 261-297.

Myers, S. C. y Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*.

CMF Educa. Comisión para el Mercado Financiero (s. f.). Recuperado de: https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-article-27152.html

Resultados_vivienda_casen_2017.pdf. (s. f.). Recuperado de: http://observatorio.ministeriodesarrollosocial.gob.cl/casen-multidimensional/casen/docs/Resultados_vivienda_casen_2017.pdf