

UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN

**TRABAJO FINAL PARA OBTENER EL TÍTULO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alternativas de financiamiento de inversiones inmobiliarias en Uruguay

por

Magdalena O'Neill

TUTOR: Prof.^a Magdalena Perutti

COORDINADORES: Prof. Esteban Lemes y Prof.^a Mercedes Comas

Montevideo

URUGUAY

Diciembre 2023

Página de Aprobación

El tribunal docente integrado por los abajo firmantes aprueba el Trabajo Final:

Título

.....

Autor

.....

Tutor/Coordinador

.....

Master

.....

Puntaje

.....

Tribunal

Profesor..... (nombre y firma).

Profesor..... (nombre y firma).

Profesor..... (nombre y firma).

FECHA.....

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar a mi tutora Magdalena Perutti, profesora y profesional que admiro, y a los entrevistados, que tan amablemente dispusieron de su tiempo y compartieron su conocimiento y experiencias.

A mi padre por haberme dado la oportunidad de entrar en la actividad de la construcción y por su apoyo y contribución a mi formación.

A mi marido por la paciencia con el tiempo que llevó la dedicación a esta tesis.

Al resto de mi familia y amigos por impulsarme y apoyarme en la finalización de este proyecto.

A todas las demás personas que no fueron citadas, pero que de forma directa o indirecta contribuyeron a la realización de este trabajo final.

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este trabajo es analizar cuáles son las fuentes de fondos que podrían financiar un proyecto inmobiliario en el País, si todas son accesibles para cualquier tipo de proyecto y/o desarrollador, y cuáles son sus principales diferencias. Para cumplir con este objetivo se realizaron entrevistas semi estructuradas a una muestra no probabilística de representantes de las distintas partes de la financiación de un proyecto inmobiliario y de otros actores relevantes. También se hizo un análisis de la legislación aplicable a los distintos aspectos desarrollados, un estudio de las emisiones realizadas en valores de oferta pública y una investigación del estado y del potencial de las finanzas alternativas. En el presente trabajo se recorren las distintas alternativas de fuentes de fondos identificadas. De cada fuente de financiamiento presentada se analizaron los costos, plazo, riesgos financieros de la empresa desarrolladora y de la contraparte de la financiación, exigencias de garantías y/o trayectoria, montos y otras características. También se presentan las distintas formas jurídicas para vehicular el emprendimiento y cómo estas se asocian con la financiación del mismo. Además se analiza el diferente tratamiento impositivo según las distintas figuras jurídicas y los impactos de la política fiscal en la actividad de los desarrollos inmobiliarios en general. Por último se presentan recursos alternativos de financiamiento para las inversiones inmobiliarias. Se pudo concluir que no se puede determinar una fuente de financiamiento óptima para un proyecto de desarrollo inmobiliario en general. La forma jurídica para vehicular el desarrollo inmobiliario deberá contemplar las fuentes de fondos a las que se pretenda recurrir. Los impactos fiscales de financiar el proyecto a través de una fuente de fondos u otra pueden ser relevantes, no así los de la constitución de una u otra forma jurídica donde no se encontraron diferencias fiscales significativas. La política fiscal de estímulo a la actividad a través de exoneración de tributos tiene un impacto considerable en la rentabilidad y financiación del proyecto inmobiliario. Y por último, las finanzas alternativas aparecen como un medio para ampliar la masa de inversores en desarrollos inmobiliarios y facilitar el acceso a capitales internacionales.

Palabras claves:

Fuentes de fondos, figuras jurídicas, impuestos, finanzas alternativas.

Contenido

1. INTRODUCCIÓN	1
2. HIPÓTESIS.....	4
3. VEHÍCULOS PARA LA ESTRUCTURA DEL PROYECTO.....	5
3.1. Sociedad comercial.....	5
3.2. Fideicomisos.....	5
3.2.1. Fideicomisos para desarrollos inmobiliarios	7
3.3. Síntesis	9
4. ALTERNATIVAS DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO	11
4.1. Fondos propios	11
4.2. Preventa de unidades	15
4.3. Canje.....	18
4.4. Deuda – Financiamiento bancario.....	21
4.5. Mercado de valores	25
4.5.1. Regulación del mercado de valores.....	25
4.5.2. Inversores institucionales	26
4.5.3. Inversores minoristas.....	33
5. RECURSOS ALTERNATIVOS PARA EL FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES IMMOBILIARIAS EN EL PAÍS.....	40
5.1. La tecnología Blockchain y la tokenización de activos.....	40
5.2. Plataformas de financiamiento colectivo.....	42
5.3. Sinergia de los dos sistemas: Crowdfunding y Blockchain.....	49
6. IMPUESTOS	52
6.1. Aspectos tributarios de los fideicomisos versus las sociedades comerciales	52
6.2. Beneficios fiscales vigentes para la actividad de desarrollos inmobiliarios.....	53
6.2.1. Vivienda Promovida.....	53
6.2.2. Proyectos de Gran Dimensión Económica.....	54
6.2.3. Régimen general COMAP.....	55
6.2.4. Síntesis de los beneficios fiscales vigentes.....	56
6.3. Principales impactos fiscales en el proyecto de las diferentes fuentes de fondos	57
6.4. Conclusiones en materia de impuestos.....	58
7. CONCLUSIÓN.....	60
8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	64
9. APÉNDICE.....	68
9.1. Esquemas de financiamiento	68
9.1.01. Cuadro 1	68
9.1.02. Cuadro 2	68

9.1.03.	Cuadro 3	69
9.1.04.	Cuadro 4	69
9.1.05.	Cuadro 5	70
9.1.06.	Cuadro 6	71
9.1.07.	Cuadro 7	71
9.1.08.	Cuadro 8	72
9.1.09.	Cuadro 9	73
9.1.10.	Cuadro 10:	73
9.2.	Gráfico de evolución índice ICC vs índice Dólar	74
9.3.	Transcripciones de entrevistas.....	74
9.3.1.	Entrevistas a representantes de grupos desarrolladores, estructuradores de fideicomisos financieros y empresarios.....	75
9.3.2.	Entrevistas a representantes del sistema bancario	121
9.3.3.	Entrevistas a representantes de las AFAP	129
9.3.4.	Entrevistas a corredores de bolsa	139
9.3.5.	Entrevista a agente inmobiliario.....	144
10.	ANEXOS.....	146
	Anexo A.	146

1. INTRODUCCIÓN

La construcción es uno de los principales sectores de la actividad económica del Uruguay. De acuerdo a los datos publicados por el Banco Central del Uruguay (BCU), desde 2016 al primer semestre de 2023 la industria de la construcción representa en promedio el 5% del PIB nacional.

El nivel y el monto del capital invertido en construcción determinan en gran medida el desarrollo de otros sectores de la economía y aseguran el crecimiento continuo del potencial económico y el ingreso nacional de un país (Gorshkov & Epifanov 2016). Además de su contribución directa al PIB, la construcción tiene una fuerte tracción sobre otros sectores de actividad, como son: la extracción, fabricación y comercialización de materiales, la contratación de servicios profesionales de arquitectos e ingenieros, las actividades de transporte, las actividades de estructuración y financiación de los proyectos, así como la comercialización tanto para la venta o el arrendamiento de los inmuebles (Uruguay XXI, 2022).

De acuerdo a Uruguay XXI, “las estimaciones de la Cámara de la Construcción del Uruguay (CCU) sugiere que la inversión en vivienda representa cerca del 25% del total del sector construcción (2022, p. 13). La CCU, a partir de la rendición de cuentas de 2022, señala que la inversión pública en vivienda en 2022 fue de U\$S 310 millones, dentro de una inversión prevista para el período 2020-2024 de U\$S 1.634 millones (IVA incluido y leyes sociales incluidas). La CCU (2020) afirma que dentro de la inversión privada en vivienda, tiene un peso muy importante la inversión a través del Régimen de Promoción de Viviendas Promovidas. De acuerdo a la información publicada por la ANV, a diciembre de 2023 serían más de treinta y cuatro mil viviendas las promovidas en el marco del régimen de Viviendas Promovidas, y otros más de tres mil proyectos que se encuentran en estudio (Información sobre proyectos promovidos, 2023).

Asimismo, en Montevideo “históricamente la cantidad de permisos de construcción otorgados para Vivienda ha predominado sobre el resto de los destinos clasificados por la IM” (CCU, 2020, p. 14). En el período 2000-2022, el 70% de los permisos otorgados correspondió a obras destinadas a la Vivienda, mientras que el 17% tuvo como destino establecimientos comerciales.

Las inversiones inmobiliarias en Uruguay vienen jugando un rol importante en los últimos tiempos. En el mes de abril 2020, como consecuencia de la crisis sanitaria decretada a nivel nacional por la llegada del virus Covid 19, el gobierno decretó una serie de medidas para disminuir el impacto de la crisis económica provocada a nivel mundial por las medidas de confinamiento y distanciamiento social para detener la propagación del virus. En este contexto se emitió el Decreto N° 138/020 modificativo del Decreto N° 329/016 que promueve los proyectos de gran dimensión económica destinados a la construcción de oficinas o viviendas y las urbanizaciones de iniciativa privada. Específicamente en los puntos dentro de la sección “considerando” del Decreto N° 138/020 se establece que en este marco donde es particularmente importante dinamizar actividades intensivas en empleo y que se generen externalidades positivas hacia otros sectores de la economía, los proyectos de gran dimensión económica de construcción para la venta o arrendamiento de inmuebles con destino a oficinas o vivienda, y de urbanización cumplen con esa doble condición y tienen un impacto significativo sobre el valor agregado de la economía.

Asimismo, con fecha 16 de abril de 2020 se promulgó el Decreto N° 129/020 que introdujo modificaciones al régimen de Vivienda Promovida consagrado en la Ley N° 18.795. De acuerdo a Posadas, Posadas & Vecino (2020), la nueva reglamentación busca estimular la participación del inversor privado en dicho sector. “Dentro del régimen de vivienda promovida, los beneficios y exoneraciones fiscales son uno de sus pilares para captar y canalizar la inversión privada” (Posadas, Posadas & Vecino, 2020). Aunque también cabe puntualizar que en la exposición de motivos del Decreto con las modificaciones “se busca estimular la inversión del sector privado destinada a la vivienda promovida, de forma que incida favorablemente en las condiciones de acceso de los sectores de ingresos bajos, medios bajos y medios del país” (Decreto N° 129/2020).

Visto la relevancia del sector de la construcción en la economía del país, y particularmente de la inversión en vivienda, el objetivo de este trabajo es identificar y evaluar las diferentes alternativas de financiamiento que tienen los desarrolladores inmobiliarios privados en el país; a las que han recurrido y las que podrían llegar a instrumentar.

Los desarrolladores de un proyecto inmobiliario, o también llamados promotores, diseñan el plan de negocios y lo gestionan. La figura del desarrollador o promotor y la del inversionista pueden coincidir en un proyecto o no. Incluso los desarrolladores pueden ser inversores del proyecto pero que además haya otros inversores aportando capital. Cuando los desarrolladores no son los inversionistas (o no son los únicos inversionistas) pueden cobrar una comisión por su trabajo.

Por otro lado se encuentra la empresa constructora que es contratada por la desarrolladora para la realización de las obras de construcción. La empresa constructora podría llegar a ser la desarrolladora del proyecto, así como la inversionista. Independientemente de estas posibilidades de coincidencia entre unos actores y otros, el asunto del financiamiento de los desarrollos inmobiliarios es que requieren de cifras significativas para poder realizarse y de un período de construcción, y es entonces dónde las fuentes de financiamiento de los mismos cobra relevancia.

Concretamente las preguntas que intentará responder esta investigación son las siguientes:

- A través de qué figuras jurídicas es posible vehiculizar la actividad y el financiamiento de un proyecto inmobiliario?
- Cuáles son para los desarrolladores inmobiliarios privados las fuentes de financiamiento disponibles en el país?
- Todas las fuentes disponibles en el país son igual de accesibles para todos los proyectos y/o desarrolladores?
- Qué costos implican las distintas fuentes de financiamiento?
- Cómo difieren los riesgos asumidos por los desarrolladores de un proyecto inmobiliario en las distintas fuentes de financiamiento?
- A nivel mundial existe alguna tendencia o fuente de financiamiento alternativa a las encontradas en el país?
- Existen diferencias impositivas entre las posibles formas jurídicas para la vehiculización de un desarrollo inmobiliario?
- La política fiscal impacta en el financiamiento de los desarrollos inmobiliarios?

Se presentarán las distintas fuentes de financiamiento que son utilizadas en el país para desarrollos inmobiliarios y sus características, en base al estudio de la normativa vigente, al conocimiento de la rama de actividad y a entrevistas realizadas a diferentes actores relevantes: representantes de grupos desarrolladores, estructuradores de fideicomisos financieros y empresarios, representantes de la industria bancaria, representantes de los fondos de ahorro previsionales (AFAP), corredores de bolsa y agente inmobiliario. Los entrevistados componen una muestra no probabilística. Las entrevistas realizadas fueron semi estructuradas y se presentan transcritas en el apéndice.

2. HIPÓTESIS

Se plantean las siguientes hipótesis:

- Las posibles formas jurídicas para vehiculizar un desarrollo inmobiliario están directamente relacionadas con las fuentes de fondos a las que se pretenda recurrir.
- Para los promotores privados de proyectos inmobiliarios pequeños y medianos las alternativas de financiamiento se reducen a fondos propios, preventa de unidades y financiación bancaria.
- Los costos asociados a la emisión de deuda pública hacen que el financiamiento a través del mercado de valores solo sea una alternativa para proyectos que involucren una inversión grande.
- La distintas fuentes de fondos posibles para la financiación de un proyecto inmobiliario comprenden diferentes riesgos financieros.
- La alternativa de financiamiento a través de instrumentos de oferta pública resulta exclusiva para desarrolladores con trayectoria y de determinado porte.
- A nivel global aparecen recursos alternativos de financiamiento que podrían incrementar la inversión en desarrollos inmobiliarios en el País.
- Un desarrollo inmobiliario estructurado a través de un fideicomiso tributa distinto a cuando es estructurado mediante una sociedad comercial.
- La política fiscal es determinante en la rentabilidad y financiamiento de proyectos inmobiliarios.

3. VEHÍCULOS PARA LA ESTRUCTURA DEL PROYECTO

En este capítulo se presentarán las diferentes formas jurídicas para vehicular un proyecto inmobiliario.

3.1. Sociedad comercial

La primera alternativa consiste en la creación de una sociedad comercial. En Uruguay las sociedades comerciales son reguladas por la Ley N° 16.060 de 1989. Los promotores del proyecto inmobiliario constituirán una sociedad, típicamente una sociedad anónima, a través de la cual se realizará toda la actividad del desarrollo inmobiliario. Se constituyen los socios o accionistas que serán quienes aporten el capital inicial y entre quienes se repartirán las ganancias o se soportarán las pérdidas, como puede visualizarse en el cuadro 1 del apéndice 9.1.01.

Entonces una vez constituida la sociedad, el financiamiento de la inversión inmobiliaria se canalizará a través de esta. Si el proyecto se financia con aportes de los promotores, estos deberán volcarlos a la sociedad a través de aportes o de préstamos. Luego la sociedad será la que contrate con la empresa constructora, subcontratos, profesionales intervinientes, etcétera, así como la que realizará las ventas. En caso de requerir financiamiento de terceros, será esta empresa la tomadora del mismo.

3.2. Fideicomisos

Otra figura que puede y ha sido utilizada para vehicular la inversión en desarrollos inmobiliarios es la de los fideicomisos. En este apartado se presentará inicialmente la figura del Fideicomiso en general, para luego establecer cómo puede adaptarse a la actividad de los desarrollos inmobiliarios.

La figura del fideicomiso fue creada en el país por la Ley N° 17.703 de 2003. De acuerdo a la misma, el fideicomiso es el negocio jurídico por medio del cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos que son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre de acuerdo a las instrucciones contenidas en el contrato de fideicomiso, en beneficio de un beneficiario, y la restituya al cumplimiento del plazo o condición al fideicomitente o la transmita al beneficiario.

Un aspecto fundamental a destacar es lo establecido en el artículo n° 6 de la Ley que indica que los bienes y/o derechos fideicomitidos constituyen un patrimonio de afectación independiente del patrimonio del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario. Y como expresa Casanova (2017), “el fideicomiso puede ser utilizado para tantos objetivos como la creatividad de los empresarios o profesionales asesores sea capaz de diseñar, para satisfacer las necesidades del cliente” (párr. 14).

Fideicomiso financiero

En el artículo N° 25, la Ley N° 17.703 define el Fideicomiso Financiero como aquel en el cual los beneficiarios son titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente. En los fideicomisos financieros solo se admiten como fiduciarios las entidades de intermediación financiera o las sociedades anónimas administradoras de fondos de inversión. Si hubiera oferta pública de los certificados de participación, de los títulos de deuda y de los títulos mixtos se rige por la Ley N° 18.627.

Fideicomiso de administración

El concepto de “fideicomiso de administración”, a diferencia del fideicomiso financiero no está definido en la Ley. De acuerdo a García & Porcaro (2014) “en los fideicomisos de administración, se transfieren al fideicomiso bienes o derechos con el objetivo de que sean administrados y con la finalidad de recuperar, conservar o incrementar un patrimonio determinado” (p. 12). Perez Canton (citado por García & Porcaro, 2014) sostiene que el fideicomiso de administración “viene a conformar como el modelo base o estándar desde el que se originan innumerables y diferentes clases y subclases de fideicomisos, pero en todos subyacen las facultades de administración del fiduciario” (p. 13).

En el presente trabajo se referirá al fideicomiso de administración como todo aquel fideicomiso distinto al fideicomiso financiero y al fideicomiso de garantía, que si bien tampoco es definido expresamente en la Ley, implícitamente se reconoce su particularidad, como señalan García & Porcaro:

Por el artículo 9 cuando se estipula que se encuentra prohibido que se designe beneficiario de los fideicomisos a los fiduciarios “salvo en los casos de fideicomisos de garantía constituidos a favor de una entidad de intermediación financiera” y en el artículo 42 cuando se establece la exoneración del Impuesto a las Trasmisiones Patrimoniales (ITP) a dicho tipo de fideicomisos. (García & Porcaro, 2014, p. 11).

3.2.1. Fideicomisos para desarrollos inmobiliarios

A continuación se expondrá cómo en términos generales los fideicomisos de administración, los fideicomisos de administración al costo y los fideicomisos financieros se estructuran para llevar adelante un desarrollo inmobiliario.

3.2.1.1. Fideicomiso de administración

En el fideicomiso de administración “los inversores (tanto de dinero como eventualmente del terreno) actúan como fideicomitentes del fideicomiso de administración que tendrá por cometido construir determinado tipo y la cantidad de unidades habitacionales que el desarrollista haya estimado poder vender a un precio determinado” (García & Porcaro, 2014, p. 17). Luego estos fideicomitentes se designan también beneficiarios del resultado que obtenga el fideicomiso por las unidades vendidas (o eventualmente pueden designar un beneficiario diferente) (García & Porcaro, 2014).

El fiduciario administra los recursos obtenidos de los inversores para obtener el resultado económico esperado (García & Porcaro, 2014). “El desarrollista puede asumir la calidad de fiduciario o, como suele suceder, es contratado por un fiduciario profesional para que ejecute las labores propias del saber inmobiliario” (García & Porcaro, 2014, p. 18). Los compradores de unidades del proyecto no son parte del contrato de fideicomiso sino que contratan con el mismo la compra de cada inmueble en cuestión (García & Porcaro, 2014).

En esta forma “la labor del fiduciario es administrar el patrimonio inicial entregado por los inversores para transformarlo y convertirlo en un patrimonio mayor y de diferente naturaleza que el inicial” (García & Porcaro, 2014, p. 18). En el cuadro 2 del apéndice 9.1.02. puede verse una representación esquemática de cómo los flujos de efectivo de los fideicomitentes fluyen hacia el proyecto para la financiación del mismo.

3.2.1.2. Fideicomiso de administración al costo

Por otro lado, en el fideicomiso de administración al costo el proceso comienza con un desarrollista que diseña un producto inmobiliario en determinada localización (García & Porcaro, 2014).

El desarrollista consigue nuclear a un grupo de interesados afines con dicha propuesta, sobre la base de que todos los costos del emprendimiento serán soportados por éstos. La obligación del desarrollista es entregar las unidades terminadas a cada interesado en las condiciones de tiempo y calidad estipuladas. El desarrollista no asume la tarea de comercializar las unidades construidas siendo el uso y destino de las mismas de exclusiva potestad del interesado. (García & Porcaro, 2014, p. 21).

Es así que los interesados se van a constituir “en fideicomitentes de un fideicomiso de administración al costo que tiene por cometido construir determinado producto inmobiliario y entregarlo, una vez construido, a los beneficiarios del mismo” (García & Porcaro, 2014, p. 21). Estos beneficiarios también serán ellos mismos o a quiénes ellos designen.

Las diferencias entre un fideicomiso de administración y un fideicomiso de administración al costo radican en el objetivo de los fideicomitentes, las labores del desarrollista y la finalidad del fideicomiso. Haciendo referencia a los fideicomisos de administración al costo García & Porcaro (2014), sostienen que:

En este tipo de fideicomisos, los fideicomitentes están interesados en obtener un inmueble de ciertas características y no en obtener un resultado económico de la colocación de dinero en un emprendimiento inmobiliario. Este tipo de fideicomitente asume como propio el riesgo de que los costos de construcción aumenten y que la comercialización posterior del inmueble no sea fluida o conveniente. (p. 22).

En un fideicomiso de administración al costo el desarrollista no se encarga de vender las unidades terminadas “sino que es remunerado por haber realizado la concepción del producto y la gestión de los costos del emprendimiento” (García & Porcaro, 2014, p. 22). Y lo más importante, la finalidad del fideicomiso de administración al costo no es perseguir un resultado económico por la construcción y venta de un inmueble sino que es administrar los recursos recibidos de los fideicomitentes para la construcción de un inmueble que será adjudicado a los beneficiarios (García & Porcaro, 2014). En el cuadro 3 del apéndice 9.1.03. puede verse una representación esquemática de cómo los flujos de efectivo de los fideicomitentes de un fideicomiso de administración al costo fluyen hacia el proyecto para la financiación del mismo para obtener el inmueble construido.

