



El 28 de junio, Toesca realizará finalmente la asamblea con sus aportantes para proponer el plan de liquidación que han trabajado, luego que el 30 de abril, un grupo minoritario del fondo Rentas Inmobiliarias ejerciera su derecho a retiro, activándose la desinversión en vez de la prórroga.

Ese mismo día vence el plazo para que quienes quieran salir del fondo Rentas Inmobiliarias de Banchile lo manifiesten. De superar el 1%, el instrumento entrará en liquidación o, en simple, partirá en diciembre su período de venta de activos.

Una dinámica que ha cobrado fuerza el último tiempo: fondos de activos inmobiliarios que terminan su período, y al intentar prorrogar —esperando mejores condiciones de mercado para liquidar— reciben el voto en contra de un grupo de inversionistas.

Hasta el 2021 esta industria no conocía de “pasadas” —como las definen—, que ante el aumento optó por frenarlas de una: si un pequeño porcentaje quiere salir, el resto de aportantes no pagará ese premio... se liquida. “Se desmitificó que en la renovación de los fondos, una minoría podía comprar cuotas con descuento para ejercer un derecho a retiro a valor contable”, dice un ejecutivo del sector. “Si eso funcionará, no sería ético”, subraya.

Un ruido excesivo en un mercado que ha transitado desde el protagonismo boyante a tenerse de un excesivo e injustificado, a juicio de la industria, dramatismo.

“La evolución de los fondos de activos alternativos tiene una estrecha relación con los ciclos económicos. En los últimos años, los fondos de inversión inmobiliaria se han visto afectados por shocks relevantes, como el estallido social, la pandemia y el alza de tasas”, explica el presidente de Acafi, Luis Alberto Letelier. Y agrega: “A pesar de este contexto complejo y desafiante, la industria ha operado con normalidad y las administradoras han respondido frente a estos escenarios extremos, bajo el marco jurídico establecido”.

Un comienzo en alza
 La historia tiene dos décadas. Los fondos de activos alternativos surgieron cuando las tasas llegaban a cero en el mundo, y las tradicionales renta fija y variables ofrecían retornos bajos.

En Chile, su auge vino poscrisis *subprime*, es decir, desde el 2008-2009.

Tenían y tienen dos características que llamaron la atención de inversionistas. Mayor rentabilidad, pero más larga duración. Son instrumentos que pueden superar los diez años, y no son rescatables. Es decir, al ser activos ilíquidos, un aportante no puede salirse cuando quiera, debe esperar el plazo pactado por el fondo.

Hoy, son la reina de la fiesta. Representan el 70% de los fondos de inversión públicos. Manejan activos por unos US\$ 27.000 millones en 645 fondos. Y se distribuyen en cinco categorías: capital privado, deuda privada, fondo de fondos, forestal y agrícola, infraestructura y energía, e inmobiliarios. Estos últimos son los más relevantes: apor-

Banchile, BTG, Toesca, entre otros, han sido parte de esto

DERECHO A RETIRO: Las inéditas “pasadas” que meten ruido en los fondos inmobiliarios

Mueven US\$ 7.684 millones y son 189 fondos. Y es ahí donde ha surgido el ruido. La distancia entre el valor cuota y el comercial ha hecho que un grupo muy minoritario de aportantes quiera salir, inviabilizando las prórrogas que han ofrecido las administradoras, para vender los inmuebles en un mejor momento. El gran premio que implicaría este derecho a retiro corre por el resto de los aportantes. Los fondos ya golpearon la mesa: eso no se acepta —“no es ético”, dicen— y se liquida. • **MARÍA JOSÉ TAPIA**



Algunos fondos inmobiliarios han llegado a transarse con un 40% de descuento frente al precio de los activos que calcula la administradora.

tan el 28% del monto administrado por los alternativos, US\$ 7.684 millones, y el 29% de los fondos, unos 189. Es ahí donde llegaron las “pasadas”.

Los problemas —dicen varias fuentes— partieron en 2021. Cuando la pandemia y los retiros de los fondos de pensiones impulsaron la liquidez y, con ello, la inflación saltó de 3% a dos dígitos, generando un incremento de tasas sin precedentes. En Chile transitó de 0,5% a 11,25% en dos años. Todo se encareció y aquellos activos que requieren más deuda fueron los más afectados, porque se endeudaron más caro.

Para nadie es novedad que en ese contexto el sector inmobiliario se vio y se ha visto resentido: los costos de los créditos hipotecarios se fueron a las nubes y las ventas al piso; la pandemia y el teletrabajo vaciaron las oficinas y el alza de las materias primas elevó los costos de construcción, lo que se sumó al alza en las contribuciones que pegó directamente en el Ebitda. Una tormenta perfecta, que golpeó a los fondos sustentados en ese activo.

Cuando se armaron los instrumentos inmobiliarios, gran parte se apoyó en proyectos de oficinas, por lejos, los más estables y menos riesgosos, por sus contratos a largo plazo. Y los constituidos entre 2012 y el 2017 levantaron recursos de clientes, con unos presupuestos que no se cumplieron, porque nadie podía anticipar el estallido, la pande-

mia y lo que siguió. Una realidad no solo nacional, sino global.

Según el estudio “McKinsey Global Private Markets Review 2024: Private markets in a slower era”, la captación de fondos a escala mundial se redujo 34%, hasta US\$ 125.000 millones en 2023. Y el valor de los fondos en EE.UU. cayó 16%.