3.2.1.3. Fideicomiso financiero

La diferencia entre el fideicomiso financiero y el de administración se encuentra en que mientras en el fideicomiso de administración los inversores participan como beneficiarios finales en la distribución del patrimonio existente al final de la construcción y venta del desarrollo, en los fideicomisos financieros se emiten títulos de participación que pueden ser adquiridos por cualquier persona y que al fin del desarrollo rentarán un porcentaje del producido final (Alonso, 2012).

El fideicomiso financiero cuenta con dos modalidades, la privada y la pública (Alonso, 2012).

En el fideicomiso financiero privado los títulos de participación son distribuidos entre inversores privados que se acercan al desarrollo en forma particular, mientras que en el fideicomiso financiero público se obtienen los fondos mediante una emisión de oferta pública donde los títulos se colocan generalmente a inversores institucionales (Bancos, AFAP, Aseguradoras, Bolsas de Valores, etcétera). (Alonso, 2012, párr. 11).

En el cuadro 4 del apéndice 9.1.04. puede verse una representación esquemática de cómo los flujos de efectivo de los adquirientes de certificados de participación y/o de los adquirientes de los títulos de deuda de un fideicomiso financiero fluyen hacia el proyecto para la financiación del mismo.

3.3. Síntesis

Para sintetizar, en Uruguay se puede vehiculizar una inversión inmobiliaria a través de una empresa constituida en el marco de la Ley N° 16.060, o crear un fideicomiso. En el caso de crear un fideicomiso este podrá ser de administración o financiero.

Un fideicomiso de administración puede estructurarse de tal forma que se asimile a la estructura de una sociedad comercial. Es decir, los inversores serán los fideicomitentes y los beneficiarios, y si se requiriera financiamiento adicional este será tomado por el propio fideicomiso.

El fideicomiso financiero también puede estructurarse para que los inversores sean los tenedores de certificados de participación del fideicomiso, participando así en sus ganancias o pérdidas. En el fideicomiso financiero también va a ser el propio fideicomiso el tomador de un préstamo en caso de necesitar asistencia financiera.

Asimismo existe la posibilidad de que el fideicomiso sea el propietario de una sociedad creada con el fin del desarrollo inmobiliario. Y en este caso el aporte de propietarios vendrá a través del fideicomiso y será la sociedad comercial la tomadora de deuda si se diera esa circunstancia.

4. ALTERNATIVAS DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO

El desarrollador, a través de la forma jurídica que haya estructurado para la realización del proyecto inmobiliario, deberá procurar los ingresos de fondos para realizar su actividad. La construcción de un proyecto inmobiliario puede llevar desde varios meses hasta algunos años, por lo tanto la empresa constituida va a necesitar fuentes de fondos para la financiación de ese activo: fondos propios o deuda. Así, ya sea una sociedad anónima o un fideicomiso, tendrá ingresos por los aportes de sus propietarios o fideicomitentes respectivamente, o deberá endeudarse.

Bajo esa premisa, en el presente capítulo se analizarán las diferentes alternativas de fuentes de fondos para el desarrollo de un proyecto inmobiliario. Se analizarán sus características, su accesibilidad, sus costos y riesgos financieros.

4.1. Fondos propios

Fondos propios se le llama al financiamiento que obtiene una empresa a través de su patrimonio, es decir, del capital proveniente de aportes de los socios o accionistas o de la capitalización de sus resultados u otros. Un desarrollo inmobiliario implica un inicio de actividades, de hecho es habitual que se canalice el negocio en una nueva empresa, una nueva razón social, y por lo tanto la financiación con fondos propios en los desarrollos inmobiliarios se asimila a aportes de los propietarios.

Los fondos propios probablemente nunca constituyan la única fuente de fondos. Además de que como estrategia financiera probablemente no sea la más rentable, la validación comercial del proyecto a través de la preventa es otro motivo de peso para no optar por financiar un desarrollo inmobiliario únicamente con fondos propios.

La validación comercial de un proyecto inmobiliario no es más que salir al mercado a comercializarlo y probar la efectiva demanda del mismo. Si bien en la etapa de proyecto, como en cualquier proyecto de inversión, es conveniente analizar su justificación comercial, en la industria de los desarrollos inmobiliarios es común que se empiece a comercializar el proyecto antes de comenzar con la construcción del mismo. Esta preventa de unidades, que como fuente de financiamiento se analizará en el capítulo siguiente, funciona como una herramienta que tienen los desarrolladores para medir la efectiva respuesta del mercado a su proyecto.

En la financiación con fondos propios, los propietarios invierten su capital a riesgo en el proyecto, lo recuperarán en la medida que el proyecto reporte ganancias. En ese sentido el desarrollador no tiene un plazo para devolver los fondos, si el proyecto no tiene buena salida al mercado y no se logran vender las unidades (a los precios fijados) en el plazo inicialmente proyectado, se verá afectado el plazo en el que los propietarios recuperarán su capital empeorando la TIR de los fondos de estos inversores pero sin significar costos financieros para el proyecto. De las entrevistas realizadas surge que la tasa de retorno requerida de los inversores que aportan sus fondos como capital en la empresa desarrolladora es aproximadamente entre un 10% y 20% nominal en dólares, dependiendo principalmente del tamaño del proyecto.

La empresa desarrolladora puede incurrir en costos en caso de que frente a una integración de capital haya que modificar el estatuto de la sociedad comercial para aumentar el capital societario, o haya que modificar el contrato o realizar una nueva emisión de títulos en caso de fideicomisos. Estos costos estarán integrados principalmente por honorarios y gastos legales y notariales.

En los casos en que el desarrollador no es el inversor, o no es el único inversor, el riesgo que puede tener esta fuente de fondos es de que el inversor no aporte los fondos cuando se le soliciten. Este riesgo no puede eliminarse, pero los desarrolladores pueden mitigarlo en la medida en que realicen un análisis de riesgo antes de asociarse con inversores.

En cuanto al riesgo del tipo de cambio, corresponde en primer lugar señalar el riesgo de tipo de cambio al que está expuesto el negocio de los desarrollos inmobiliarios. El principal costo de un desarrollo inmobiliario es el de la construcción del inmueble, por lo tanto se analizará el riesgo de tipo de cambio en relación al costo de construcción.

En base al conocimiento de la rama de actividad se afirma que las empresas constructoras por lo general facturan sus servicios en pesos uruguayos ajustados cada mes de acuerdo al avance de obra por algún tipo de paramétrica que determinan o por el Índice de Costos de la Construcción (ICC) publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Y por otro lado con los niveles de dolarización de la economía uruguaya los inmuebles se tranzan en dólares y no se ajustan fácilmente ante un aumento de los costos de construcción no acompañados por la evolución del tipo de cambio. Es decir, el precio de los inmuebles es bastante inelástico en dólares y eso determina que ante el aumento de los costos por inflación y una estabilidad o baja del tipo de cambio, se perjudique la rentabilidad del desarrollo inmobiliario y el flujo de efectivo. Al mismo tiempo, por otro lado un aumento del tipo de cambio puede afectar la demanda del consumidor final de los inmuebles a la baja, asumiendo un consumidor con ingresos en moneda local, al cual un aumento del tipo de cambio le encarece el acceso a la vivienda. En el gráfico del apéndice 9.2. puede visualizarse cómo la evolución del ICC en los últimos 5 años ha sido mayor a la evolución del dólar.

Con respecto al riesgo de tipo de cambio que puede asumir la empresa desarrolladora respecto al financiamiento del proyecto a través de aportes de sus accionistas o propietarios, si con estos se acuerdan integraciones diferidas, la desarrolladora tendrá un riesgo de tipo de cambio si esas integraciones ya están pactadas por importes determinados en moneda extranjera.

La forma que tiene el desarrollador para mitigar este riesgo de tipo de cambio de las integraciones de capital diferidas es recurriendo a instrumentos derivados, como los forwards, pero en todo caso mitiga el riesgo de tipo de cambio que sustituye por otros como el riesgo de crédito con la contraparte del contrato o el riesgo de que la inflación en la economía termine siendo superior a la proyectada y los tipos de cambio acordados a las fechas de los futuros ingresos no cubran totalmente la evolución de los costos que representarán los egresos.

Otra alternativa que puede llegar a tener el desarrollador es la de contratar un precio cerrado en dólares con la empresa constructora y de esta manera tener una cobertura operativa del riesgo de tipo de cambio. Es posible que en la práctica el desarrollador no consiga este precio en dólares por parte de la empresa constructora ya que, como se decía anteriormente, las constructoras suelen facturar sus servicios en moneda doméstica ajustados por algún coeficiente que contemple la evolución de los costos de construcción. También puede ser que de obtenerse un precio en dólares por parte de la constructora, este sea inicialmente bastante superior al precio en pesos y no resulte rentable el proyecto contratando en dólares.

Si la desarrolladora puede solicitar fondos a los propietarios en cualquier momento y por cualquier importe, no va a tener un riesgo de tipo de cambio con respecto a esta fuente de financiamiento.

Cada inversionista individualmente podrá tener un riesgo de tipo de cambio cuando las integraciones diferidas están pactadas en una moneda diferente a la de su propia fuente de fondos. En este caso la manera de mitigarlo sería a través de instrumentos derivados. Si el inversor es una persona física, difícilmente pueda tener acceso a un forward por ejemplo, pero si es una empresa, u otra institución, podría llegar a realizar contratos forwards a las fechas establecidas para las integraciones de capital (en la industria bancaria eventualmente con la aprobación crediticia correspondiente).

Y luego los riesgos financieros que asumen los inversionistas son el de alcanzar la rentabilidad requerida y el riesgo de liquidez. En cuanto al riesgo de no alcanzar la rentabilidad requerida, el inversionista puede considerar el track record del desarrollador como mitigante. Pero frente al riesgo de liquidez el inversionista no tendrá herramientas para mitigarlo ya que es un riesgo propio del mercado. En base al conocimiento del mercado uruguayo y la rama de actividad de las inversiones inmobiliarias se sostiene que las posibilidades que tendrá el inversor de vender su participación a otro inversionista pueden considerarse acotadas y dependerá en última instancia de su red de contactos que lo vinculen con otros potenciales inversionistas.

Por otra parte, surge de las entrevistas realizadas que los promotores inmobiliarios muchas veces tienen en cuenta, para no optar por los fondos propios como única fuente de financiamiento, los beneficios del endeudamiento. Al “leverage” como estrategia financiera puede recurrirse para aumentar la rentabilidad de los fondos propios, y este es el concepto que incorporan en sus proyectos.

En definitiva, ya sea con el objetivo de obtener una validación comercial del proyecto mediante la preventa de unidades, o para aumentar el retorno de los fondos propios a través de endeudamiento, los fondos propios en los desarrollos inmobiliarios comúnmente son una entre otras fuentes de financiamiento. El asunto del track record del desarrollador en esta fuente de fondos va a aplicar en el caso en que el desarrollador no sea el inversor, o no sea el único inversor, y tenga que salir a conseguir financiación de inversores que pongan su capital a riesgo en el proyecto. Probablemente estos inversores vayan a valorar la experiencia previa del promotor antes de asociarse para mitigar el riesgo de no alcanzar la rentabilidad requerida, pero en caso de que no la tenga, el desarrollador igualmente puede reunir inversores que estén dispuestos a participar.

En el cuadro 1 del apéndice 9.1.01. se realizó una representación esquemática de cómo los flujos de efectivo de los accionistas o propietarios fluyen hacia el proyecto para la financiación del mismo.

4.2. Preventa de unidades

Como se adelantó en el capítulo anterior, la preventa de unidades consiste en las ventas de un proyecto inmobiliario concretadas antes de la construcción del mismo. También puede incluirse dentro de este concepto las ventas realizadas durante la obra. En definitiva, la preventa de unidades consiste en las ventas efectuadas antes de que esté terminada la construcción del proyecto, cuando el comprador todavía no puede disponer del bien adquirido.

En esta modalidad de venta el comprador realiza un pago, o varios, a modo de anticipo y asume un riesgo de construcción por el que va a exigir la correspondiente prima. El costo de este financiamiento está implícito en el descuento comercial que se aplica a los precios de venta en estas etapas de lanzamiento y construcción. No se constituye ninguna garantía para el comprador que adelanta su dinero y la trayectoria del desarrollador no será un requisito excluyente para la venta en general, más allá de que podrá serlo en algún caso que el comprador así lo considere.

Para tener información acerca de la tasa de rentabilidad requerida del inversor que compra una unidad en la etapa de preventa de un proyecto para venderla cuando esté terminada, se entrevistó a Bocchi, agente inmobiliario especializado en desarrollos inmobiliarios orientados a un comprador inversor. De acuerdo a Bocchi, el inversionista puede alcanzar una rentabilidad del entorno de 10% nominal en dólares. Señala que la rentabilidad varía dependiendo de la forma de pago acordada con el desarrollador, y que los escenarios más habituales son los de un pago contado del 80% aprox. en la promesa de compraventa y pago del saldo contra entrega; o un pago inicial del 30%, 60% en cuotas mensuales durante la obra y el saldo de 10% en la entrega.

Para el desarrollador el plazo de este financiamiento es el de la construcción del proyecto, porque cuando el comprador recibe la unidad adquirida la sociedad desarrolladora cancela la deuda que ha venido generando con este a partir de sus adelantos de precio.

El comprador, analizado nuevamente como un inversionista que compra una unidad en la etapa de preventa para captar la diferencia de precio con el inmueble terminado, asume el riesgo de no alcanzar la rentabilidad requerida si se extiende el plazo de construcción. Para mitigar este riesgo el comprador puede evaluar el track record del desarrollador, y el de la empresa constructora si es que la obra ya está adjudicada. También puede no alcanzar la rentabilidad requerida si el precio de reventa del inmueble termina siendo menor al inicialmente estimado. Numerosas variables, incluso macroeconómicas, pueden influir en la baja de los precios de los inmuebles, por lo tanto el comprador no tendrá cómo mitigar este riesgo.

Cuando en estas etapas de preventa o venta durante la obra se realizan ventas a crédito, el desarrollador asume un riesgo de crédito. Podría mitigarlo realizando un análisis de riesgo antes de dar financiación al comprador.

Con respecto al riesgo de tipo de cambio, considerando ventas en dólares y costos de construcción en pesos ajustados por ICC o paramétrica, la empresa desarrolladora asume un riesgo de tipo de cambio en las ventas a crédito. Como se presentaba en la sección anterior, la desarrolladora puede mitigar este riesgo realizando contratos forwards que le aseguren un determinado tipo de cambio al momento de vender los dólares para afrontar los egresos por los costos constructivos en pesos. En este caso se reitera lo indicado también en la sección anterior de que la desarrolladora sustituye el riesgo de tipo de cambio por otros como el riesgo de crédito (con la contraparte del contrato) o el riesgo de que la inflación en la economía evolucione en forma superior a la proyectada y la venta de los dólares tranzados no cubran la proporción de costos proyectada.

Por el lado del comprador, este podrá asumir o no riesgo de tipo de cambio en función del origen de sus fondos y la forma de pago. Si hace la compra a crédito en dólares y tiene ingresos en pesos de los cuales van a surgir los fondos para la cancelación de las cuotas, en ese caso el comprador va a asumir riesgo de tipo de cambio. La forma de mitigarlo sería a través de instrumentos derivados, a lo que es posible que si el comprador es una persona física no tenga acceso. Sí podría tener acceso más probablemente una empresa que por ejemplo compra el inmueble como inversión o para instalar sus oficinas u otros.

El comprador del inmueble también tiene un riesgo de liquidez, en términos generales menor al visto en la sección anterior del inversionista que invierte en la propiedad de la sociedad comercial. En este caso el comprador puede revender el inmueble y recuperar su capital, y eventualmente obtener su renta, incluso antes de que el inmueble esté terminado. En el mercado uruguayo el comprador inicialmente firma un documento con la empresa desarrolladora, una promesa (o compromiso) de compraventa, donde se establecen las condiciones de la transacción, entre ellas el precio y la forma de pago. A partir de ese momento el comprador podría realizar su inversión, aunque se hubieran pactado pagos futuros y estos aun no hubieran vencido, cediendo su promesa de compraventa a un segundo comprador por el cual este último pagará al primero un precio convenido.

De esta manera el riesgo de liquidez del inversor en inmuebles en la etapa de preventa queda asociado a la coyuntura del mercado inmobiliario y a la de la economía en general, y a las características propias del inmueble adquirido: público objetivo del proyecto, locación, oferta de inmuebles de similares características o en la misma locación etc. El comprador por tanto puede mitigar este último riesgo analizando las características propias del inmueble en el que va a invertir, invirtiendo en un proyecto y/o en una zona donde exista una potencial demanda.

Por otro lado para la empresa desarrolladora los costos adicionales propios de esta fuente de financiamiento consistirían en costos comerciales, de marketing, de darle difusión al proyecto. Los renders por ejemplo son un costo directamente asociado a la estrategia de preventa ya que pretenden dar al comprador una imagen del bien que todavía no está construido. Folletos, página web, campañas en redes sociales u otros medios de comunicación y todo otro material o actividad destinada a la preventa del proyecto constituye parte de estos costos comerciales.

Todos los desarrolladores entrevistados consideraron la preventa o la venta durante la obra como una fuente de financiamiento de sus proyectos. Por ejemplo el entrevistado socio de importante grupo desarrollador y corredor de bolsa de reconocida firma local, afirma que para su modelo de negocios la preventa es fundamental porque los márgenes son muy acotados y si se financiara exclusivamente con fondos propios la TIR sería muy baja.

Con respecto a la trayectoria que deben tener los promotores para lograr vender su proyecto antes de que comience la obra o durante la misma, si bien comercialmente puede ser un factor importante en la medida en que los potenciales compradores van a evaluar este aspecto, no constituye un requisito excluyente.

En definitiva, ya sea como fuente de financiamiento per se, como método de validación comercial del proyecto inmobiliario, o como deuda para optimizar la TIR de los fondos propios aportados, la preventa de unidades podría catalogarse como la principal fuente de financiamiento de desarrollos inmobiliarios en el sentido en que, en mayor o menor medida, siempre aparecería como parte de la estructura financiera del proyecto, aun en proyectos donde los desarrolladores no poseen una determinada experiencia previa.

En el cuadro 5 del apéndice 9.1.05. puede verse una representación esquemática de cómo los flujos de efectivo de las ventas son los que financian la construcción del proyecto.

4.3. Canje

El canje es un recurso muy aplicado en los desarrollos inmobiliarios. La empresa que desarrolla el proyecto contrae una obligación de pago con sus proveedores y puede negociar su cancelación mediante la venta de alguna/s de la/s unidad/es en construcción. La contraparte puede aceptar el pago de su crédito con la empresa con una unidad, pero normalmente si es en la etapa de lanzamiento o construcción del proyecto se va a acordar un precio de preventa, es decir un precio con los descuentos comerciales correspondientes como se vio en la sección anterior. Asimismo es probable que el proveedor encarezca el precio de sus productos o servicios considerando que el pago lo percibirá en un inmueble en construcción y no en efectivo. Es habitual el canje de unidades de la empresa desarrolladora con la constructora, con el propietario del terreno que se adquiere para la construcción del proyecto, con los profesionales que diseñan el proyecto arquitectónico, entre otros.

Dependiendo del acuerdo concreto el desarrollador puede asumir un riesgo de crédito o no. Por ejemplo, si el canje es con el propietario del terreno, el desarrollador no asume riesgo de crédito una vez recibida la tierra. Sin embargo si el canje es con la empresa constructora y se acuerda una forma de pago en relación al avance de obra, el desarrollador sí asume un riesgo de crédito. El desarrollador puede hacer un análisis de riesgo de la contraparte con el fin de mitigar el riesgo de que esta no cumpla.

En esta modalidad de venta/financiamiento podrá haber un interés implícito en los precios acordados (como se comentaba anteriormente por un lado si fuera un precio de preventa y por otro lado en los mayores precios del proveedor ante esta modalidad de pago). O'Neill, ex presidente de la CCU y presidente de la Confederación de Cámaras Empresariales, en entrevista señaló que dependiendo del poder de negociación del proveedor que toma la unidad en canje, este puede obtener la misma rentabilidad que cualquier comprador en la misma etapa de preventa del proyecto y bajo las mismas condiciones de pago, o menor. Es decir, la tasa de retorno requerida del comprador de una unidad por canje durante el período de preventa es el mismo 10% nominal en dólares que se indicó en la sección anterior, o menor si este no tiene un buen poder de negociación. En última instancia esta contraparte probablemente estará interesada mayormente en vender sus productos o servicios más que en adquirir un inmueble.

El plazo del desarrollador para cancelar su deuda entregando la unidad tranzada será el de la construcción de la misma, aunque puede ser superior si la contraparte no llegó a constituir el precio en esa ocasión.

El canje de unidades a la empresa desarrolladora la puede llevar a incurrir en costos de honorarios legales y/o notariales por el asesoramiento y redacción del contrato que se firme entre las partes. Será un contrato a medida con las condiciones que se hayan acordado.

La contraparte del desarrollador en el canje, es decir quien en última instancia sería el comprador de la unidad, asume el mismo riesgo de no alcanzar la rentabilidad esperada que cualquier otro comprador inversor en la etapa de preventa del proyecto, visto en la sección anterior. Sin embargo, el riesgo de liquidez no es el mismo. Probablemente en el caso de un canje el comprador del inmueble no vaya a poder comercializarlo sin haber terminado de constituir previamente el precio de la unidad, pero en cualquier caso nuevamente eso dependerá del acuerdo celebrado entre las partes. Una vez que el comprador del inmueble en canje esté contractualmente habilitado a comercializar la unidad, aplicarían los mismos comentarios realizados en la sección anterior en cuanto al riesgo de liquidez del mercado inmobiliario y el del inmueble específico adquirido.

En cuanto a mitigar el riesgo de liquidez a través de la inversión en un proyecto que se evalúe como fácilmente comercializable, el comprador del inmueble probablemente no tenga diversas alternativas en un negocio de canje, pero aun así debería evaluar a qué nivel de riesgo se enfrenta adquiriendo una unidad de ese proyecto en cuestión.

Para que exista riesgo de tipo de cambio para las partes en un canje, en el acuerdo tiene que haberse establecido una venta del inmueble a crédito donde la contraparte vaya constituyendo el precio con la venta de sus productos o servicios nominados en una moneda diferente y donde el tipo de cambio de conversión pactado sea al inicio incierto, por ejemplo si se define el tipo de cambio contado de cada fecha de entrega de los productos o servicios. En un ejemplo concreto, si se acuerda canje con la empresa constructora y esta vende sus trabajos en pesos ajustados por ICC o paramétrica y la/s unidad/es canjeada/s se denominada/n en dólares, va a depender de cómo se establezca la conversión de los pesos del precio de la constructora a los dólares del precio de la/s unidad/es canjeada/s el riesgo de tipo de cambio que las partes van a asumir o no. Si por ejemplo se establece la conversión con el tipo de cambio contado de cada avance de obra las partes asumen riesgo de tipo de cambio.

Al igual que en el caso de la preventiva de unidades la desarrolladora puede recurrir a contratos forwards para mitigar el riesgo de tipo de cambio, que como siempre sustituye por otros, y la constructora por su parte también. Si directamente establecen entre las partes los tipos de cambio forward eliminan el riesgo de crédito con la tercera parte interviniente y además podrán pactar tipos de cambio más convenientes para ambas partes al no tener el costo del spread que cobraría una institución financiera por ejemplo. También si se pactara un único tipo de cambio fijo se eliminaría el riesgo de tipo de cambio.

En ningún caso puede evitarse el riesgo de que la evolución de los precios en pesos sea diferente a la proyectada. Si los precios tienen una evolución mayor a la proyectada y se estableció un tipo de cambio determinado para la transacción o para cada avance de obra mensual, la constructora habrá constituido el precio del canje antes de lo previsto y la empresa desarrolladora tendrá egresos mayores a los previstos para pagar los servicios de esta. En caso contrario la constructora puede terminar la obra sin haber llegado a constituir el precio de la/s unidad/es canjeada/s y deberá hacer un pago a la desarrolladora por la diferencia del precio del inmueble que no llegó a integrar con el canje.

En definitiva, el canje de unidades para el desarrollador es una forma de realizar una venta al mismo tiempo que una forma de financiar su proyecto. En el cuadro 6 del apéndice 9.1.06. puede verse una representación esquemática de cómo la venta a un proveedor (por ejemplo a la empresa constructora) financia la construcción del proyecto.

4.4. Deuda – Financiamiento bancario

El financiamiento a través de deuda, no solo implica el financiamiento bancario sino el conjunto del financiamiento que obtiene una empresa a través del plazo que obtiene de sus acreedores para cancelar sus obligaciones con estos. Así, una empresa financia sus actividades mediante su capital de trabajo operativo y también con sus pasivos financieros. Por la representatividad en el total de la deuda en la actividad de los desarrollos inmobiliarios, en el presente capítulo se analizará como fuente de financiamiento la deuda financiera y particularmente el financiamiento bancario.

Como representantes de las instituciones financieras del país se entrevistó a Cayota de Banco Santander y por otro de los principales bancos de plaza a un gerente y ejecutivo de cuentas que dieron la entrevista en conjunto pero prefirieron mantener su identidad y la de la institución que representan en confidencialidad. El primer aspecto a resaltar es que ambas partes entrevistadas señalaron como determinante la figura del desarrollador y su track record.

En cuanto a otros requisitos para el análisis de riesgo que realizan los bancos para mitigar su riesgo de crédito, los entrevistados señalaron que además de información del proyecto y flujo de fondos proyectado que debe proporcionar el desarrollador, requieren de un estudio de factibilidad que realizan profesionales que las mismas instituciones determinan.

Con respecto a las garantías a constituir por el prestatario para mitigar el riesgo de crédito, los entrevistados de ambas instituciones financieras señalaron hipoteca de las unidades del proyecto, cesión de saldos de ocupación y fianza solidaria de los accionistas.

Estos requisitos y garantías tienen un costo asociado que los bancos trasladan al solicitante del crédito. El estudio de factibilidad rondaría entre los ochocientos y dos mil dólares de acuerdo a la información proporcionada por los entrevistados. Hasta aquí no parecería ser una cifra significativa para los valores del negocio. Pero sobre los subsiguientes costos Cayota detalló:

El estudio notarial para el contralor de la hipoteca ronda un 0,40% sobre el monto de la hipoteca más IVA. También están los honorarios profesionales del agrimensor que es el que firma los planos para presentar al banco y entrar dentro de la ley. Y después hay una comisión de estructuración que ronda entre el 0,5 y 1% del monto de la línea con un mínimo de U\$S 10.000.

En lo que refiere a los límites que puede tener el financiamiento de un proyecto inmobiliario, Cayota sostuvo que si bien por política del Banco podrían financiar hasta un 70% del costo de obra directo, en la práctica no habrían sobrepasado el 50%. Del otro banco indicaron hasta el 60% del costo directo de obra como máximo. De ambas instituciones afirman que no financian la compra del terreno.

De acuerdo a Cayota el Banco Santander exige que el proyecto tenga prevendido un 30% del valor de las unidades para asegurarse un éxito comercial y un 30% de avance de obra para mitigar el riesgo de construcción. Del otro banco señalaron un nivel de preventa de entre 30% y 35%. De ambas instituciones indicaron que los desembolsos del capital se van haciendo paulatinamente con el avance de obra en un régimen de “pari passu”. Esto es, si el banco aprobó financiar un 40% del proyecto por ejemplo, a medida que avanza la obra tiene que irse siguiendo esa proporción. Entonces el banco desembolsa hasta alcanzar el 40% y el 60% restante tiene que aportarse con equity o ventas por ejemplo. El desarrollador debe asegurarse por lo tanto cumplir con esas condiciones y tener esas otras fuentes de fondos disponibles.

Las instituciones financieras van desembolsando los vales a lo largo de la construcción del proyecto en las condiciones que se señalaron anteriormente. A medida que se van vendiendo las unidades hipotecadas al banco, se va cancelando la deuda con este. Si al final de la obra quedan unidades sin vender y un pasivo con el Banco, el Banco otorgará un plazo adicional, que según la experiencia en la rama de actividad podrá ser de alrededor de 18 meses.

En las entrevistas realizadas de ambos bancos afirmaron que no otorgan financiamiento a fideicomisos de administración al costo, por razones jurídicas.

Cabe mencionar una apreciación de Cayota con respecto a la Ley N° 16.760 de préstamos hipotecarios. Señala que para que el desarrollador pueda vender durante la obra con hipotecas debe tener un préstamo bancario. Por eso algunos desarrolladores aunque no necesiten el financiamiento del banco igualmente lo solicitan.

El costo del financiamiento bancario está compuesto por los comentados anteriormente y por la tasa de los préstamos que se desembolsen concretamente. De acuerdo a estos entrevistados representantes de instituciones financieras, esta tasa puede ser fija o variable tomando una de referencia más un spread, y la determinan también en función del proyecto y la experiencia de sus promotores. Cayota señaló como tasa de referencia la tasa SOFR a la cual se le agregaría un spread de entre el 1,75% y 2,75%. Con una tasa SOFR en el entorno de un 5% anual, la tasa de costo de financiamiento para el desarrollador quedaría entre 7% y 8% aproximadamente indica.

El desarrollador en cualquier caso va a asumir un riesgo de tasa de interés. Si la tasa es variable asume el riesgo de que estas suban y se encarezca el financiamiento. Si la tasa es fija asume el riesgo de que las tasas bajen y el proyecto quede financiado a un costo mayor al de mercado. Estos riesgos no se pueden mitigar, lo que eventualmente podría hacer el desarrollador es optar por uno u otro.

En el caso que el desarrollador prefiera exponerse a los riesgos de una tasa de interés fija y el banco solo le otorgue una tasa de interés variable o viceversa, teóricamente podría hacer un swap de tasas de interés pero no eliminaría el riesgo de tasa de interés sino que cambia el de tasa variable por fija o viceversa. De todas maneras, en un mercado poco profundo como el mercado de valores uruguayo un swap de tasas de interés no es de fácil acceso para inversiones menores a 50 millones de dólares, por lo tanto esta alternativa quedará descartada a los efectos de las conclusiones de esta tesis.

El Banco por su parte también asume un riesgo de tasa de interés pero en el sentido contrario al del desarrollador tomador del préstamo. Es decir, si en el préstamo o en la línea de crédito se estableció una tasa de interés fija, el Banco asume el riesgo de que el nivel general de tasas suba y si pierda de captar mayores ganancias. Por el otro lado si se estableció una tasa de interés variable, el Banco asume el riesgo de que las tasas bajen y sus ganancias sean menores. El Banco podrá cerrar su posición contrayendo un pasivo en las mismas condiciones, ya sea a través de su operativa o en los mercados financieros.

El desarrollador al igual que el Banco también asume un riesgo de crédito. Aunque probablemente el desarrollador le asigne baja probabilidad a que el banco no pueda hacer frente a la línea de crédito que le aprobó, indefectiblemente asume un riesgo de crédito con esa institución. Para mitigarlo el desarrollador puede consultar las calificaciones de riesgo elaboradas por alguna de las calificadoras autorizadas por el BCU. Además las instituciones financieras en Uruguay están bajo la supervisión del BCU y sometidas a su regulación. Sin ser una garantía, es un contralor al que no están sometidos todos los prestamistas o inversores.

Con respecto al riesgo de tipo de cambio, no habría tal riesgo para la empresa desarrolladora si tiene calce de monedas entre el pasivo que asume con el banco y el flujo de ingresos por ventas con el que podrá ir cancelando el mismo. Si hubiera descalce de monedas la empresa desarrolladora eventualmente podría hacer contratos forwards para las fechas de cobro de las ventas ya concretadas. Para el banco el riesgo de tipo de cambio existirá si los préstamos son en moneda extranjera, o en una moneda diferente a su moneda funcional, y dependerá de la posición neta de todos sus activos y pasivos.

A los representantes de grupos desarrolladores entrevistados también se les consultó por el financiamiento bancario, si utilizan el crédito bancario como recurso financiero para sus proyectos. Estos confirmaron el track record que exigen las instituciones financieras para acceder a dar financiamiento a desarrolladores inmobiliarios. Algunos indicaron que recurren al financiamiento bancario en todos sus proyectos, a veces solamente con el objetivo de mejorar la TIR de los fondos propios, y otros manifestaron que hasta el momento no habrían recurrido al financiamiento bancario porque encuentran otras fuentes de fondos más accesibles o rentables.

En conclusión, a partir de las entrevistas realizadas a las dos partes, representantes de instituciones financieras y representantes de grupos desarrolladores, el acceso al financiamiento bancario para proyectos inmobiliarios está restringido a desarrolladores con determinada trayectoria, y esta misma trayectoria va a ser determinante para la fijación del precio del financiamiento. También se concluye que el financiamiento bancario tiene no solo un costo explícito en la tasa de interés, sino que hay otros que los bancos requieren por el análisis de riesgo, la estructuración de la línea y la constitución de las garantías, que lo encarecen como fuente de financiamiento.

Se concluye por último que el crédito bancario es utilizado por promotores como fuente de financiamiento pero a veces también, o únicamente, con motivo de mejorar la TIR de un proyecto apalancándolo o poder hipotecar las unidades en construcción.

En el cuadro 7 del apéndice 9.1.07. puede verse una representación esquemática de cómo la deuda financiera financia la construcción del proyecto.

4.5. Mercado de valores

4.5.1. Regulación del mercado de valores

La Ley N° 18.627 (2009) es la que en Uruguay regula el mercado de valores. En su artículo n° 1 determina el ámbito de aplicación que es el mercado de valores, todos los agentes que en él participan, las bolsas de valores y demás mercados de negociación de valores de oferta pública, los valores y los emisores de valores de oferta pública. Los somete a la reglamentación del Poder Ejecutivo y a las normas e instrucciones que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU.

La Ley en el artículo n° 80 exige a las bolsas de valores, a otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y a los emisores de valores de oferta pública a adoptar prácticas de gobierno corporativo. Y en relación a los emisores agrega la obligación de divulgar en forma completa, puntual y exacta los resultados financieros y demás información relevante para los inversores y adoptar las normas de contabilidad y auditoría conforme a los estándares internacionales.

En el artículo n° 113 la Ley establece que las entidades que realicen oferta pública de valores, las administradoras de fondos de ahorro previsional y de fondos de inversión, las empresas aseguradoras, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros deberán designar auditores externos, de entre los inscriptos en el registro de auditores externos que lleva dicha Superintendencia. Luego en el artículo n° 115 adiciona que las entidades que realicen oferta pública de valores, las administradoras de fondos de inversión, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros que ésta considere conveniente incluir mediante la regulación de la norma, cuando deban designar calificadoras de riesgo, deberán hacerlo de entre las inscriptas en el registro de calificadoras de riesgo que lleva dicha Superintendencia.

El BCU ha publicado una Recopilación de Normas del Mercado de Valores (RNMV) que va actualizando a medida que emite nuevas circulares. En la misma, en el artículo n° 260 se establece la información contable y de gestión que deben presentar los emisores de valores de oferta pública. Dentro de esta se destaca, con periodicidad anual luego de la finalización de cada ejercicio económico, la presentación de estados contables consolidados, si corresponde, auditados, estados contables individuales auditados y actualización de la calificación de riesgo expedida por una institución inscripta en el Registro del Mercado de Valores. Con periodicidad semestral, la presentación de estados contables consolidados, si corresponde, acompañados de informe de revisión limitada y estados contables individuales con informe de revisión limitada (con excepciones en las que corresponde información de compilación). Y con periodicidad trimestral, estados contables consolidados, si corresponde, con informe de compilación y estados contables individuales acompañados también de informe de compilación.

Todos estos requisitos de información financiera periódica, de gobierno corporativo, las auditorías y calificaciones de riesgo, tienen un alto costo asociado, que no tienen las emisiones privadas.

Un promotor privado en el Uruguay podría financiar sus proyectos a través del mercado de valores emitiendo participaciones en el patrimonio o títulos de deuda, o ambos, de una sociedad comercial o de un fideicomiso financiero o cuotas partes de un fondo de inversión. Se les consultó a los desarrolladores entrevistados si habían considerado la emisión de deuda pública para la financiación de sus proyectos. La mayoría de los entrevistados expresaron que no consideraron la opción porque entienden que no es rentable para el tamaño de proyectos que construyen, por los costos asociados a una emisión pública.

Por otro lado, el mercado de valores en Uruguay tiene poca profundidad. Es decir, es un mercado con escasos compradores y vendedores. En consistencia con esto, puede verse que en la práctica, como se verá en los próximos apartados, las inversiones para desarrollos inmobiliarios a través del mercado de valores se han canalizado principalmente a través de fideicomisos financieros contando con la participación de inversores institucionales.

4.5.2. Inversores institucionales

El rol de los inversores institucionales en el financiamiento de inversiones inmobiliarias en Uruguay tiene su relevancia por la participación que han tenido en proyectos de gran envergadura los fondos de ahorros previsionales. En adelante se asimilará el término de inversores institucionales al de Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP).

La Ley N° 16.713 es la que regula la Seguridad Social y la que da origen a las AFAP en el país. Las AFAP gestionan los ahorros individuales de los trabajadores afiliados al régimen mixto creado por la mencionada Ley.

El artículo N° 123 de la Ley establece las inversiones permitidas del fondo. En el literal B de este artículo se determina que un máximo del 50% del activo del fondo puede ser invertido en valores emitidos por empresas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos. Deben cotizar en algún mercado formal y estar autorizados por la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU. De esta manera las AFAP quedan autorizadas a invertir en el sector real de la economía. Con la Ley N° 19.162 de 2013 el fondo de ahorro previsional queda compuesto por dos subfondos: el Subfondo de Acumulación y el Subfondo de Retiro. El primero es el que queda habilitado a invertir en el sector real de la economía de acuerdo al literal B.

Como se anticipó anteriormente, las AFAP han volcado parte de sus inversiones en el literal B (del artículo N° 123 de la Ley N° 16.713) en el sector inmobiliario. Esto a través de certificados de participación de Fideicomisos Financieros constituidos para la inversión en proyectos inmobiliarios. Se entrevistó a dos representantes de los fondos de ahorro previsionales: Hernández, gerente de inversiones de Sura, y otro gerente de otra de las AFAP que prefirió mantener su identidad en confidencialidad. Ambos asocian el hecho de que el sector inmobiliario no haya ganado más terreno en sus carteras a que en los fideicomisos financieros de inversiones inmobiliarias en los que sus respectivas AFAP participaron las dispersiones respecto de las rentabilidades proyectadas fueron considerablemente altas.

En base a las entrevistas realizadas, otro aspecto que significaría otra limitante para que se estructuren más fideicomisos financieros orientados a la inversión de estos inversores institucionales es que los desarrolladores no están familiarizados con la estructura jurídica del fideicomiso financiero. De acuerdo a los entrevistados algunos han llevado años de estructuración.

Hasta diciembre 2023 han sido cinco los fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios que hicieron oferta pública de sus certificados de participación y que contaron con la inversión de las AFAP. Estos fueron (en orden cronológico): “Fideicomiso Financiero para la Construcción y Comercialización de los Edificios para Vivienda denominados Torres Nuevo Centro” (emitió en diciembre de 2013), “Fideicomiso Financiero Fondo Compass Desarrollo Inmobiliario I” (emitió en setiembre de 2014), “Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de viviendas de interés social I” (emitió en agosto de 2015), “Fideicomiso Financiero Platinum” (emitió en julio de 2021) y “Fideicomiso Financiero Rentas Inmobiliarias Orientales I” (emitió en agosto de 2021).

Aunque relativamente poco utilizado este instrumento del fideicomiso financiero de oferta pública, en los cinco fideicomisos que emitieron certificados de participación y títulos mixtos se alcanzó el máximo preestablecido en los respectivos prospectos de emisión, y en reiteradas oportunidades la demanda habría superado ampliamente la oferta. Se trata de cifras significativas, siendo la menor emisión la del “Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de viviendas de interés social I” por unos US\$ 15,4 millones aproximadamente al momento de la emisión, y la mayor la del “Fideicomiso Financiero Platinum” por unos US\$ 165.000.000.

La entrevistada representante de uno de los fideicomisos financieros de fondo inmobiliario que prefirió mantener la confidencialidad de su identidad y la del grupo al cual pertenece, indicó que aunque es difícil acomodar un fondo a un fideicomiso, estructuraron un fideicomiso financiero porque encontraron que la figura del fondo de inversión en Uruguay estaba obsoleta, implicando altos costos, careciendo en el mercado de proveedores de servicios para un fondo. A partir de esta afirmación y de la posible evidencia que representa la ausencia de este instrumento en el mercado de valores en inversiones inmobiliarias, se deja por fuera de esta tesis al análisis del fondo de inversión como instrumento del mercado de valores para el financiamiento de un desarrollo inmobiliario.

La tasa de retorno requerida de los inversores institucionales para estos fideicomisos de desarrollo inmobiliario podría establecerse en el entorno de un 9% nominal en dólares, considerando especialmente las rentabilidades proyectadas en los prospectos de los dos últimos fideicomisos que emitieron más recientemente y la información proporcionada por los entrevistados representantes de las AFAP.

Si los fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios que llegaron a emitir certificados de participación tuvieron tan buena respuesta del lado de la demanda, resulta pertinente preguntarse por qué no habrían surgido otros más. Un primer aspecto que plantearon los entrevistados representantes de las AFAP es la dispersión que presentaron las rentabilidades efectivas de los primeros fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios en los que participaron frente a las rentabilidades proyectadas.

Los entrevistados revelaron que luego de las primeras experiencias exigen una mayor rentabilidad a los proyectos inmobiliarios porque entienden que pueden presentar mayor dispersión debido a todos los riesgos asociados a las inversiones inmobiliarias. Señalaron por ejemplo un aumento en los costos de construcción, una disminución en los ingresos medio de los hogares que puede afectar la demanda de vivienda, o que los bancos estén más restrictivos a la hora de conceder créditos a las familias, riesgos de agencia o de administración en referencia al gestor y otros aspectos macroeconómicos. Determinar una mayor tasa de rentabilidad requerida en las proyecciones de la inversión surgió entonces para las AFAP como un primer mitigante del riesgo de no alcanzar la efectiva rentabilidad requerida.

Por otro lado, otro factor que los entrevistados señalaron que estaría limitando su inversión en fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios, es la falta de estructuras donde el promotor pueda coinvertir en el fideicomiso. Es decir, que el estructurador del fideicomiso no solamente perciba una comisión o remuneración por su actividad, sino que también tenga capital invertido en el fideicomiso de modo de compartir el riesgo y lograr una “alineación de intereses”, como lo plantea Hernández. Esta coinversión del estructurador del fideicomiso, los entrevistados la plantean como el principal mitigante que han encontrado a los riesgos del desarrollo inmobiliario, en definitiva un segundo mitigante al riesgo de no alcanzar la rentabilidad requerida.

Además de los aspectos económicos y jurídicos que evalúan en el proyecto de inversión, Hernández señala que también analizan el track record del desarrollador o gestor como un tercer elemento determinante. Porque del gestor va a ser de quién dependen las acciones a desarrollar ante los cambios que puedan ir apareciendo en el entorno económico o en las condiciones propias del proyecto. Entonces el track record del desarrollador aparece también como otra mitigante del riesgo del inversor institucional de no alcanzar la rentabilidad requerida.

La complejidad y los plazos que involucran la estructuración de un fideicomiso financiero para Hernández también ha sido uno de los factores que ha desincentivado la creación de nuevos fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios. Hernández entiende que “la AFAP queda muy atrás y generalmente con inversores privados se hace antes”. “Capaz que cuando el desarrollador no obtuvo los fondos, o no encontró otros mecanismos, o por el tamaño, recién ahí hace esto del fideicomiso financiero” sostiene.

El gerente de la otra AFAP también planteó como obstáculo a la estructuración de nuevos fideicomisos de desarrollos inmobiliarios la normativa del BCU de junio de 2020, donde se limita la participación de una sola AFAP al 70% de una emisión, en la medida en que entonces probablemente se necesite la participación de más de una AFAP para que un proyecto pueda salir.

A partir de las entrevistas surge que las AFAP preferirían un proyecto de renta inmobiliaria sobre un proyecto de desarrollo inmobiliario, por los riesgos inherentes al desarrollo inmobiliario, aunque los proyectos de renta inmobiliaria supongan una menor rentabilidad. Sin embargo, los activos alternativos los valoran como un interesante instrumento para las AFAP para obtener mejores rentabilidades cuando el contexto es de bajas tasas de interés.