Y así varios instrumentos apalancados en esos activos en Chile terminaron realizando aumentos de capital por la devaluación de los activos. Es el caso de fondos de Sura, de BTG, entre otros.

Amplio descuento

En líneas generales, entre los inmobiliarios están los fondos de desarrollo, que levantan plata, desarrollan productos, los venden y reparten. O los de renta que compran los activos y esperan los arriendos. Ninguno es rescatable; se cumple el período y cuando termina se liquida o prorroga. Fue en la segunda alternativa donde empezó el problema, sobre todo en los que tienen muchos aportantes, varios de ellos pequeños o *retail*. El fondo Rentas Inmobiliarias de Banchile tiene 1.000 aportantes, a diferencia de otros de infraestructura donde hay básicamente inversionistas institucionales.

Por primera vez en décadas, los fondos inmobiliarios empezaron a transar con descuentos, entre el valor comercial y el cuota, que paga el derecho a retiro. Algunos fondos han llegado a transarse con un 40% de descuento frente al precio de los activos que calcula la administradora.

Y que ha ocurrido, que varios inversionistas chicos han comprado cuotas —relatan en la industria— justo antes que se venza el plazo del fondo, para ejercer el derecho a retiro y hacer esa ganancia, que la administradora debe pagar en un período promedio de entre tres a seis meses. Aunque, al final, ese premio lo cancela el resto de aportantes, la mayoría.

Frente a esto, las administradoras han optado por entrar en liquidación en vez de prorrogar en espera de mejores tiempos. “Frenas la pasada y logras el mismo objetivo”, asegura el gerente de una administradora, “una vez que entras en período de desinversión, la AGF va a proponer a la asamblea hacerlo con el tiempo suficiente que permita garantizar buenos retornos. Y ahí las votaciones son por mayoría”.

“El que quiere hacerse el listo con los otros aportantes no lo logrará, y eso habla bien del sector”, señala un actor. Aunque otro agrega que vender activos en un fondo en liquidación puede impactar su valor aun con plazo amplio, a diferencia de hacerlo con el instrumento andando. “Al final todos saben que tienes que vender en algún minuto”, destaca.

Antes del estallido, el escenario era al revés: había mucha demanda por activos alternativos, porque la tasa era muy baja, y entraban con premio. “Nos fuimos de un mundo a tasa cero a uno infinita y la cosa se dio vuelta”.

Un actor del mercado lo explica así: “Las personas prefieren salir, porque quieren liquidez, hay otras alternativas cero riesgo y que rentan bien. En un minuto, los depósitos a plazo llegaron a rentar bastante, entonces aprovecho el descuento y me activo en algo más rentable y sin riesgo”. Y agrega: “Aquellos fondos que se crearon hace 5-6 años y les tocan vencimientos ahora, es muy probable que vayan entrando en liquidación”.

Le ocurrió a BTG, a fines de 2022, cuando intentó prorrogar Desarrollo Inmobiliario II y hubo 3,52% de cuotas que optaron por el retiro. Hoy el fondo está en liquidación.

Además, los inversionistas más pequeños tienden a apostar más por el corto plazo, que aquellos institucionales que tienen horizonte de inversión mayor.

A lo que se suma que en los fondos inmobiliarios el descalce entre cuota y valor comercial ha sido más profundo. El 30 de mayo, Toesca aprobó la prórroga del fondo Infraestructura GV, salvo que exista más de 0,5% de derecho a retiro. Fuentes al tanto precisan que la gran diferencia entre estos fondos y los inmobiliarios es que el valor al que se pagan los retiros no es superior al valor de mercado, por ende, no hay tanto incentivo a ejercerlo, como tampoco “un problema ético” a pagarlo por parte de la administradora. El 29 de enero, de hecho, aprobaron otra prórroga para un segundo fondo de infraestructura con el mismo límite de 0,5%, y la condición se cumplió. Pagaron el derecho de las pocas cuotas que se acogieron.

Con todo, la CMF tiene al tema en el radar. Hace unos meses ofició a todas las AGF para que informen la cantidad de fondos y los vencimientos.

Este lunes, Feller Rate bajó la clasificación del Fondo Banchile Rentas Inmobiliarias, asignando “creditwatch negativo”, a la espera de ver qué ocurrirá en la asamblea del 28 de junio. Hoy, dijo la clasificadora, “el Fondo cuenta con una liquidez calificada en ‘ajustada’”. Esto —señaló— por un flujo de caja neto operacional de \$18.000 millones y una caja de \$4.988 millones, en comparación con vencimientos de corto plazo por \$84.111 millones.

Desde la industria, sin embargo, le restan dramatismo. Aseguran que el problema no es del instrumento, sino de un activo que mundialmente ha estado resentido. Precisan que los activos alternativos van a seguir en boga, porque a ellos acceden pocos inversionistas —menos de 2% de los altos patrimonios—, mientras que se acaba de ampliar el límite para que las AFP puedan invertir: de 13% a 15% en el caso de A desde agosto, hasta llegar a 20% en 2027.

“Aunque la industria ha estado desafiada por diversos factores externos, se ha demostrado que es resiliente, cuenta con una estructura legal sólida y está sujeta a una adecuada fiscalización”, subraya Letelier, de Acafi.