Partiendo de que el promotor inmobiliario haya logrado captar el interés y el compromiso de alguna AFAP de invertir en su proyecto, hasta el día mismo de la licitación no podrá tener la certeza de sus ofertas, en cuanto a la cantidad y el precio. Superada esa instancia, el desarrollador asume un riesgo de crédito cuando se establecen integraciones diferidas. Las AFAP, al igual que los bancos, se mueven dentro de un marco regulatorio que limita su accionar velando por su solvencia, lo cual de alguna manera puede considerarse una mitigante de este riesgo de crédito que en este caso asume el desarrollador. Los inversores institucionales por su parte asumen riesgo de crédito cuando invierten en títulos de deuda. Sus mitigantes serían el track record del desarrollador y la calificación de riesgo del activo, además de que probablemente lo complementen con la coinversión del promotor que mencionaban los entrevistados.

Si el desarrollador constituye un fideicomiso financiero y emite certificados de participación no va a asumir riesgo de tasa de interés, si emite títulos de deuda o títulos mixtos sí asumirá ese riesgo. El inversor institucional también asume su riesgo de tasa de interés (con sentido contrario al del emisor).

Para el riesgo de tipo de cambio, también corresponde distinguir entre valores de participación y títulos de deuda. Cuando la emisión es de participación en la sociedad o fideicomiso, por ejemplo certificados de participación de un fideicomiso financiero, el riesgo de tipo de cambio se asimila al comentado en la sección de fondos propios, y cuando la emisión es de títulos de deuda el riesgo de tipo de cambio se asimila al comentado en la sección de financiamiento bancario.

Cuando se emiten valores de participación eventualmente puede establecerse emisiones diferidas. Como se explicó en la sección de fondos propios, las empresas constructoras en el país acostumbran a facturar sus servicios en pesos uruguayos ajustando mensualmente por algún coeficiente que recoja la evolución de los precios de la construcción. No hay ninguna moneda que contemple exactamente este ajuste, pero la moneda que más podría aproximarse es la unidad indexada en el entendido que los costos de la construcción en el país evolucionan acompañando a la inflación. La unidad indexada, como se define en la página web del INE:

Es una unidad de valor que varía diariamente en modo que al cierre de mes acumula una variación con respecto al valor de la UI del mes anterior equivalente a acumular la misma variación que haya acumulado el Índice de Precios al Consumo durante el mes inmediato anterior al de referencia. (Preguntas frecuentes, 2023, ¿Qué es la unidad indexada?).

Por lo tanto, para la empresa desarrolladora mitigar el riesgo de tipo de cambio de la fuente de financiamiento cuando se establecen integraciones diferidas, emitir participaciones en UI sería la forma más ajustada de lograr una cobertura operativa. Incluso el desarrollador podría llegar a conseguir el precio de la empresa constructora en UI. De no obtenerse una cobertura operativa la empresa desarrolladora podría hacer contratos forwards para mitigar el riesgo de tipo de cambio de la fuente de fondos, teniendo en consideración los otros riesgos que se asumirían con este instrumento comentados anteriormente.

Por su parte los inversores institucionales asumen riesgo de tipo de cambio cuando adquieren un título valor con integraciones diferidas cuando la moneda de dichas integraciones es diferente a la de sus ingresos. Podrían mitigarlo a través de instrumentos derivados.

En cuanto al riesgo de liquidez, para el inversor institucional estas inversiones en el mercado de valores uruguayo destinadas a los desarrollos inmobiliarios serán poco líquidas. En el mercado de valores uruguayo la magnitud de la cifra que invierten los inversores institucionales en principio solo podría ser adquirida por otro inversor institucional, y si se considera solo a las AFAP locales como participantes, el pool de inversionistas es aún más limitado. Entonces, en líneas generales una AFAP solo podrá salirse de su inversión en la medida en que a otra de las tres restantes AFAP le interese entrar y al mismo tiempo no esté limitada por la regulación (en función de los topes vigentes). No hay mitigantes a las que el inversor institucional pueda recurrir. Si una AFAP invierte en un valor del mercado de valores uruguayo dirigido al desarrollado inmobiliario, lo hará en el entendido de que será una inversión a largo plazo que mantendrá hasta el vencimiento.

En suma, de las aseveraciones de los dos entrevistados como representantes de los fondos de pensiones del país se desprende que si bien han invertido en fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios, pareciera que no es la actividad económica que reconocen más atractiva por todos los riesgos inherentes que le encuentran. No habrían tenido buenas experiencias con respecto a las rentabilidades percibidas versus las proyectadas y la mejor forma que dicen encontrar de mitigar los riesgos es aumentando la rentabilidad requerida y con una coinversión del gestor que les asegure una alineación de intereses. Al mismo tiempo asumen que este elemento de alguna manera es una limitante a la concreción de nuevos fideicomisos financieros de desarrollos inmobiliarios porque no es habitual que un inversor privado disponga de la cantidad de capital requerida para este tipo de inversiones. Además exigen al promotor un determinado track record en el negocio.

Para la empresa desarrolladora la rentabilidad de un desarrollo inmobiliario estructurado mediante un fideicomiso financiero de oferta pública puede ser menor por el costo de los honorarios de la fiduciaria y todos los otros costos asociados a las emisiones en el mercado de valores (información financiera periódica, de gobierno corporativo, las auditorías y calificaciones de riesgo). Considerando que la emisión de menor valor en el mercado de valores fue la del “Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de viviendas de interés social I” por unos US\$ 15,4 millones aproximadamente al momento de la emisión, puede tomarse esa cifra como referencia para establecer un monto mínimo rentable del proyecto a financiar en el mercado de valores.

En definitiva, para el promotor la inversión de las AFAP es una forma de financiar proyectos de gran envergadura, siempre y cuando tenga posibilidad de coinvertir y cuente con cierta trayectoria. En principio debe plantear un proyecto de largo plazo para que las AFAP se interesen en invertir en él.

4.5.3. Inversores minoristas

Como se mencionó anteriormente, el mercado de valores en Uruguay es un mercado con poca profundidad. Los desarrolladores entrevistados manifestaron que hasta el momento habían descartado la emisión de deuda pública o bien porque la asociaban a inversiones de cifras más significativas o bien porque veían otras fuentes de financiamiento más rentables como el financiamiento bancario. Además, más allá de los costos de una emisión pública, otra limitante que podría visualizar un desarrollador a la hora de plantearse la financiación de un proyecto inmobiliario en el mercado de valores es la incertidumbre de una potencial demanda.

Al igual que en el caso de la preventa de unidades, la emisión de instrumentos en el mercado de valores orientados al inversor minorista no tiene como requisito explícito una determinada trayectoria. Aunque es de esperarse que, especialmente en un mercado poco profundo como es el mercado de valores uruguayo, una emisión de un desarrollador con trayectoria sea más demandada que una de un emisor desconocido para el inversor.

En cuanto al plazo del instrumento, tampoco existe uno excluyente, sin embargo la práctica demuestra que los inversores minoristas son en general de corto-mediando plazo. “Muchas veces nadie suscribe porque los plazos pueden ser muy largos” indicó la entrevistada MJ corredor de bolsa en referencia a las inversiones de minoristas en los fideicomisos financieros de oferta pública de desarrollos inmobiliarios.

Existe riesgo de crédito para la empresa desarrolladora en los valores de oferta pública orientados a los inversores minoristas cuando en estos se determinan integraciones diferidas. El desarrollador no puede hacer un análisis de riesgo de quienes resulten titulares, por lo tanto no cuenta con una mitigante del riesgo. Por otro lado para la contraparte, es decir para el inversor minorista, habría un riesgo de crédito cuando se canaliza la inversión a través de títulos de deuda y riesgo de no alcanzar la rentabilidad requerida cuando se emiten certificados de participación de un fideicomiso financiero o acciones de una sociedad anónima. Una mitigante para el inversor en ambos casos puede ser el track record del promotor y la calificación de riesgo del instrumento.

Con respecto al riesgo de tipo de cambio, para el desarrollador emisor en el mercado de valores, el riesgo es idéntico al comentado en el apartado anterior. Para los inversores minoristas habrá riesgo de tipo de cambio en la medida que el valor adquirido contenga integraciones diferidas y la moneda de tales integraciones difiera de la de su propia fuente de ingresos (la de cada inversor minorista en particular). El inversor minorista en principio no podrá mitigar este riesgo porque no tendría acceso a un contrato forward.

Ambas partes asumirán riesgo de tasa de interés si se emiten títulos de deuda (las afecta en sentido contrario) y ninguna de las partes podrá mitigarlo. Como se señaló anteriormente el mercado de valores uruguayo es poco profundo, por tanto el inversionista tendrá riesgo de liquidez en cualquier valor en el que invierta, y no podrá mitigarlo por ser una característica propia del mercado.

Los costos asociados a esta fuente de financiamiento serían los señalados anteriormente para cualquier emisión en el mercado de valores (información financiera periódica, de gobierno corporativo, las auditorías y calificaciones de riesgo) a la que se le sumaría los honorarios de la fiduciaria en caso de que la emisión sea a través de la figura de un fideicomiso financiero.

En definitiva, en comparación con la emisión de valores de oferta pública orientados al inversor institucional, en las emisiones orientadas al inversor minorista el promotor debe pensar en un proyecto más de corto plazo. Aunque para el emisor contar con trayectoria puede ser determinante en la colocación de su emisión a inversiones minoristas, no es un requisito excluyente como el que representa para las inversiones de los institucionales.

En el apartado que sigue se presenta un caso de éxito de fideicomiso financiero de oferta pública orientado al inversor minorista. El mismo ofrece al inversionista una alternativa de inversión con una rentabilidad equivalente a la evolución del ICC en el período de construcción de la obra.

El ICC en los últimos años ha tenido una evolución similar al IPC (a veces por encima pero principalmente por debajo, en los últimos 5 años en promedio estuvo un 6% por debajo). Como se verá en el apartado que sigue, para algunos inversionistas que compren su participación en el Fideicomiso a través de Banco Santander la rentabilidad sería equivalente a la evolución del ICC más un 2% adicional.

En la página web del Fideicomiso se presentan las inversiones realizadas bajo estas condiciones pero no se hace la distinción entre las que fueron realizadas con el 2% adicional o sin él. Por lo tanto, no puede hacerse una conclusión contundente respecto a la tasa requerida por los inversionistas que invirtieron en estos instrumentos. Lo que sí puede afirmarse es que efectivamente hubo inversionistas que demandaron el producto. Y para hacer una inferencia con respecto al retorno requerido del inversionista minorista en el mercado de valores en activos del sector inmobiliario, podría estimarse, con un margen de error considerable, un piso de una tasa nominal en pesos equivalente a la tasa de inflación.

El caso Pilay

En este apartado se hará referencia a dos fideicomisos financieros en particular: Fideicomiso financiero Campiglia y Pilay y Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay. Estos fideicomisos se crearon orientados al inversor minorista, en vez de haberse estructurado para los inversores institucionales, como los casos presentados anteriormente.

Los dos fideicomisos, Campiglia y Pilay y M2 Pilay Uruguay fueron estructurados por Pilay Uruguay, sociedad anónima que actúa como fiduciaria de estos. El fideicomiso financiero M2 Pilay Uruguay siguió al de Campiglia y Pilay, el cual representó la llegada de un modelo de negocios que surgió en Argentina. Para comprender mejor este modelo de negocios se entrevistó al Lic. Vigo, Presidente de Pilay Uruguay AFISA.

El fideicomiso Campiglia y Pilay se constituyó en 2009 inicialmente como un fideicomiso de administración y en el año 2010 fue notificado por la Superintendencia de Servicios Financieros del BCU para transformarse en un fideicomiso financiero (Pilay Uruguay S.A, 2011). El contrato del fideicomiso financiero establece:

El objeto del FIDEICOMISO FINANCIERO CAMPIGLIA & PILAY I es la inversión en Inmuebles y la construcción de Edificios y Casas. A estos efectos los Fideicomitentes adquieren los Títulos de Deuda y los Certificados de Participación para constituir el Patrimonio Fiduciario que la Fiduciaria administrará conforme a las pautas y objetivos fijados en este Contrato, procediendo a la adquisición de los Inmuebles y la posterior construcción de los Edificios para luego incorporarlos a propiedad horizontal y/o las casas, con la obligación de, una vez cumplido el plazo y las condiciones pactadas, transmitir a los Fideicomitentes B el inmueble que respectivamente se les haya adjudicado. (Pilay Uruguay S.A, 2011, p.7).

De acuerdo al contrato, en términos generales los fideicomitentes B al adquirir certificados de participación tienen derecho a optar para que se les asigne un apartamento de uno o dos dormitorios o una casa (Pilay Uruguay S.A, 2011). En este último caso el fideicomitente deberá aportar el terreno que será transferido a la propiedad fiduciaria y tiene que estar ubicado en una zona que permita una rápida enajenación en caso de falta de pago, a juicio de la fiduciaria (Pilay Uruguay S.A, 2011). Los Fideicomitentes B tienen la obligación de integrar 240 “Cuotas de Espera” mensuales, reajustables y consecutivas a un valor ya determinado en el contrato según la opción constructiva por la que hayan optado (apartamento de un dormitorio, apartamento de dos dormitorios o casa) (Pilay Uruguay S.A, 2011). Las cuotas están determinadas en pesos uruguayos y se ajustan mensualmente por la variación del ICC o por una fórmula paramétrica determinada en el contrato en caso de que este ajuste resulte mayor (Pilay Uruguay S.A, 2011).

Como dice Vigo, este modelo de negocios que requiere tener definido desde el inicio los valores de la cuota, hace que el costo constructivo también tenga que estar definido desde el inicio y esto limita el importe que el Fideicomiso puede pagar por los terrenos que adquiera para la construcción de las unidades.

Los fideicomitentes B tienen prioridad para acceder a las unidades que les corresponden a través de dos modalidades de adjudicación: por mayor aporte dinerario adelantado o por mayor puntaje (Pilay Uruguay S.A, 2011). Se determina puntaje por matrimonio, nacimiento o adopción de hijos, por antigüedad, por presentación de amigos, por avance en los estudios y por inversión previa en el Sistema Pilay (Pilay Uruguay S.A, 2011). Por otro lado están los Fideicomitentes A, que son los que integran dinero al Fideicomiso y adquieren los Títulos de Deuda e instruyen a la Fiduciaria en su cometido (Pilay Uruguay S.A, 2011).

A fines de 2021 se constituyó el Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay. Este tiene similitudes y diferencias con el anterior. En este fideicomiso el modelo de negocios del Fideicomiso Campiglia y Pilay se mantiene. Pero además, y esta es la principal diferencia con el primer fideicomiso, se incorpora una nueva clase de fideicomitente que es el denominado “Fideicomitente M2”. De acuerdo a la definición del contrato “son quienes integran dinero para invertir desde el valor equivalente a $\frac{1}{2}$ M2 de una Unidad de Referencia, con el respaldo de un patrimonio fiduciario constituido por inmuebles a construirse y/o construidos, por el Fideicomiso o terceros” (Pilay Uruguay AFISA, 2021, p.9). El fideicomitente con las mismas características que el primer Fideicomiso, en este nuevo Fideicomiso se les denomina “Fideicomitente Ladrillo”.

En la práctica las unidades de referencia se publican en la web del Fideicomiso donde cualquier inversor puede comprar su participación. Se publica un precio para el M2 de cada unidad de referencia y el inversor puede adherirse al fideicomiso comprando desde el valor equivalente a medio metro.

El objeto del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay es la inversión, compra y/o construcción y/o refacción y/o alquiler de inmuebles, así como la generación de una rentabilidad variable para el caso de los Fideicomitentes M2 que no opten por la adjudicación de una Unidad de Referencia. (Pilay Uruguay AFISA, 2021, p.11).

Las unidades de referencia en las que pueden invertir los Fideicomitentes M2 están sujetas a una “opción simple” o a una “opción mixta”. La Opción Simple refiere a:

Aquellas Unidades de Referencia que el Fideicomiso asignará a sus clientes Ladrillos, permitiéndole a los compradores de Metros Cuadrados (Fideicomitentes M2) tener establecido desde el inicio su fecha de recupero del capital actualizado por ICC (Índice de Costo de la Construcción). En este escenario, los tenedores de Metros Cuadrados no tendrán la posibilidad de optar por quedarse con esa Unidad de Referencia. (Preguntas Frecuentes, 2022, párr. 22).

Y por otro lado la Opción Mixta:

Abarca aquellas Unidades de Referencia que los tenedores de Metros Cuadrados podrán optar por adquirir, teniendo el privilegio de compra quienes invirtieron la mayor cantidad de metros en las mismas. En caso de que los tenedores de Metros Cuadrados no estén interesados en adquirir esas Unidades, las mismas serán puestas en el mercado inmobiliario para su venta. (Preguntas Frecuentes, 2022, párr. 23).

En resumen, en la Opción Simple el Fideicomitente M2 invierte capital y adquiere un derecho de recupero del mismo en una fecha cierta actualizado por ICC, y en la Opción Mixta el Fideicomitente M2 invierte capital y adquiere un derecho y al mismo tiempo una opción. Para ejercer la opción el Fideicomitente M2 podrá depender de las decisiones de otros inversores (los Fideicomitentes M2 con mayor cantidad de metros adquiridos que tienen preferencia). En definitiva, la Opción Simple constituye entonces un activo de renta fija y la Opción Mixta, dejando de lado la opción de adquirir la unidad, sería entonces un activo de renta variable.

En esta estructura se puede visualizar un esquema de financiamiento colectivo. Sin embargo, en la página web del Fideicomiso M2 la Fiduciaria presenta al producto como diferente del crowdfunding tradicional. Se le preguntó a Vigo cuáles serían esas diferencias que identifican. En primer lugar señaló que en el crowdfunding inmobiliario a nivel mundial, en la mayoría de los casos se trata de una plataforma intermediaria y el desarrollador es un tercero al que se le prestan los fondos. Y en los casos en que sí el desarrollador sea el administrador de los fondos recaudados vía crowdfunding, la diferencia que señala es el control de un tercero, haciendo referencia a los controles del BCU sobre los fideicomisos financieros.

Otra diferencia que establece es la de la opción que tiene el fideicomitente de quedarse con la unidad, de adquirirla. Y por último, el hecho de que exista un banco comercializando el producto. Vigo explicó que el Banco Santander ofrece el producto M2 a sus clientes inversores de la banca “Select” y “Private Banking”. De acuerdo a Vigo, este cliente accede a un plus, la tasa es el ICC más un porcentaje del 2%. “Es la primera vez que el Banco distribuye un producto financiero de oferta pública, no hay antecedentes en Uruguay, no sé si en el mundo” afirma Vigo.

Vigo sostiene que en el acuerdo con Banco Santander el cliente puede tomar un préstamo sobre su certificado de participación. “Podés tener veinte metros y el Banco te va a prestar para que vos puedas comprar otros veinte metros que te faltan y de esa manera puedas adquirir el inmueble” dice. Señala como novedoso que la financiación inmobiliaria que “en general se hace sobre promesa de compraventa”, en este caso se instrumentaría mediante el certificado de participación.

Otro de los puntos que se conversaron con Vigo fue el del análisis de riesgo de los futuros fideicomitentes. Vigo indica que en el producto M2 no habría un riesgo de crédito ya que se trata de aportes únicos, excepto en el caso en que el fideicomitente posteriormente quiera adquirir el inmueble y solicite financiación. Por otro lado en el producto Ladrillos, si uno de los fideicomitentes deja de pagar, Pilay tiene su certificado de participación que debe ceder pero no tiene la obligación de entregarle un inmueble sostiene. Señala que por eso recién al momento de entregar el inmueble solicitan al Fideicomitente recibo de sueldo o certificado de ingresos para verificar el correspondiente análisis de riesgo. Destaca que hasta que no pague la última cuota la persona no es dueña del inmueble sino que tiene un derecho de usufructo del inmueble. Manifiesta que si bien existe el riesgo de que el Fideicomitente no pague, a la tercera cuota no paga la fiduciaria puede excluir al Fideicomitente del Fideicomiso y salir a vender el inmueble al mercado.

Con referencia al financiamiento de los proyectos, Vigo afirmó que intentan financiarse exclusivamente con los aportes de los fideicomitentes, pero que en determinados momentos tuvieron que recurrir a financiamiento bancario. Señaló que al principio fue más difícil el acceso al crédito bancario porque no tenían track record en el país.

5. RECURSOS ALTERNATIVOS PARA EL FINANCIAMIENTO DE INVERSIONES INMOBILIARIAS EN EL PAÍS

En este capítulo se presentarán dos caminos poco o nada recorridos en el país, como alternativas a las fuentes de financiamiento presentadas anteriormente.

5.1. La tecnología Blockchain y la tokenización de activos

En esta sección se hará referencia a cómo pueden ser utilizados los activos virtuales para acceder a financiamiento para la actividad del desarrollo inmobiliario. Estos activos virtuales a los que se hará referencia están apoyados en la tecnología Blockchain.

La tecnología Blockchain tiene una serie de particularidades que la pueden hacer un ambiente seguro y confiable. Entre las principales características se encuentra la de la inmutabilidad, que significa que los datos, las transacciones y cualquier registro en la Blockchain no puede ser modificado. Otra característica propia y significativa de la Blockchain está en el traspaso de los activos. En la Blockchain el traspaso de un activo implica que quien lo traspasa lo deja de tener. Y por último, se destaca que la tecnología Blockchain consiste en una tecnología distribuida que puede ser descentralizada. De acuerdo a Muñoz:

Un registro distribuido significa que vamos a clonar toda la información y la vamos a distribuir a cada uno de los nuevos participantes. Y esto determina dos elementos fundamentales: es muy difícil el hackeo y es muy difícil la manipulación (Muñoz, 2022, 3m11s).

La tecnología Blockchain podría utilizarse para la financiación de desarrollos inmobiliarios en la economía real en el país a través de la tokenización de activos. “Básicamente tokenizar es representar digitalmente un valor o un derecho” (Muñoz, 2022, 11m00s). Muñoz (2022) pone como ejemplo derecho de propiedad, de usufructo, de uso, de participación en una sociedad, y entonces tokenizar un derecho sería representarlo e incorporarlo en una Blockchain, y por tanto permite almacenarlo, transmitirlo, colateralizarlo, grabarlo.

Como dice Larzábal (2021), la tokenización de activos reales es un fenómeno muy reciente que está empezando a ocurrir en algunas jurisdicciones en donde una sociedad anónima puede vender sus acciones en forma de tokens en lugar de acciones que se coticen en bolsa, tokens que se operen en la Blockchain.

Ese pasaje que habilita que las leyes, el marco regulatorio de ese país lo permitan, habilita a que si el día de mañana en esa sociedad anónima se pone tierras con forestación, o un desarrollo inmobiliario, o el proyecto real que se quiera poner, se podría vender cuotas parte de proyectos en la Blockchain, mediante esta tokenización de activos (Larzábal, 2021, 42m53s).

Con respecto a la tokenización de activos en el Uruguay, mientras no haya una regulación que por ejemplo permita representar las participaciones en una sociedad por este medio, “la tokenización se puede hacer en una jurisdicción donde sí se pueda hacer eso, utilizando proyectos uruguayos” (Larzábal, 2021, 47m05s). Muñoz (2022) indica que por ejemplo en Estados Unidos permiten tokenizar el capital, y es esa sociedad, sin tokenizar el inmueble, la que se tokeniza y adquiere el inmueble.

Entonces, como sugiere Larzábal (2021) incorporando la tokenización de activos “más allá de los inversores institucionales habría inversores privados no residentes dinamizando este sector” (47m49s). Como indica Muñoz (2022), la tokenización permite una democratización o acceso muy fácil a la inversión. La tokenización “está facilitando que haya mucha inversión y que se esté globalizando la inversión” sostiene (Muñoz, 2022, 21m47s).

En definitiva, la tokenización de activos representa una alternativa de financiamiento para los desarrollos inmobiliarios en el país en cuanto al acceso a capitales internacionales. Y capitales que incluso pueden ser de gran tamaño como los que hasta ahora pueden verse en Uruguay aportados por las AFAP o por fondos de inversión del exterior, pero en este caso no tendrían que necesariamente proceder de grandes inversores, sino que pueden surgir de las inversiones de múltiples individuos de diversas partes del mundo.

Mientras no esté regulada en el país la representación de participaciones en una sociedad mediante activos virtuales, el camino consistiría en constituir la sociedad en otra jurisdicción donde sí esté regulado, para luego invertir los fondos captados en desarrollos inmobiliarios en Uruguay. Para la captación de estos fondos será necesario seleccionar la plataforma adecuada y, entre otras cosas, contar con una estrategia de marketing para publicitar los tokens y que estos tengan una demanda efectiva.

En el cuadro 8 del apéndice 9.1.08. puede verse que la financiación a través de la tokenización de la propiedad de una sociedad no implica una nueva forma de financiamiento sino que consiste en un nuevo medio de comercialización y registro de las participaciones de esa sociedad.

5.2. Plataformas de financiamiento colectivo

El financiamiento colectivo, o “crowdfunding” como se denomina en inglés, consiste en la financiación de un proyecto o programa a través de numerosas personas que aportan pequeños capitales. El encuentro entre las partes, inversionistas y tomadores de fondos, se produce en plataformas digitales creadas a estos efectos. Existen por lo tanto tres figuras intervinientes en este sistema: el promotor de un proyecto, el inversor y el intermediario que es el prestador del servicio de la plataforma donde se produce el encuentro entre los otros dos. Es importante destacar que el intermediario no asume un riesgo de crédito en la operación, simplemente media entre inversores y tomadores de fondos. Quien asume el riesgo de crédito del financiamiento es exclusivamente el inversor.

A nivel mundial existen diferentes tipos de crowdfunding y diferentes propósitos para los cuales se recaudan los fondos, desde objetivos puramente financieros hasta fines donativos. El financiador puede ser un inversor que invierte con el objetivo de obtener una renta, o puede ser un donante; o también existe el crowdfunding por recompensa donde quien aporta los fondos obtiene a cambio el acceso a un producto o servicio por ejemplo.

Cuando el crowdfunding se utiliza para financiar un proyecto de inversión, como en el caso de los proyectos inmobiliarios, se puede distinguir entre equity crowdfunding o crowdlending. En efecto, el equity crowdfunding refiere a que los fondos recaudados son aportados al proyecto a través de capital en la empresa promotora, y el crowdlending hace referencia a cuando los fondos se vuelcan al proyecto a través de préstamos a la empresa promotora. Se puede visualizar el financiamiento a través de ambas modalidades de crowdfunding en el cuadro 9 y 10 respectivamente del apéndice 9.1.09 y 9.1.10.

Cuando globalmente se hace referencia al crowdfunding inmobiliario no siempre consiste concretamente en la financiación de la empresa desarrolladora a través de préstamos o aportes de capital, sino que puede estarse haciendo referencia a un crowdfunding que tiene como objetivo para los inversores adquirir un inmueble (y percibir la renta de un alquiler y/o de la posterior reventa). Entonces el financiamiento obtenido por los desarrolladores en ese tipo de crowdfunding inmobiliario es asimilable a la preventa de unidades.

En Uruguay, la Ley N° 19.820 de 2019 creó las plataformas de financiamiento colectivo y las incorporó a la Ley N° 18.627, comentada anteriormente, del Mercado de Valores. De acuerdo al artículo n° 50 de la Ley: “Las plataformas de financiamiento colectivo son mercados de negociación de valores de oferta pública abiertos a la participación directa de los inversores y reservados a emisiones de monto reducido”. Luego la Ley designa al BCU a establecer los límites máximos en lo que respecta a estas emisiones, y a la Superintendencia de Servicios Financieros a otorgar autorización a las instituciones que administren plataformas de financiamiento colectivo para funcionar.

El 28 de diciembre de 2020, la SSF del BCU emitió la Circular N° 2377 que reglamentó la actividad de las empresas administradoras de PFC, así como también estableció requisitos para emisiones, emisores e inversores que operen a través de estas plataformas. (Alfaro, Saldaña & Scarpa, 2022, p.19)

La Circular establece que la emisión de valores de oferta pública a través de plataformas de financiamiento colectivo podrá realizarse por empresas con ventas anuales que no superen los 75.000.000 UI en cada uno de los dos últimos ejercicios económicos. La emisión puede realizarse en valores representativos de capital (equivalente al equity crowdfunding que se mencionó anteriormente), de deuda (equivalente al crowdlending señalado) o títulos mixtos. Los valores emitidos a través de las plataformas de financiamiento colectivo están exentos de contar con una calificación de riesgo.

La Circular les ordena a las empresas administradoras de plataformas de financiamiento colectivo prever una sección específica para la negociación secundaria de los valores inscriptos ante la plataforma. Les prohíbe actuar en calidad de emisores, emitir juicios de valor acerca de los emisores o emisiones inscriptos en la plataforma, prestar al inversor servicios de asesoramiento, asegurar al inversor el rendimiento de las inversiones efectuadas o al emisor la suscripción total de la emisión, recibir fondos por cuenta de inversores o emisiones, salvo la potestad por su responsabilidad como agente de pago o en los casos de movimiento de fondos relacionados con operaciones de mercado, y otorgar préstamos, créditos o financiamiento de cualquier tipo a emisores e inversores.

La Circular establece que las empresas administradoras de plataformas de financiamiento colectivo deberán constituir y mantener una garantía a favor del BCU por un monto no inferior a 250.000 UI y por otro lado deberán constituir y mantener un depósito a la vista en el BCU no inferior a 50.000 UI para atender las obligaciones con dicha institución. Deberán contratar auditores externos e implementar prácticas de gobierno corporativo. Estas disposiciones tienen sus evidentes efectos financieros e impacto en los costos de las empresas administradoras de plataformas de financiamiento colectivo.

El último aspecto a destacar, pero no menos importante, de las disposiciones de la reglamentación con respecto a las empresas administradoras de plataformas de financiamiento colectivo, es que les ordena implantar un sistema integral para prevenirse de ser utilizadas para el lavado de activos, el financiamiento del terrorismo y la proliferación de armas de destrucción masiva. Para esto deberán definir y ejecutar políticas y procedimientos de debida diligencia a aplicar a sus clientes, que son tanto los emisores como los inversores, considerando que algunas disposiciones e información mínima a obtener ya queda determinada en la Circular.

La circular define como inversores pequeños a aquellos cuyos activos financieros sean inferiores a 1.000.000 UI (aproximadamente U\$S 150.000). Y les delimita su inversión a 40.000 UI por emisión y 120.000 UI en valores emitidos en una misma plataforma de financiamiento colectivo. Sin embargo, la Circular luego establece que estos límites no serán de aplicación en aquellos casos en que la operación sea ejecutada por una institución que realiza intermediación de valores, en cuyo caso la institución deberá poder acreditar que brindó asesoramiento al inversor pequeño y que la operación es adecuada a su perfil de inversión, o cuando el inversor pequeño acredite que cuenta con el asesoramiento de una institución que preste servicios de asesoramiento en inversiones supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros. La otra limitación que la Circular dispone a los inversores pequeños es que no podrán invertir en valores que incorporen derivados implícitos. A aquellos inversores que no se encuentren dentro de la categoría de inversor pequeño no aplican las limitaciones mencionadas.

Por otro lado, en cuanto a las emisiones, el límite al monto en circulación por emisor en el conjunto de plataformas de financiamiento colectivo es de 10.000.000 UI (aproximadamente U\$S 1.500.000). Particularmente esta limitación, en la actividad de los desarrollos inmobiliarios, la hace excluyente para proyectos pequeños o medianos. Es decir, un proyecto inmobiliario de 10.000.000 UI representa un proyecto pequeño. Entonces una emisión en una plataforma de financiamiento colectivo solo podría financiar en su totalidad un proyecto inmobiliario de reducida dimensión. De lo contrario debería ser utilizada por un desarrollador inmobiliario como una fuente de fondos adicional a otra/s.

En cuanto a la regulación en otras jurisdicciones, “en abril de 2012 el Congreso de EEUU aprobó la Ley Jumpstart Our Business Startups (JOBS), con la que se buscó facilitar el uso y darle mayor legitimidad al crowdfunding” (CPA Ferrere, 2021). Y en 2015 la Securities and Exchange Commission (SEC) aprobó las reglas que permiten el funcionamiento de plataformas de Crowdfunding (CPA Ferrere, 2021). En esta normativa los emisores también tienen un límite de emisión que es de U\$S 1.070.000 anuales y los inversores tienen un límite de inversión en función de su patrimonio o ingresos que puede ir desde U\$S 2.200 a U\$S 107.000 (SEC, 2016). El operador de la plataforma de intermediación debe ser un corredor de bolsa o un portal de financiamiento registrado en la SEC y FINRA (SEC, 2016).

En la Unión Europea a partir de noviembre de 2021 está vigente el Reglamento (UE) 2020/1503 relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas. En el Reglamento de la UE también existen limitaciones a las emisiones y disposiciones especiales según las características de los inversores. En lugar de distinguir en “inversores pequeños”, el Reglamento (UE) 2020/1503 distingue en “inversores no experimentados” e “inversores experimentados”. El límite en el total de las ofertas de financiación participativa que puede realizar un promotor de un proyecto es de EUR 5.000.000. También existen otras similitudes con la normativa vigente en Uruguay en las disposiciones para los proveedores de servicios de financiación participativa, como por ejemplo que también se les exige la constitución de garantías.

En Argentina en marzo de 2017 se aprobó la Ley N° 27.349 de Apoyo al Capital Emprendedor que contiene las disposiciones relativas al financiamiento colectivo. Esta Ley le otorga las facultades de la reglamentación a la Comisión Nacional de Valores (CNV). Las Plataformas de Financiamiento Colectivo para operar deberán contar con la autorización y el registro de la CNV. En cuanto al límite de emisión, la Resolución General 942/2022 de la CNV dispone un monto máximo acumulado entre todos los instrumentos emitidos a lo largo de 12 meses por parte de un Proyecto en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER); este monto máximo es de UVA 1.500.000 (aproximadamente U\$S 1.500.000). Y en cuanto a los límites de inversión por parte de los inversores, el máximo permitido es el menor entre el 10% de la suscripción de un Proyecto de Financiamiento Colectivo y UVA 150.000 (aproximadamente U\$S 150.000) actualizables por CER. La Resolución establece que el límite de UVA 150.000 no aplica para un Inversor Calificado en los términos definidos por el Art. 12 de la Sección I, del Capítulo VI, del Título II de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.) y su límite de inversión pasa a ser el 20% por Proyecto.

En definitiva, la normativa en Uruguay relativa al crowdfunding es similar a las de otras jurisdicciones, probablemente tomadas como referencia. Se destaca especialmente que tanto en Uruguay, como en Estados Unidos, Europa y Argentina, existen montos límites para las emisiones y para las inversiones a través de plataformas de financiamiento colectivo. Particularmente los montos límites que se han encontrado para las emisiones en las normativas mencionadas, que van desde U\$S 1.000.000 a EUR 5.000.000, son cifras reducidas pensando en su capacidad de financiación de desarrollos inmobiliarios. Podrían llegar a financiar pequeños proyectos o representar una fuente de fondos adicional a otra/s en un proyecto de mayor dimensión. Se infiere que es por esta razón que la mayoría de las plataformas de crowdfunding inmobiliario que operan en los mercados tomados como referencia consisten en la compra de unidades por parte de los inversores y en menor proporción en participaciones en la sociedad desarrolladora o préstamos a esta.

En cuanto a que los fondos captados vía crowdfunding representen una fuente de fondos adicional a otra/s, el entrevistado Cayota precisó algunos inconvenientes que podrían presentarse a la hora de combinar el fondeo por crowdfunding con el financiamiento bancario. Cayota hace referencia al equity crowdfunding, es decir al escenario en que los inversionistas a través de la plataforma adquieren participación en la sociedad desarrolladora, y en ese caso señala que tanto la debida diligencia del cliente como la constitución de una fianza solidaria de los accionistas serían elementos que dificultarían la posibilidad de otorgar un crédito a dicha sociedad.

Por otro lado, como se señala en el Reglamento (UE) 2020/1503 (2020):

Además de suponer una fuente alternativa de financiación, incluida la inversión en capital, la financiación participativa puede ofrecer otros beneficios a las empresas. Puede validar la idea de negocio, dar a los empresarios acceso a un gran número de personas que aporten puntos de vista e información y ser una herramienta publicitaria. (p.2)

Y como en la misma línea indica CPA Ferrere (2021):

En mercados desarrollados la utilización del crowdfunding no solo es una forma de financiamiento, sino que además puede ser vista como una herramienta de marketing, ya que los emprendedores y empresas pueden medir el interés del público en su nuevo producto o servicio a través del éxito de sus campañas de recaudación. Es una manera muy eficaz de mitigar el riesgo de lanzar un producto o servicio al mercado, dado que los propios clientes son los que pueden comprar por adelantado si realmente creen en el producto ofrecido.

Por lo tanto, aunque con la normativa vigente el crowdfunding como fuente de fondos para un desarrollo inmobiliario tenga sus limitaciones, presenta para el promotor ese otro beneficio de representar una herramienta de validación comercial del proyecto.

De acuerdo a lo indicado por Alfaro et al. (2022), en el relevamiento de datos de plataformas de financiamiento colectivo en otros países encontraron que las plataformas cobran a los solicitantes de fondos (desarrolladores) entre 2% y 10% sobre beneficios. Y “casi el 100% de las plataformas en los diferentes países no aplican comisión a los inversores” (Alfaro et al., 2022, p.27). El crowdfunding amplía las alternativas de financiamiento a promotores inmobiliarios que no puedan acceder a las fuentes de fondos tradicionales o a círculos de inversores particulares determina Alfaro et al. (2022).

Dependiendo el tipo de crowdfunding por el que opte el desarrollador inmobiliario van a ser los riesgos que asuma. En el equity crowdfunding los riesgos se asimilan a los comentados en la sección de fondos propios, excepto que en ningún caso aplicaría el riesgo de crédito y de tipo de cambio, ya que el crowdfunding en principio no contemplaría la opción de integraciones diferidas. En el crowdlending los riesgos son asimilables a los señalados en la sección de financiamiento bancario excepto por el riesgo de crédito, ya que el préstamo es inmediato a través de la plataforma. Y en el crowdfunding de venta de unidades los riesgos corresponden a los de la preventa de unidades, también excepto por el riesgo de crédito y de tipo de cambio ya que no se realizarían a través de la plataforma ventas a crédito.

Por el lado de los inversores, en primer lugar el crowdfunding inmobiliario representa el acceso a pequeños inversores a la inversión en el sector inmobiliario, que probablemente de otra forma no podrían acceder. Además permite que los inversores posean participaciones en diversas propiedades en diferentes ubicaciones (Gancedo, 2023), diversificando su portafolio de inversiones. De acuerdo a las opiniones de los entrevistados, existen aspectos culturales y educativos que podrían favorecer o no el desarrollo del financiamiento colectivo en el País.

Los riesgos que asumen los inversores en el equity crowdfunding son los que se señalaron en la sección de fondos propios. En el crowdlending se agrega el riesgo de crédito y se sustituye el de alcanzar la rentabilidad requerida por el riesgo de tasa de interés explicado en la sección de financiamiento bancario. Y en el crowdfunding que consiste en la compra de un inmueble los riesgos que asumen los inversores son equivalentes a los analizados en la sección de preventa de unidades.

En Uruguay actualmente, de acuerdo a la página del BCU, no existe ninguna plataforma de financiamiento colectivo autorizada para operar. Con la cifra de inversiones a nivel mundial de acuerdo al gráfico del Anexo A. y con una normativa local que lleva vigente algunos años, cabe cuestionarse por qué no existen iniciativas en este terreno, si se debe a un tema normativo que haga a la actividad poco atractiva o más a un tema cultural-educativo que podría dar indicios de una escasez de demanda de productos ofrecidos a través de una plataforma de financiamiento colectivo. En cualquier caso sería pertinente hacer el análisis, porque como mencionó el Gerente Financiero de importante grupo desarrollador entrevistado “todo lo que sea incrementar la masa de las personas que puedan participar en la inversión en el País es bueno”.

5.3. Sinergia de los dos sistemas: Crowdfunding y Blockchain

En las finanzas tradicionales, cuando una institución financiera como un banco presta fondos a una persona física o jurídica, lo hace con su capital, que surge de su propio balance, más allá de que este activo que adquiere lo financie con la deuda que contrae con los depositantes; el banco asume el riesgo de crédito de la operación. Por el otro lado, como se mencionó en el apartado anterior, en el crowdlending no es la plataforma de financiamiento colectivo la que asume el riesgo de crédito sino que son los mismos inversores quienes lo asumen. La plataforma se limita a poner en contacto a las partes y por esto cobra el precio de su comisión.

Si el prestatario no paga sus obligaciones al banco, este último podría sufrir un descalce de plazos que lo podrían llevar a incumplir con los depositantes, generándole problemas de liquidez y de solvencia, como sucedió en la crisis de 2008 y que llevó a los bancos a las severas exigencias de solvencia y supervisión de los bancos centrales (Cuenca Casas, 2022). Por lo tanto, como indica Cuenca Casas (2022): “que haya fuentes de financiación alternativa a la bancaria es algo positivo y evita que una crisis bancaria ‘corte el grifo’ o encarezca la financiación”. “Un buen mercado de financiación alternativa (no bancaria) es bueno para la economía e introduce competencia en el mercado, favoreciendo el crecimiento económico” (Cuenca Casas, 2022).

Habiendo sido expuesta la tokenización de activos por un lado y el financiamiento colectivo por el otro, en esta sección se presentará cómo una puede complementar a la otra y hacer sinergia para sacar el máximo provecho de las dos.

El principal beneficio del crowdfunding para los promotores, como se comentó en la sección anterior, consiste en acceso a financiamiento que de otra forma no podrían obtener, pensando por ejemplo en el financiamiento bancario donde experiencia y garantías les serían exigidas. También se mencionó su oportunidad como herramienta para la validación comercial del proyecto, medida a través de la demanda del instrumento financiero presentado. Además de que las plataformas de crowdfunding pueden dar exposición a proyectos que de otra manera carecerían de los mecanismos para difundir su idea de negocio.

Del lado de los inversores el principal beneficio del crowdfunding es la democratización de las inversiones, donde pequeños inversores pueden acceder a inversiones que de otra manera no lo podrían hacer, por ejemplo particularmente las del rubro inmobiliario. Al mismo tiempo que permite a los inversores diversificar su portafolio, ya sea invirtiendo en diferentes actividades, o dentro de una misma actividad en diferentes empresas o geografías por ejemplo.

El crowdfunding como se desarrolla hoy en día presenta algunos aspectos que pueden ser mejorados o eliminados a través de la tecnología Blockchain para potenciarlo. Dentro de las soluciones que ofrece la tecnología Blockchain una es la de los Smart Contracts (contratos inteligentes) para garantizar el cumplimiento de los términos de financiación (Banafa, 2020). Permite establecer hitos verificables como condicionantes para la liberación de fondos, con Smart Contracts capaces de ejecutar las transferencias de fondos tras verificar que el dinero se está utilizando para los fines acordados gracias al cumplimiento de dichos hitos (Banafa, 2020). Esto permitiría reducir el nivel de confianza que se debe generar para convencer a los inversores de efectuar sus aportes y tendría como consecuencia un incremento de los niveles de inversión (Banafa, 2020).

En el terreno de las plataformas de crowdfunding a nivel mundial se han visto casos de fraudes, con la tokenización de activos el inversor no tendría que temer por esta situación ya que recibiría inmediatamente una participación en la empresa, representada por el token que estaría adquiriendo (Banafa, 2020). Al mismo tiempo, la representación de valores en tokens haría posible el intercambio de la participación en la empresa también en forma inmediata “las 24 horas de los siete días de la semana, un proceso que actualmente toma varios días en concretarse” (Allen, 2023). Y al igual que hoy en día en las criptomonedas, el intercambio podría ser persona a persona (Daisyme, 2022).

Con respecto a los costos, estos podrían reducirse comercializándose a través de la tecnología Blockchain en vez de bajo la intermediación de la plataforma de financiamiento colectivo. Y por otra parte, muchas veces además de las regulaciones legales para el financiamiento colectivo, las plataformas, y especialmente las más populares, tienen sus propias reglas a las que los promotores tienen que atenerse para poder participar. La descentralización de la Blockchain entonces favorece la reducción de costos de las transacciones y la posibilidad de cualquier tipo de proyecto de obtener visibilidad y conseguir la financiación anhelada (Daisyme, 2022).

En definitiva, como expresa CPA Ferrere (2021):

La tecnología es un elemento clave en el auge de la financiación colectiva en el mundo. Ha sido determinante la incorporación de nuevas tecnologías y canales de interacción con el inversor, como la web, mobile, y otros canales digitales, así como la utilización del Blockchain, que han permitido, no sólo un mayor alcance a la población, facilitando el acceso de toda clase de participantes, sino también una mayor seguridad y transparencia en el proceso.

Hacer uso de una red blockchain en una campaña de crowdfunding supone implícitos todos los beneficios que le son inherentes a esta tecnología, entre los que se destacan desintermediación, transparencia, trazabilidad, seguridad, gestión del dato, generación de automatismos (los denominados “Smart Contracts”) y, por supuesto, un sistema de identidad digital, que será imprescindible para poder tener acceso a la plataforma y disfrutar de sus funcionalidades.

Para el caso concreto de los desarrollos inmobiliarios en el País, la sinergia del financiamiento colectivo con la tecnología Blockchain y la tokenización de activos puede resultar en una forma para los promotores de ampliar el mercado y acceder a capitales internacionales, probablemente a menores costos que las alternativas existentes presentadas, o al menos sin la condición de constitución de garantías, y llegar a financiar una mayor cantidad de proyectos que de otra forma no verían la luz.

6. IMPUESTOS

En materia de impuestos se analizará brevemente, en términos generales, si existe alguna diferencia entre los impuestos que gravan a las distintas formas jurídicas, sociedades comerciales y fideicomisos; las exoneraciones impositivas a las que pueden acceder proyectos de ciertas características; y los efectos en los impuestos de la empresa desarrolladora que tienen las diferentes fuentes de financiamiento.

6.1. Aspectos tributarios de los fideicomisos versus las sociedades comerciales

A partir de la reforma tributaria con la aprobación de la Ley N° 18.083 de 27 de diciembre de 2006, se consideran rentas empresariales las obtenidas por (entre otros) “los fideicomisos, con excepción de los de garantía” designándoselos además como sujetos pasivos de IRAE (García & Porcaro, 2014). Por ende, como indican García & Porcaro (2014):

La opción adoptada para el tratamiento fiscal de los fideicomisos es tan simple como inflexible. Cualquier tipo de fideicomiso que no sea de garantía, cualquiera sea la finalidad para la cual sea creado, cualquiera sea la función que se pretenda instrumentar a través del mismo, y cualquiera que sean las cualidades de los fideicomitentes y/o beneficiarios, son considerados sujetos pasivos del IRAE y los resultados derivados de los mismos se encuentran comprendidos en dicho impuesto. (p. 26).

A su vez, designando a los fideicomisos como sujetos pasivos de IRAE, la normativa vigente determina la misma calidad respecto del IP y el IVA (García & Porcaro, 2014).

En definitiva, en términos fiscales los Fideicomisos (excepto los de garantía) son sujetos pasivos del IRAE, IP e IVA como cualquier otra sociedad comercial excepto evidentemente por el ICOSA que grava exclusivamente a las sociedades anónimas.

Corresponde mencionar que el fideicomiso de administración al costo, sin dejar de ser contribuyente de IRAE, tiene la particularidad que, de acuerdo al Decreto N° 150/007 y sus modificativos, la renta bruta correspondiente a las transferencias de bienes inmuebles realizadas a los fideicomitentes se determinará como la diferencia entre los aportes oportunamente pactados con los fideicomitentes y el valor fiscal de los bienes inmuebles transferidos. “En consecuencia, la renta bruta del emprendimiento, que surge de comparar el precio de las unidades construidas y el costo de las mismas, debe ser nula en el caso analizado” (García & Porcaro, 2014, p. 39). No obstante, la incidencia de normas fiscales en materia de deducibilidad de gastos, o la evolución del tipo de cambio pueden derivar en resultados fiscales positivos (García & Porcaro, 2014).

En conclusión, descartando el caso del fideicomiso de administración al costo que de alguna manera constituye un modelo de negocios particular, en materia fiscal no se encuentran diferencias significativas entre las posibles formas jurídicas que puede adoptar la empresa desarrolladora para llevar adelante el proyecto inmobiliario.

6.2. Beneficios fiscales vigentes para la actividad de desarrollos inmobiliarios

6.2.1. Vivienda Promovida

La Ley N° 18.795 de vivienda de interés social fue promulgada el 17 de agosto de 2011. La reglamentación de la Ley fue sufriendo diversas modificaciones. Actualmente, de acuerdo al decreto reglamentario N° 355/011 y sus modificativos, los beneficios fiscales que otorga la normativa de Vivienda Promovida son los siguientes:

- Exoneración de IRAE en la primera enajenación de las viviendas promovidas, siempre que dicha enajenación se efectúe como máximo hasta nueve ejercicios posteriores al ejercicio en que finalice la obra.
- Exoneración de IP de las obras en construcción (terrenos y mejoras), al cierre del ejercicio en que se presentó la solicitud de exoneración y por los ejercicios siguientes hasta aquél en que finalicen las obras.
- Exoneración de IP de las viviendas terminadas cuyo destino sea la enajenación, en el ejercicio en que finalicen las obras y por los tres ejercicios siguientes.
- Exoneración de IVA, a la primera enajenación de las viviendas.
- Devolución del IVA incluido en las adquisiciones en plaza de bienes y servicios destinados a integrar el costo directo de las mismas.

- Exoneración de IVA a la importación de bienes destinados a ser incorporados a la obra civil.
- Exoneración del ITP, aplicable al vendedor y al comprador en la primera enajenación, siempre que dicha enajenación se efectúe como máximo hasta nueve ejercicios posteriores al ejercicio en que finalice la obra.
- Exoneración de IRAE e IP si las viviendas se destinaran al arrendamiento, en el ejercicio en que finalice la obra y los nueve posteriores. (Esta exoneración también aplica a los compradores de la vivienda).

Según el Decreto, los proyectos que pueden declararse promovidos son los vinculados a la construcción, reciclaje, refacción o ampliación de viviendas que cumplan con ciertas características en el metraje de sus unidades y que se localicen en zonas urbanas con infraestructura instalada. En cuanto a las zonas, el Decreto define que no se promoverán proyectos ubicados en zonas donde predomine el uso de las viviendas de temporada. Luego habilita al MVOT, con la conformidad del MEF, a determinar requisitos arquitectónicos específicos, definir zonas y establecer requerimientos diferenciales para éstas.

6.2.2. Proyectos de Gran Dimensión Económica

Los beneficios fiscales para los Proyectos de Gran Dimensión Económica están establecidos en el Decreto N° 138/020 al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998, Ley de Inversiones. Posteriormente el Decreto N° 248/023 modificó algunos de los plazos y requisitos que ya se presentan actualizados en este apartado. El Decreto declara promovida la construcción para la venta o arrendamiento de inmuebles con destino a oficinas o vivienda, y las urbanizaciones de iniciativa privada, en proyectos que tengan un valor en obra civil y bienes muebles destinados a las áreas de uso común superior a 30 millones de UI. Los beneficios fiscales consagrados en este Decreto son los siguientes:

- Exoneración de tributos en la importación, incluyendo el IVA, de equipos, máquinas y materiales destinados a la obra civil y de los bienes muebles destinados a las áreas de uso común, importados directamente por la empresa cuyo proyecto haya sido declarado promovido, siempre que hayan sido declarados no competitivos con la industria nacional.
- Devolución del IVA incluido en las adquisiciones de equipos, máquinas, materiales y servicios destinados a la obra civil y de los bienes muebles exclusivamente destinados a las áreas de uso común, en certificados de crédito de la DGI.

- Exoneración del IRAE, entre un 5% y un 40% de la inversión promovida dependiendo del monto de la misma. Esta exoneración no podrá exceder el 90% del impuesto a pagar en cada ejercicio económico.
- Exoneración del IP para la empresa promotora del proyecto, por los inmuebles construidos y el terreno correspondiente por un plazo de 8 años para proyectos en Montevideo y 10 años para proyectos en el interior del país, y por los bienes muebles destinados a las áreas de uso común por toda su vida útil.

Corresponde puntualizar que estas exoneraciones están condicionadas en el Decreto a que los proyectos sean presentados ante la Comisión de Aplicación (COMAP) antes del 1 de enero de 2025 y que el período de inversiones ejecutadas no se extienda más allá del 30 de setiembre de 2027.

6.2.3. Régimen general COMAP

También al amparo de la Ley N° 16.906 de Inversiones se encuentra vigente el Decreto N° 268/020 que reglamenta el régimen general de inversiones. El Decreto determina como beneficiarios a las Cooperativas y los sujetos pasivos del IRAE que posean ingresos gravados por dicho impuesto, cuyos proyectos de inversión sean declarados promovidos por el Poder Ejecutivo. Con respecto a la inversión en inmuebles, está comprendida la construcción de bienes inmuebles o mejoras fijas en inmuebles, excluidas las destinadas a casa habitación. Es decir que un proyecto de viviendas no podrá acceder a los beneficios tributarios consagrados en esta normativa, pero sí podrá hacerlo un proyecto de oficinas o locales comerciales.

El Decreto establece determinados objetivos e indicadores que se evalúan en el proyecto de inversión para otorgar los beneficios tributarios. Estos son generación de empleo, descentralización, aumento de exportaciones, tecnologías limpias, investigación y desarrollo e innovación, e indicador sectorial. La COMAP establece una matriz de indicadores ponderando la participación de los objetivos mencionados, asignando un puntaje a los solicitantes en función de los resultados esperados del proyecto. De acuerdo al puntaje asignado se determinan los beneficios tributarios a otorgar. Las exoneraciones establecidas son las siguientes:

- Exoneración del IRAE por un porcentaje de la inversión elegible que resulta de aplicar la matriz de indicadores. En cada ejercicio el impuesto exonerado no podrá exceder el monto efectivamente invertido y el IRAE exonerado no podrá exceder el 90% del impuesto a pagar. La COMAP establece el plazo de exoneración, el que no podrá ser menor a cuatro ejercicios. Para dicho plazo se tiene en cuenta el monto de la inversión y el puntaje proyectado. El mínimo de exoneración es de 30% de la inversión.
- Exoneración del IP sobre los bienes muebles incluidos en la inversión elegible, que no gocen de exoneración al amparo de otros beneficios, por toda su vida útil. Y en las obras civiles promovidas la exoneración es de 8 años si el proyecto está ubicado en Montevideo y 10 años si está ubicado en el interior del país.
- Exoneración de las tasas y tributos a la importación incluido el IVA, y todo tributo cuya aplicación corresponda en ocasión de la importación de bienes muebles de activo fijo y materiales destinados a la obra civil promovida que no gocen de exoneraciones al amparo de otros beneficios, siempre que sean declarados no competitivos con la industria nacional.
- Devolución del IVA por la adquisición en plaza de materiales y servicios destinados a la obra civil y de los bienes muebles destinados al proyecto de inversión.

6.2.4. Síntesis de los beneficios fiscales vigentes

En síntesis de las diferentes normativas comentadas anteriormente que surgen de políticas fiscales orientadas a estimular la actividad empresarial, se reitera la exoneración de impuestos a la renta y al patrimonio, tributos a la importación y devolución del IVA en las compras. La normativa de vivienda promovida adiciona la exoneración de IVA y del ITP a la primera enajenación de viviendas.

Las exoneraciones de IRAE, IP, tributos de importación e ITP, tienen efectos directamente en la rentabilidad del proyecto y en la financiación del mismo en la medida en que se eliminan egresos por dichos conceptos. Con respecto a la exoneración de IVA, corresponde distinguir los siguientes dos casos:

1. Devolución de IVA compras cuando al mismo tiempo hay exoneración de IVA ventas en la primera enajenación (en el caso de las exoneraciones de vivienda promovida).
2. Devolución de IVA compras cuando no existe exoneración de IVA ventas. De acuerdo al Decreto N° 220/998 y sus modificativos se encuentra gravada por IVA la primera enajenación de inmuebles a la tasa mínima del 10%.

En el primer caso, además de que financieramente represente menores egresos, agregar a la exoneración del IVA ventas la devolución del IVA compras repercute en una mayor rentabilidad para el proyecto. Porque la exoneración del IVA ventas sin la devolución del IVA compras implicaría que el IVA compras constituyese un costo para la empresa desarrolladora.

En el segundo caso, si no existiera su devolución el IVA compras representaría un crédito fiscal en la medida en que podría ser deducido del IVA ventas. La devolución del IVA compras cuando no hay exoneración del IVA ventas tiene efecto en la rentabilidad del proyecto en el caso en el que el total del IVA compras supere al IVA ventas, situación que puede presentarse con facilidad ya que el IVA de la primera venta de inmuebles está gravado al 10% y el IVA compras de los materiales y servicios de construcción están gravados mayormente al 22%. Es decir, si no existiera la devolución de IVA compras, el excedente de IVA compras final representaría una pérdida. En cualquier caso la devolución del IVA compras no acompañada con una exoneración del IVA ventas tiene principalmente un efecto financiero debido a que con el crédito obtenido la empresa desarrolladora puede durante la obra pagar otras obligaciones tributarias, como los aportes a la seguridad social, o puede pagarle a sus proveedores el IVA de sus ventas mediante el endoso, es decir el traspaso, de los créditos obtenidos de la Administración.

6.3. Principales impactos fiscales en el proyecto de las diferentes fuentes de fondos

Con referencia a los efectos fiscales de las diferentes fuentes de fondos analizadas en el proyecto de inversión inmobiliario, en primer lugar cabe señalar que con el financiamiento con deuda en algunos casos es posible su deducción en el IP mientras que el financiamiento con fondos propios por ser capital queda gravado por el impuesto y por lo tanto se asume el costo del impuesto en esta forma de financiamiento.

Con respecto a las deudas financieras, cuando son contraídas con personas físicas no son pasivos admitidos en el IP y los intereses correspondientes son deducibles de IRAE siguiendo la “regla de la proporcionalidad” que establece que el gasto será deducible en la medida que para la contraparte constituya una renta gravada y en la misma porción, considerando el diferencial de tasas del impuesto. Las deudas financieras contraídas con otra sociedad comercial tampoco son pasivos admitidos en el IP, sin embargo los intereses serían 100% deducibles en el caso de que la contraparte sea una empresa local que tributa IRAE, y si fuera del exterior la deducción de la renta se realiza a proporción de la renta pagada por la contraparte en el exterior y la retención en Uruguay si hubiera. Esto último también aplica para el caso de una persona física del exterior.

Por otro lado, de acuerdo al Título 14 del T.O. 1996, las deudas financieras contraídas con Bancos y Casas Financieras, con fondos de inversión cerrados de crédito y con fideicomisos, con excepción de los de garantía, (entre otros) son pasivos admitidos en el IP por el promedio en el ejercicio de los saldos a fin de cada mes. Y en estos casos los intereses serían 100% deducibles del IRAE.

Por último, cuando una sociedad realiza oferta pública de acciones en la bolsa o un fideicomiso de sus certificados de participación, de acuerdo al Decreto N° 30/015 estas entidades quedan exoneradas parcialmente del IP por cinco ejercicios fiscales. El porcentaje del patrimonio exonerado se calcula como el cociente entre el valor nominal de los referidos valores y el total del capital integrado.

6.4. Conclusiones en materia de impuestos

Resumiendo los tres aspectos analizados de impacto fiscal en los proyectos inmobiliarios, se concluye que tanto los fideicomisos financieros como los fideicomisos de administración y las sociedades comerciales son sujetos pasivos de los principales impuestos que gravan a la actividad empresarial: IVA, IRAE e IP. Actualmente existen estímulos fiscales significativos relativos a la exoneración de estos impuestos que impactan en la rentabilidad y en la financiación de los proyectos. Dependiendo de la normativa que sea aplicable, del objeto y en algunos casos del tamaño de la inversión, los impactos en la rentabilidad y en el financiamiento del proyecto serán menores o mayores.

Por último, si las fuentes de fondos representan deuda o representan capital en la empresa desarrolladora tienen diferente tratamiento para el IP ya que solo los pasivos pueden llegar a ser deducidos del impuesto y no el capital.

En definitiva, los diferentes impactos impositivos de las distintas fuentes de fondos pueden ser determinantes para optar por una u otra, sin embargo puede llegar a ser poco relevante si la empresa se acoge a alguna de las exoneraciones fiscales comentadas.

7. CONCLUSIÓN

Luego de haber analizado las distintas estructuras jurídicas factibles para la vehiculización de un desarrollo inmobiliario, las diferentes fuentes de fondos disponibles en el país y los estímulos fiscales vigentes a la actividad de los desarrollos inmobiliarios, se puede concluir cómo todos estos aspectos impactan en el financiamiento del proyecto y adicionalmente cómo las finanzas alternativas constituyen una solución atractiva.

El primer aspecto a analizar para evaluar las fuentes de fondos disponibles que en concreto puede tener un desarrollador de un proyecto inmobiliario es el monto y el plazo de la inversión y si tiene track record. El monto porque se pudo validar la hipótesis que sugería que “los costos asociados a la emisión de deuda pública hacen que el financiamiento a través del mercado de valores solo sea una alternativa para proyectos que involucren una inversión grande”. Se aproximó a un monto mayor a U\$S 15 millones de dólares con los datos de las emisiones realizadas por los fideicomisos financieros de oferta pública de desarrollos inmobiliarios. Y en cuanto al plazo, porque si el proyecto es de largo plazo probablemente solo sea atractivo para inversores institucionales.

Con referencia al track record, no solamente limita el acceso al financiamiento en el mercado de valores sino que también es un requisito excluyente para el financiamiento bancario. Así que la hipótesis que indicaba que “para los promotores privados de proyectos inmobiliarios pequeños y medianos las alternativas de financiamiento se reducen a fondos propios, preventiva de unidades y financiación bancaria” no se pudo validar, ya que sin trayectoria las alternativas se reducen a las dos primeras. Sí se pudo validar la hipótesis que expresaba que “la alternativa de financiamiento a través de instrumentos de oferta pública resulta exclusiva para desarrolladores con trayectoria y de determinado porte”. El porte haciendo referencia a la capacidad que debe tener el promotor para coinvertir en el proyecto, especialmente para conseguir la inversión de los institucionales.

En cuanto a las posibles figuras jurídicas, la hipótesis que planteaba que “las posibles formas jurídicas para vehicular un desarrollo inmobiliario están directamente relacionadas con las fuentes de fondos a las que se pretenda recurrir”, se puede considerar validada. Si se pretende recurrir al financiamiento bancario, debe descartarse la constitución de un fideicomiso de administración al costo, porque de acuerdo a la información relevada en las entrevistas, los bancos por razones jurídicas no otorgan financiamiento a este tipo de fideicomisos. Constituir un fideicomiso de administración al costo es pertinente cuando el negocio consiste en entregar a los fideicomitentes, que son quienes aportan el capital, el inmueble terminado en vez de la renta de su comercialización.

Para financiar el proyecto a través del mercado de valores, puede constituirse un fideicomiso financiero (o un fondo de inversión) o una sociedad anónima. Tanto para financiar con fondos propios en forma privada como para financiar con preventa de unidades, inclusive a través de un mecanismo de canje, puede constituirse una sociedad comercial o un fideicomiso de administración o financiero. Aspectos más de índole legal serán los que motiven optar por uno u otro, ya que fiscalmente no se encontraron diferencias significativas entre las distintas formas jurídicas, y la hipótesis que expresaba que “un desarrollo inmobiliario estructurado a través de un fideicomiso tributa distinto a cuando es estructurado mediante una sociedad comercial” se considera rechazada.

La otra hipótesis relativa a aspectos fiscales que enunciaba que “la política fiscal es determinante en la rentabilidad y financiamiento de proyectos inmobiliarios” se considera válida. Si un proyecto inmobiliario se ampara en alguno de los regímenes de exoneraciones fiscales vigentes, la exoneración de tributos puede tener un impacto significativo en la rentabilidad y financiación del proyecto.

Por otro lado, mientras la economía uruguaya siga manteniendo los niveles de dolarización que existen actualmente, donde los inmuebles son tranzados comúnmente en dólares, el desarrollador va a asumir casi que indefectiblemente un riesgo de tipo de cambio. Esto es porque aunque sus ingresos por ventas estén nominados en dólares, su principal costo que es la construcción del proyecto será en pesos uruguayos ajustados por algún índice o paramétrica que se defina con la empresa constructora.

Cuando la empresa desarrolladora vaya a recibir integraciones diferidas o realice ventas a crédito, o asuma deuda en una moneda diferente a la de sus ingresos, va a asumir un riesgo de tipo de cambio con la correspondiente fuente de fondos. Para mitigar este riesgo, si la empresa desarrolladora no puede aplicar una cobertura operativa puede eventualmente recurrir a instrumentos derivados. De cualquier forma queda validada la hipótesis que enunciaba que “las distintas fuentes de fondos posibles para la financiación de un proyecto inmobiliario comprenden diferentes riesgos financieros”. El riesgo de tasa de interés por su parte va a existir cuando la financiación sea con deuda, financiamiento bancario o títulos de deuda de un fideicomiso financiero por ejemplo, pero no aplica cuando la financiación es a través de fondos propios, preventa o canje de unidades donde no hay un interés explícito. Las ventas a crédito, las líneas de crédito bancarias o las integraciones de capital diferidas van a implicar un riesgo de crédito para la empresa desarrolladora.

La tasa de retorno requerida por la contraparte está asociada a los riesgos que esta asume y la posibilidad que tiene de mitigarlos por ejemplo con la exigencia de constitución de garantías, que es el caso del financiamiento bancario. Por eso las tasas de las instituciones financieras pueden ser las más competitivas, alrededor de 7% u 8% nominal en dólares, aunque el desarrollador debe considerar que más allá de la tasa la constitución de una línea de crédito bancaria lleva asociada otros costos que la encarecen como fuente de financiamiento y cuando se trata de un proyecto pequeño puede no ser rentable. Lo mismo sucede con las tasas de retorno requeridas por los institucionales, en el entorno de un 9% nominal en dólares, pero sumando todos los costos asociados a una emisión pública solo termina siendo rentable en inversiones significativas.

Luego la tasa de retorno requerida por un inversor que compra el inmueble en preventa para revender cuando esté terminado, puede ser hasta del 10% nominal en dólares, y a partir de ahí las tasas requeridas por inversores privados como propietarios que puede ir entre 10% y 20% nominal en dólares.

Por último, se da por validada la última hipótesis que planteaba: “a nivel global aparecen recursos alternativos de financiamiento que podrían incrementar la inversión en desarrollos inmobiliarios en el País”. El crowdfunding y la tecnología Blockchain haciendo sinergia pueden potenciar sus virtudes y ampliar la masa de inversores y facilitar el acceso a capitales internacionales.

A modo de reflexión final, no se puede determinar una fuente de financiamiento óptima para un proyecto de desarrollo inmobiliario en general. Por el contrario, para seleccionar una fuente de financiamiento apropiada a un cierto proyecto se debe evaluar el monto de la inversión, la disponibilidad de fondos de cada alternativa, la alineación entre el plazo de repago del financiamiento y la capacidad de generar fondos del proyecto, los costos de las alternativas de financiamiento disponibles (incluyendo tasa de interés requerida y otros costos como comisiones), su impacto fiscal y garantías solicitadas. Esto sumado a los requerimientos de liquidez de los inversores y a la validación comercial del producto que se exija (a través de cierto nivel de preventa) y de la trayectoria determinarán las fuentes de financiamiento que maximicen la rentabilidad requerida de los propietarios para cierto nivel de riesgo de cada proyecto. Porque el desarrollador tendrá que estructurar el financiamiento del proyecto combinando diferentes fuentes de fondos, considerando indefectiblemente la preventa de unidades que es la única que le puede proporcionar una validación comercial del proyecto.

8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alfaro, J., Saldaña, A., & Trujillo J. (2022). Crowdfunding como un modelo de inversión y financiamiento inmobiliario en el Uruguay (Trabajo final para obtener el título de Magister en Gerencia y Administración). Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Montevideo.
- Allen, M. (2023). Bitcoin, una inspiración para la renovación del franco suizo. *Swiss Info*. Recuperado de <https://www.swissinfo.ch/spa/economia/bitcoin--una-inspiraci%C3%B3n-para-la-renovaci%C3%B3n-del-franco-suizo/48839148#:~:text=El%20auge%20experimentado%20por%20las,integrar%20las%20tecnolog%C3%ADas%20m%C3%A1s%20modernas.>
- Alonso, M. (2012). La herramienta más útil en la construcción. ¡El fideicomiso! *El Observador*. Recuperado de <https://www.elobservador.com.uy/nota/-la-herramienta-mas-util-en-la-construccion-el-fideicomiso--20122171320>
- Banco Central del Uruguay. (2021). *Recopilación de Normas del Mercado de Valores*. Recuperado de https://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Paginas/Reordenamiento_Merval.aspx
- Banafa A. (2020). Cómo el blockchain podría revolucionar el crowdfunding. *BBVA OpenMind*. Recuperado de <https://www.bbvaopenmind.com/economia/empresa/blockchain-podria-revolucionar-crowdfunding/>
- Cámara de la Construcción del Uruguay. (2020). *Inversión en la Industria de la Construcción en Uruguay* (Informe: Inversión en Construcción (Junio 2020)). Recuperado de <http://ccu.com.uy/site/wp-content/uploads/2016/11/Informe-Inversi%C3%B3n-Junio-2020V1-1.pdf>
- Casanova, M. (2017). *Fideicomisos: Apuntes prácticos en torno a su utilidad y funcionamiento*. Recuperado de <https://www.pdelc.com.uy/english/fideicomisos-7?nid=152>
- Cuena Casas, M. (2022). El “abandono” del consumidor en la financiación a través de plataformas. (A propósito de la futura derogación de la regulación española de crowdfunding). *Hay Derecho*. Recuperado de <https://www.hayderecho.com/2022/01/17/el-abandono-del-consumidor-en-la-financiacion-a-traves-de-plataformas-a-proposito-de-la-futura-derogacion-de-la-regulacion-espanola-de-crowdfunding/>

Daisyme, P. (2022). A New Era of Crowdfunding: Blockchain. *Due*. Recuperado de <https://due.com/a-new-era-of-crowdfunding-blockchain/>

Decreto N° 129/020 (21 de abril), modificación del decreto 355/011, reglamentario de la ley 18.795, de promoción de la vivienda de interés social. *Diario Oficial* N° 30.420.

Decreto N° 138/020 (7 de mayo). *Diario Oficial* N° 30.431.

Decreto N° 220/998 (20 de agosto), Reglamentación del IVA. *Diario Oficial* N° 25.095.

Decreto N° 248/023 (24 de agosto). *Diario Oficial* N° 31.245.

Decreto N° 268/020 (7 de octubre), Reglamentación de los arts. 11 a 19 de la Ley 16.906 (Ley de inversiones y promoción industrial). *Diario Oficial* N° 30.538.

Decreto N° 355/011 (11 de octubre), Reglamentación de la Ley N° 18.795, relativa a la promoción de la vivienda de interés social. *Diario Oficial* N° 28.325.

Gancedo, S. (2023). Cómo el crowdfunding inmobiliario está democratizando la inversión inmobiliaria. *Bricksave*. Recuperado de <https://www.bricksave.com/es/noticias/crowdfunding-inmobiliario-democratiza-inversion/>

García, R., & Porcaro, R. (2014). Fideicomisos y construcción de inmuebles. *VII Jornadas tributarias de la DGI – 1 y 2/10/2014*. Recuperado de <file:///C:/Users/Mane/Downloads/Fideicomisos+y+Construcci%25c3%25b3n+de+Inmuebles+-++Rafael+Garcia+y+Daniel+Porcaro.pdf>

Gorshkov, R., & Epifanov, V. (2016). The mechanism of the project financing in the construction of underground structures. *Procedia Engineering*, 165, 1211-1215.

Información sobre proyectos promovidos (2023). *ANV*. Recuperado de <https://www.anv.gub.uy/viviendaspromovidas>

Larzabal, M. (2021, 4 de noviembre). De las inversiones tradicionales a las finanzas digitales, de República AFAP a Crypto Trust. Entrevista con E. Cotelo. *En Perspectiva*. Recuperado de <https://enperspectiva.uy/home/de-las-inversiones-tradicionales-a-la-economia-digital-entrevista-con-el-economista-martin-larzabal/>

Ley N° 16.713 de 1995 (11 de setiembre), Ley de la Seguridad Social. *Diario Oficial* N° 24.372.

Ley N° 16.906 de 1998 (20 de enero), Ley de Inversiones. Promoción Industrial. *Diario Oficial* N° 24.955.

Ley N° 17.703 de 2003 (4 de noviembre), Ley de Fideicomiso. *Diario Oficial* N° 26.375.

Ley N° 18.627 de 2009 (16 de diciembre), Regulación del Mercado de Valores. Deuda pública. *Diario Oficial* N° 27.879.

Ley N° 18.795 de 2011 (12 de setiembre), Declaración de Interés Nacional. Mejoras de las Condiciones de Acceso a la Vivienda de Interés Social. *Diario Oficial* N° 28.305.

Ley N° 19.162 de 2013 (15 de noviembre), Modificación del Régimen de Ahorro Individual Jubilatorio. *Diario Oficial* N° 28.844.

Ley N° 19.820 de 2019 (27 de setiembre), Declaración de Interés Nacional el Fomento de los Emprendimientos – Promoción del Emprendedurismo. *Diario Oficial* N° 30.283.

Ley N° 27.349 de 2017 (4 de diciembre), Apoyo al Capital Emprendedor. *Honorable Congreso de la Nación Argentina*. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/ley-27349-273567/actualizacion>

Muñoz, A. (2022, 19 de octubre). Tokenización de activos inmobiliarios: contexto regulatorio [Video]. Recuperado de <https://www.youtube.com/watch?app=desktop&v=tgNRbSv2MsE>

Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. (2021). *Contrato del Fideicomiso Financiero M2 Pilay Uruguay*. Recuperado de <https://www.m2pilayuruguay.com.uy/informes/get/5>

Pilay Uruguay S.A. (en trámite de cambio de nombre a Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A.) (2011). *Contrato de Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I Modificadorio del contrato de Fideicomiso de Administración Campiglia & Pilay*. Recuperado de <https://www.campigliapilay.com.uy/wp-content/uploads/2018/05/CONTRATO-FIDEICOMISO-FINANCIERO-CAMPIGLIA-PILAY-I.pdf>

¿Por qué reglamentar a las plataformas de financiamiento colectivo en Uruguay? (20 de enero de 2021). *CPA Ferrere*, Recuperado de <https://www.cpaferre.com/es/novedades/porque-reglamentar-a-las-plataformas-de-financiam/>

Posadas, Posadas & Vecino. (2020). *Actualización normativa vivienda promovida. Decreto 129/2020*. Recuperado de <https://abogados.com.ar/actualizacion-normativa-vivienda-promovida-decreto-1292020/25814>

Preguntas frecuentes (2023). *Instituto Nacional de Estadística*. Recuperado de <https://www.gub.uy/instituto-nacional-estadistica/comunicacion/publicaciones/preguntas-frecuentes/preguntas-frecuentes/es-unidad-indexada>

Preguntas Frecuentes (2022). *Metros 2*. Recuperado de <https://www.m2pilayuruguay.com.uy/faqs>

Reglamento (UE) 2020/1503 de 2020 (20 de octubre), relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937. *Diario Oficial de la Unión Europea* L 347.

Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers (13 de mayo de 2016). SEC, recuperado de

<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>

Resolución General 942/2022 (23 de noviembre de 2022). *Comisión Nacional de Valores*, recuperado de

<https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/276517/20221125>

Título N° 14 del T.O. 1996 (2006). *Impuesto al Patrimonio*. Recuperado de

<https://www.impo.com.uy/bases/todgi/14-1996/1>

Uruguay XXI. (2022). *Sectores construcción e inmobiliario en Uruguay*. Recuperado de

<https://www.uruguayxxi.gub.uy/uploads/informacion/48aea32a81cdb62dc408a07f847bc6c99bdf3993.pdf>

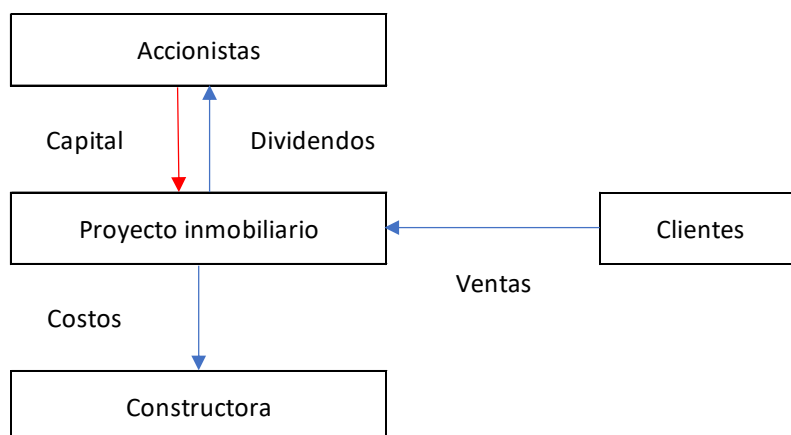
9. APÉNDICE

9.1. Esquemas de financiamiento

En la presente sección se presentan las distintas alternativas de financiamiento en forma de esquema, representando con flechas el flujo de fondos hacia y desde el proyecto inmobiliario.

9.1.01. Cuadro 1

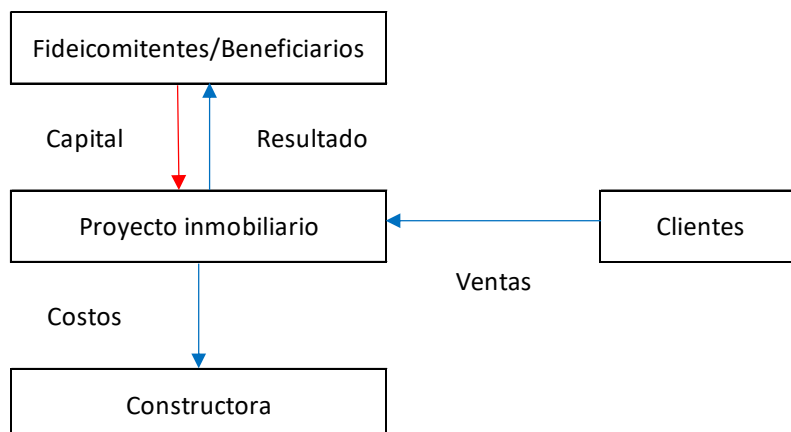
Fondos propios:



La flecha en color rojo representa el flujo de fondos aportado como capital al proyecto inmobiliario para financiarlo. El proyecto va a tener costos, el más significativo el de la empresa constructora, e ingresos por las ventas de unidades. Posteriormente distribuirá el resultado a los propietarios como dividendos.

9.1.02. Cuadro 2

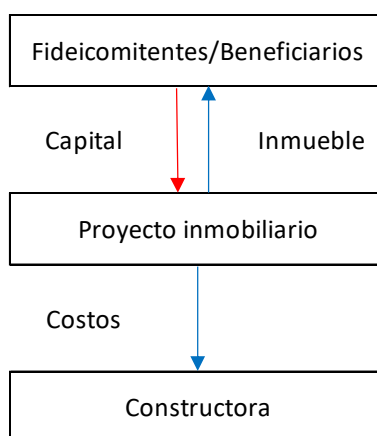
Fideicomiso de administración:



La flecha en color rojo representa el aporte de capital de los fideicomitentes para financiar el proyecto inmobiliario que va a ejecutar el fideicomiso. El fideicomiso de administración va a tener costos, el más significativo el de la empresa constructora, e ingresos por las ventas de unidades. El resultado económico de la actividad será luego distribuido a los beneficiarios.

9.1.03. Cuadro 3

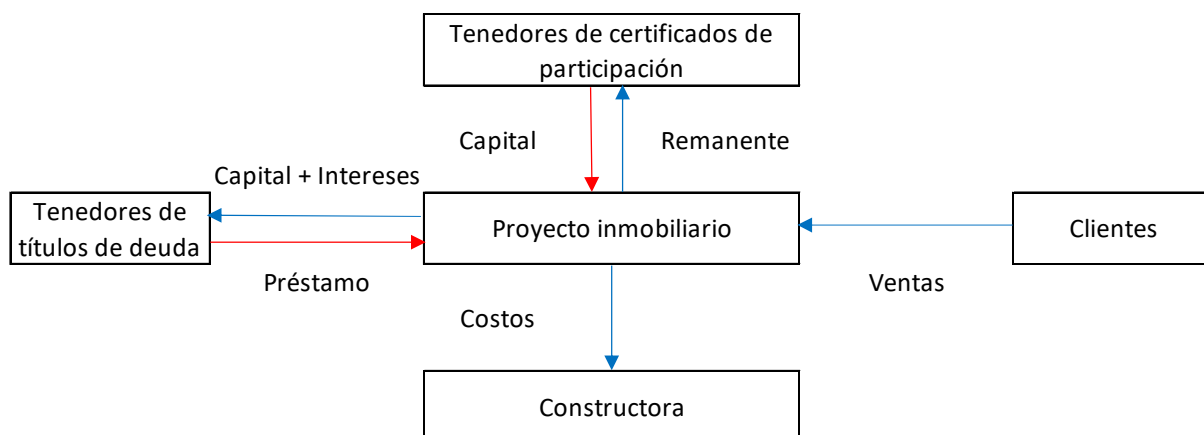
Fideicomiso de administración al costo:



La flecha en color rojo representa el aporte de capital de los fideicomitentes para financiar el proyecto inmobiliario que va a ejecutar el fideicomiso. El fideicomiso de administración al costo va a tener egresos, el más significativo el de la empresa constructora, que deberán ser afrontados con los aportes de los fideicomitentes. El inmueble terminado será entregado a los beneficiarios del fideicomiso.

9.1.04. Cuadro 4

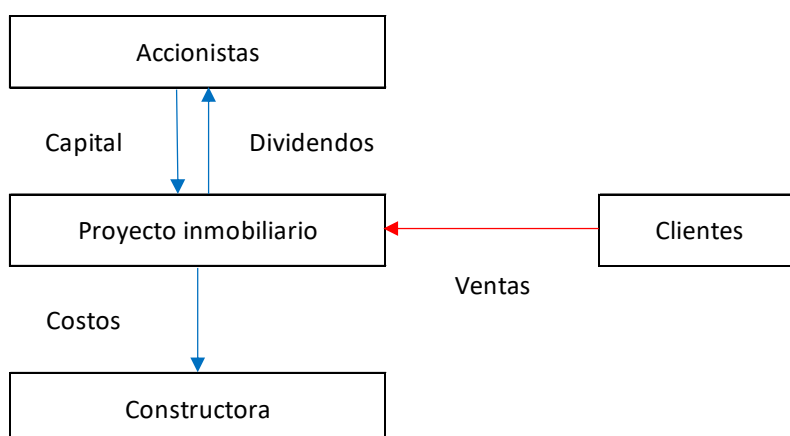
Fideicomiso financiero:



Las flechas en color rojo representan el flujo de efectivo hacia el proyecto procedente de los adquirientes de los certificados de participación y/o de los títulos de deuda del fideicomiso financiero. El fideicomiso financiero va a tener costos, el más significativo el de la empresa constructora, e ingresos por las ventas de unidades. Los tenedores de títulos de deuda tendrán derecho a recuperar su capital y los intereses correspondientes, y los tenedores de los certificados de participación tendrán derecho a participar en el remanente. También puede ser que el fideicomiso financiero constituya una sociedad anónima que sea la que ejecute el proyecto inmobiliario. En ese caso el fideicomiso pasa a ser el accionista y los fondos son aportados al proyecto inmobiliario a través de la sociedad como fondos propios como se representó en el cuadro 1.

9.1.05. Cuadro 5

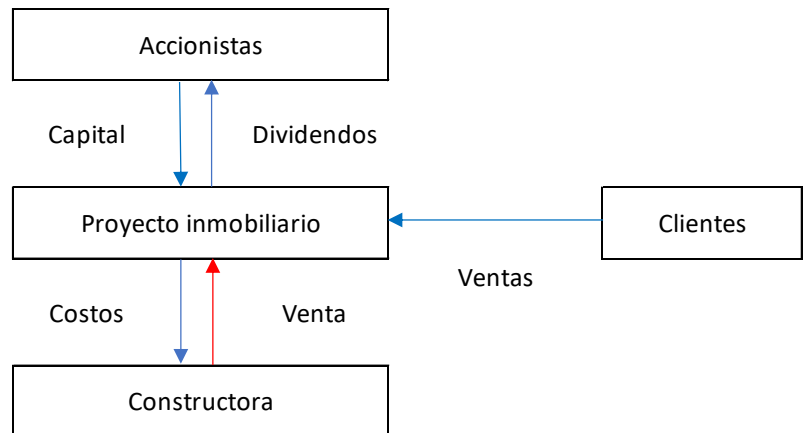
Preventa:



La flecha en color rojo representa cómo el flujo de ventas del proyecto es el que financia el mismo. Igualmente es probable que los accionistas deban además aportar capital. El proyecto tiene como principal costo el de la empresa constructora. El resultado será distribuido a los propietarios como dividendos.

9.1.06. Cuadro 6

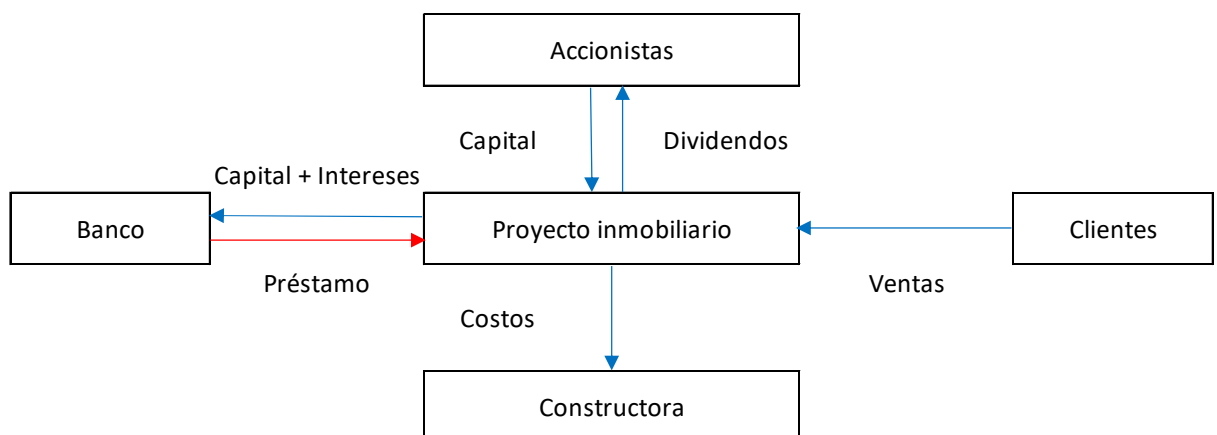
Canje:



La flecha en color rojo representa cómo la venta realizada a la constructora en modalidad de canje financia el proyecto. El principal costo del proyecto inmobiliario será la construcción del mismo pero el canje puede realizarse con otros proveedores como arquitectos proyectistas, propietario del terreno, entre otros. Es probable que los accionistas igualmente deban aportar capital. El proyecto tendrá ingresos por el resto de las ventas y posteriormente el resultado será distribuido a los propietarios como dividendos.

9.1.07. Cuadro 7

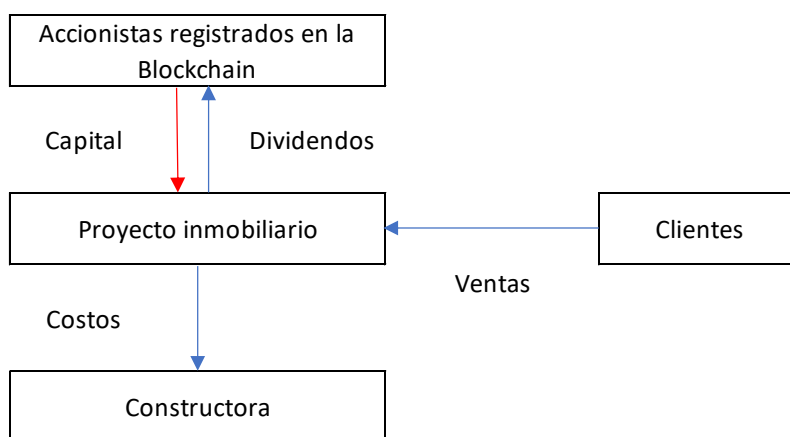
Financiamiento bancario:



La flecha en color rojo representa los flujos de fondos hacia el proyecto desembolsados en préstamos de la institución financiera. El Banco no va a otorgar crédito para la financiación del total del proyecto, así que el proyecto va a tener que contar con otras fuentes de fondos como la de los aportes de los propietarios o los ingresos por la preventa. Dentro de los costos del proyecto, el principal será el de la constructora. Los ingresos derivan de las ventas de unidades a clientes. Luego el proyecto deberá devolver el préstamo al Banco con los intereses correspondientes y el resultado será distribuido a los propietarios como dividendos.

9.1.08. Cuadro 8

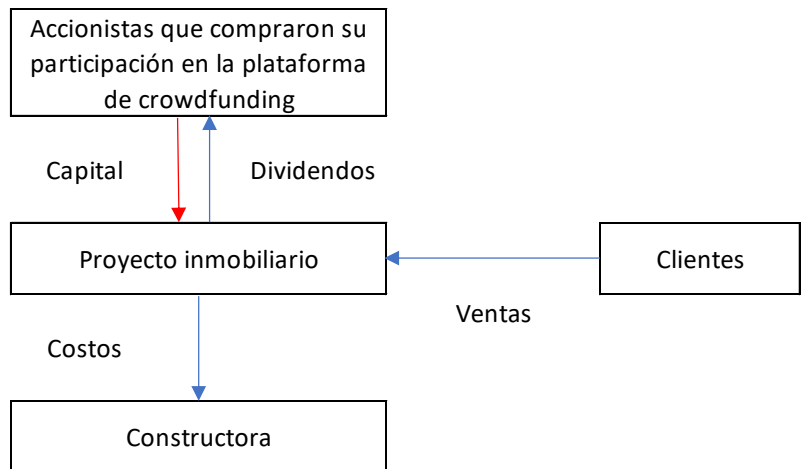
Tokenización de activos:



La flecha en color rojo representa el flujo de fondos aportado como capital al proyecto inmobiliario para financiarlo. El proyecto va a tener costos, el más significativo el de la empresa constructora, e ingresos por las ventas de unidades. Posteriormente distribuirá el resultado a los propietarios como dividendos. El esquema es igual al del cuadro 1 de fondos propios, la diferencia radica en que en este caso la propiedad de la sociedad se comercializa y se registra en la Blockchain.

9.1.09. Cuadro 9

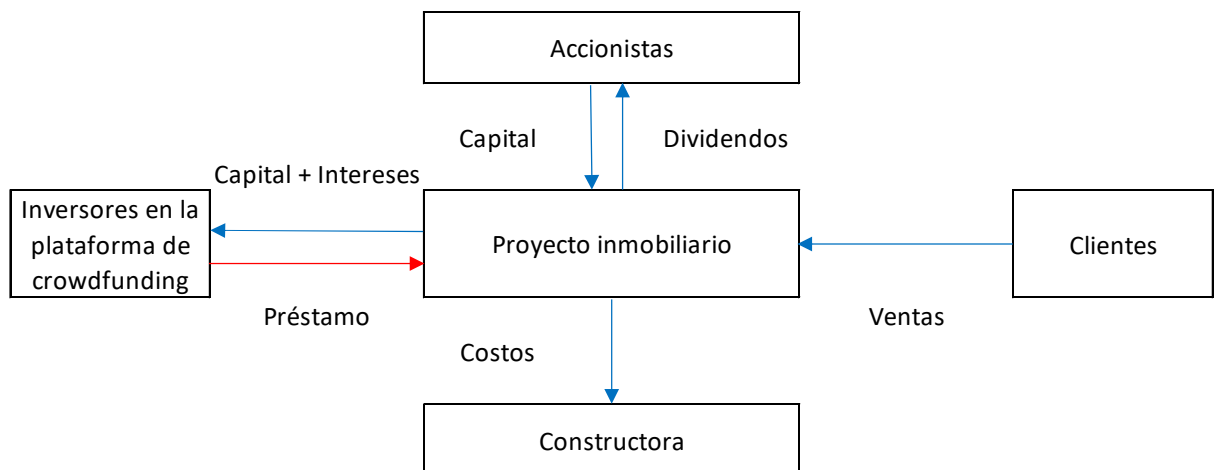
Equity Crowdfunding:



La flecha en color rojo representa el flujo de fondos aportado como capital al proyecto inmobiliario para financiarlo. El proyecto va a tener costos, el más significativo el de la empresa constructora, e ingresos por las ventas de unidades. Posteriormente distribuirá el resultado a los propietarios como dividendos. El esquema es igual al del cuadro 1 de fondos propios, la diferencia radica en que en este caso la propiedad de la sociedad desarrolladora se comercializa en una plataforma de crowdfunding.

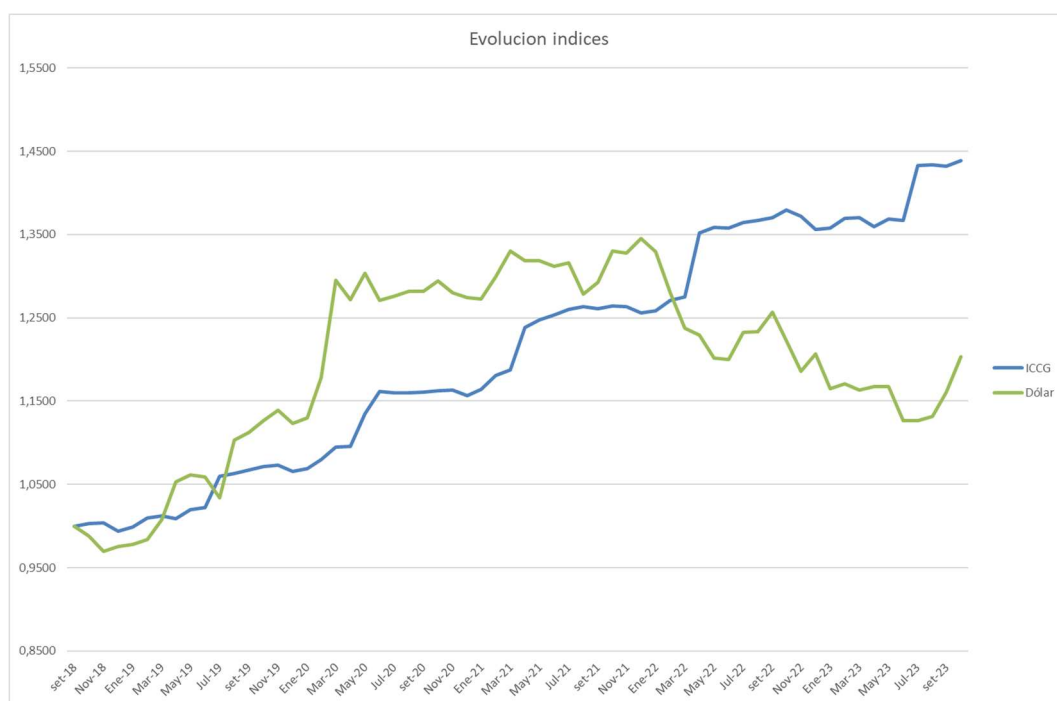
9.1.10. Cuadro 10:

Crowdlending:



La flecha en color rojo representa los flujos de fondos hacia el proyecto desembolsados en préstamos procedentes de los inversores de la plataforma de crowdfunding. Dentro de los costos del proyecto, el principal será el de la constructora. Los ingresos derivan de las ventas de unidades a clientes. Luego el proyecto deberá devolver el préstamo a los inversores prestamistas con los intereses correspondientes y distribuir el resultado a los propietarios como dividendos.

9.2. Gráfico de evolución índice ICC vs índice Dólar



Fuente: Elaboración propia con datos del INE y del BCU.

9.3. Transcripciones de entrevistas

A continuación se transcribirán las entrevistas realizadas en el marco de este trabajo de tesis. Las entrevistas se agruparon en las siguientes secciones: representantes de grupos desarrolladores y estructuradores de fideicomisos financieros, representantes del sistema bancario, representantes de fondos de ahorro previsionales (AFAP) y corredores de bolsa. Uno de los entrevistados fue entrevistado al mismo tiempo como desarrollador y corredor de bolsa, dicha entrevista se incluyó al final de las del grupo de desarrolladores.

9.3.1. Entrevistas a representantes de grupos desarrolladores, estructuradores de fideicomisos financieros y empresarios

Entrevistado: Socio de importante grupo desarrollador que prefiere mantener su identidad en confidencialidad.

Grupo desarrollador al que representa: Importante grupo desarrollador local confidencial.

Fecha: 28 de julio de 2021.

1. Cómo financian los proyectos?

Equity, preventa y banco.

2. Por qué eligió esa forma de financiamiento o fue la única que encontró disponible?

Es la que venimos trabajando desde siempre. Hemos analizado otras opciones. Hoy en día nos sentimos cómodos con este esquema. Manejamos un grupo de socios, inversores que nos acompañan hace muchos años. Uno de los principales focos que tenemos es la confianza. Los que invierten con nosotros confían mucho en la marca y en quienes los representamos, entonces nos sentimos cómodos con ese esquema. Tratamos de pedirle al socio el menor equity posible y que se financie más con preventa y el resto con banco.

3. Las tasas a las que consiguió financiarse entiende son las más convenientes o piensa que podrían haber otros instrumentos con tasas más bajas? Si es así, cuáles serían y por qué no recurrió a esos otros instrumentos?

Las tasas que estamos consiguiendo en el mercado local son buenas tasas. Obviamente que las tasas como todo en el mercado financiero varían, hay momentos de mejores tasas y momentos de tasas más altas. También hay un tema de track record, experiencia y know how que hacen que los bancos te vean de otra manera y el riesgo marca también acompaña la baja de la tasa. Creo que son buenas tasas, creo que se consigue financiamiento bueno en Uruguay, para esto obviamente teniendo el management, el know how y eso que los bancos ven.

4. Qué garantías le solicitan los bancos?

Hipoteca de las futuras unidades, en algunos casos cesión de créditos de saldos a cobrar en la ocupación. Y antes nos podían fianza solidaria de los accionistas pero ese punto hoy lo hemos eliminado, en línea con lo que te comentaba del track record, la capacidad que hemos demostrado de repago y la confianza que nos agarramos con los bancos.

5. Algún prestamista particular participó en el financiamiento de sus proyectos?

Si fue así, a qué tasas?

No, porque son tasas superiores. Para eso preferimos que el socio aporte.

6. Consideró la figura del fideicomiso? Por qué la descartó?

Sí la hemos considerado, nunca la utilizamos pero no es que la hayamos descartado por desventajas del fideicomiso en sí mismo, sino porque con la estructura que tenemos de socios, medio de “friends and family” por decirlo de alguna manera, con la sociedad anónima estamos bien, no necesitamos incurrir en los costos de un fideicomiso, que tiene sus costos. Entonces si lo descartamos por algo es porque es más costoso y el beneficio que me da no lo necesito.

7. Consideró la emisión de deuda pública? Por qué la descartó?

La miramos para proyectos grandes que hay a futuro pero ahora no está en carpeta. Está siempre en la mesa pero no es un tema que nos desvele.

8.Cuál es la relación de equity y deuda? Hay algún criterio preestablecido?

Con banco en promedio financiamos el 30% del costo. Y el restante 60% tenemos casos de equity 10% y preventa 60% y otros casos de equity 40% y 30% de preventa. Ahí tenemos mucha casuística, de hecho tenemos bastantes proyectos por lo cual hay de todo. Si te tuviera que decir un promedio sería 30% banco, 30% equity y 40% preventa.

9. A qué porcentaje de preventa se apunta para llevar adelante un proyecto?

No nos fijamos una preventa para empezar el proyecto. Cuando el proyecto está aprobado, tenemos los socios y demás, el proyecto empieza haya preventa o no haya preventa.

10. Qué tasa de retorno requerida tiene el/los proyecto/s?

Entre un diez y un dieciocho.

11. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva? Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

Sí los conozco. Los estamos mirando con bastante cariño para algún proyecto en particular. Creo que hay futuro en esos instrumentos, que puede acceder gente con un ticket de diez, quince o veinte mil dólares a una inversión inmobiliaria que de otra manera no podría. Lo estamos analizando bastante.

12. Lo están analizando para instrumentar de forma privada o pública?

Estamos recorriendo el camino, no está nada definido. Estamos analizando las dos opciones. Nos gusta involucrarnos y no tanto tercerizar, por lo cual el camino podría ser más por el lado privado. Pero insisto que estamos recorriendo el análisis.

Entrevistado: Gerente financiero de importante grupo desarrollador que prefiere mantener su identidad en confidencialidad.

Grupo desarrollador al que representa: Importante grupo desarrollador confidencial.

Fecha: 12 de julio de 2021

1. Cómo financian los proyectos

Los proyectos nuestros tienen una combinación de tres factores: el capital que aportan los accionistas, la preventa y el financiamiento bancario. El porcentaje mayoritario de accionistas siempre es un fondo de inversión de inversores institucionales del exterior.

2. Por qué eligió esa forma de financiamiento o fue la única que encontró disponible?

Los proyectos siempre los hacemos apalancados con financiamiento bancario. Nuestros inversores son inversores institucionales y uno de los indicadores que se mide es la TIR y otro el múltiplo que generan del equity que aportaron. Poner el menor equity posible durante la vida del proyecto es un elemento importante para la rentabilidad, para los indicadores que miden los fondos, por eso es que se requiere financiamiento adicional y la combinación de preventa y banco entendemos es la más eficiente.

3. Las tasas a las que consiguió financiarse entiende son las más convenientes o piensa que podrían haber otros instrumentos con tasas más bajas? Si es así, cuáles serían y por qué no recurrió a esos otros instrumentos?

Creo que el contexto actual es muy bueno para las tasas de financiamiento bancario. Una fuente de financiamiento de preventa implica hacer determinados descuentos para lograr que el cliente pague más en obra y la verdad que en el contexto de tasas bajas la financiación bancaria es una muy buena opción. En una emisión o un fideicomiso financiero de oferta pública generalmente el costo, la tasa que tenés que pagar es mayor que la que tenés que pagar a un banco. Sería una opción de financiamiento viable pero más cara.

4. Qué garantías le solicitan los bancos?

Hipotecas y cesión de las cobranzas.

5. Algún prestamista particular participó en el financiamiento de sus proyectos? Si fue así, a qué tasas?

No y los inversores siempre aportan sus fondos como equity.

6. Consideró la figura del fideicomiso? Por qué la descartó?

Un fideicomiso financiero no está descartado. Un fideicomiso al costo sabemos que es una práctica habitual de inversores argentinos sobre todo, pero nosotros en nuestro modelo por el momento no lo hemos incorporado.

7. Consideró la emisión de deuda pública? Por qué la descartó?

Hoy hay buenas opciones en la industria financiera tradicional bancaria. La elección va por ahí.

8.Cuál es la relación de equity y deuda? Hay algún criterio preestablecido?

En realidad no lo hay. No hay un estándar. En algún momento los proyectos se financiaban en tercios: equity, preventa y banco, pero hoy no es tan así porque depende mucho del tamaño del proyecto, si el terreno se paga todo contado o se paga de alguna otra manera, en definitiva no hay una única forma.

9. A qué porcentaje de preventa se apunta para llevar adelante un proyecto?

No es riguroso, tenemos parámetros internos, y en el entorno del 20% nos sentimos confortados pero depende mucho también del plazo que se haya dado y del feedback del proyecto. Generalmente cuando lanzamos estamos muy seguros de qué proyecto se va a desarrollar, no nos pasó nunca de no avanzar con un proyecto. Un 20% de preventa nos dice que el producto está teniendo tracción.

10. Qué tasa de retorno requerida tiene el/los proyecto/s?

El fondo para invertir en mercados emergentes tiene como objetivo tasas relativamente altas, tienen que ser de dos cifras seguro.

11. Reflexiones o comentarios finales?

Los proyectos inmobiliarios son proyectos riesgosos por eso justamente estos fondos tienen requerimientos relativamente altos de rentabilidad por eso la necesidad de apalancarnos con financiamiento bancario y habiendo tan pocos bancos en Uruguay y en particular en lo que refiere al financiamiento de la construcción son menos aun los que participan, hace que vías alternativas de financiamiento tengan que estar sobre la mesa porque puede que tengan que entrar en juego. Generalmente pasa en todos los países que los fondos de pensión locales tienen un horizonte temporal distinto, más largo, y también tienen pretensiones de rentabilidades más adaptadas a lo que es el mercado local y además tienen que invertir un porcentaje significativo de sus inversiones en el país, están empujados de alguna manera a invertir en el país. En cambio un inversor extranjero no tiene ningún interés en invertir en Uruguay salvo que la rentabilidad sea interesante. La inversión extranjera directa que viene a Uruguay obviamente viene cuando los retornos son lo suficientemente atractivos.

12. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

Sí, tuvimos incluso una conversación con un argentino para hacerlo en Buenos Aires pero no sé al final en qué quedó.

13. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

Sí porque una cosa buena que tiene es que permitiría el acceso a proyectos de real estate a pequeños inversores que hoy no tienen la posibilidad básicamente. Hay temas después jurídicos y demás que no tengo claro cómo los resuelven pero yo creo que sí que deberían poder ser una opción viable. Todo lo que sea incrementar la masa de las personas que puedan participar en la inversión en el País es bueno. Después están los temas regulatorios y cuan sencillo es y qué garantías tiene la persona para que una mala inversión o un mal proyecto no perjudique la credibilidad del producto y tire por la borda a todo el resto de los participantes del mercado. El riesgo de las emisiones también, en Uruguay que no hay un mercado de capitales profundo, cualquier emisión que tenga un problema arrastra la credibilidad del resto.

Entrevistado: Jorge Carpman.

Grupo desarrollador al que representa: Gala Group.

Fecha: 13 de julio de 2021.

1. Cómo financian los proyectos?

Nuestros proyectos se financian con capital propio en principio de la empresa, que ya lleva unos quince años desarrollándose en Uruguay, y tomando fondos de la preventa. Tratamos de hacer una preventa bastante agresiva. A veces toma la forma de adhesión de inversores ya conocidos. Es una preventa en algunos casos de apartamentos y en otros casos en vez de entregar unidades entregamos una porción de la sociedad, de la renta del emprendimiento. Trabajamos cada edificio como una unidad independiente con una sociedad ad hoc que hace que sea transparente toda la gestión y se pueda independizar de la gestión del grupo como grupo económico.

Varían los inversores en cada proyecto. Es un grupo bastante numeroso que nos acompaña que puede llegar a ser diez, doce o quince inversores. El núcleo duro somos seis que somos los titulares de la sociedad anónima y después nos financiamos con inversión directa a través de la venta ya sea de apartamentos o de participaciones en la sociedad.

2. Por qué eligió esa forma de financiamiento o fue la única que encontró disponible?

Nosotros en principio lo hicimos para canalizar inversiones de Argentina en Uruguay. Estaba la firme intención de invertir en Uruguay con lo cual no tenía mucho sentido tomar otro tipo de financiamiento. Después tampoco se nos hizo fácil el acceso a financiamiento a nosotros.

3. Consideró la emisión de deuda pública? Por qué la descartó?

No se nos ocurrió nunca por la dimensión que tenemos la emisión de deuda pública ni ninguno de esos mecanismos más sofisticados.

4. Consideró la figura del fideicomiso? Por qué la descartó?

El fideicomiso al costo es una figura que la desarrollamos en Argentina mucho, la de mayor volumen de lo que estamos construyendo en Argentina, pero en Uruguay realmente no llegamos a investigar. Con el modelo de la sociedad anónima estábamos cómodos.

5. Qué garantías le solicitan los bancos?

Con respecto al financiamiento bancario circunstancialmente consultamos para una coyuntura pero realmente no fue una necesidad imperiosa, no lo investigamos, no desarrollamos el tema. No llegamos a la solicitud, investigamos mínimamente.

6. Algún prestamista particular participó en el financiamiento de sus proyectos?

Si fue así, a qué tasas?

No, nunca. La figura del prestamista para nosotros es mala palabra.

7. A qué porcentaje de preventa se apunta para llevar adelante un proyecto?

No, una vez que compramos el terreno el proyecto se hace. Contamos ya con la financiación, asumimos una cuota mínima de riesgo pero en general contamos con el capital para desarrollarlo.

8. Tampoco apuntan a una preventa para validar el proyecto?

No, ese análisis lo hacemos antes de comprar el terreno. No tenemos un banco de tierra. Compramos el terreno y desarrollamos.

9. Qué los motivó a invertir en Uruguay?

Uruguay está muy cerca pero jurídicamente es poner los huevos en otra canasta. Es muy tentador y está muy a mano. Punta del Este en su momento fue una tentación aunque hoy está pinchado. Uruguay es un mercado que tiene la doble seducción de ser dinero en el extranjero y una inversión más segura bajo otras leyes fuera de la legislación argentina y la oportunidad también de aprovechar la inversión como recreación u ocio. La mayoría de los inversores se engancharon en nuestro primer proyecto Gala Tower donde un veinte por ciento de los apartamentos eran de los inversores. Era una forma de invertir afuera y disfrutarla.

10. Qué tasa de retorno requerida tiene el/los proyecto/s?

No hablaría de tasas. Tuvimos una muy buena rentabilidad en el primer proyecto cuando arrancamos en 2005, y en el resto de los proyectos fue aleatoria. Tuvimos muchas idas y vueltas con el cambio.

Con el Gala de Roosevelt que terminamos aproximadamente en 2015 no nos fue mal con la rentabilidad en lo contable pero tenemos un stock de unidades sin vender. Tenemos treinta y cinco unidades que no se vendieron que fueron drenando la rentabilidad. Ahí se frenó Punta del Este y la inversión argentina. Ese fue nuestro último proyecto en Punta del Este. Después nos volcamos en Montevideo.

11. La ley de vivienda promovida fomentó la inversión de ustedes en Montevideo?

Lo encontramos como única alternativa. Hicimos un proyecto sin promoción antes de que saliera la ley, y se nos complicó bastante cuando salió la ley porque como que planchó los precios de viviendas con pretensiones de Premium y de verdad que creo que no nos dejó margen, salvo para ubicaciones muy especiales y proyectos muy especiales, muy grandes. Es imposible competir cuando tenés a tres cuartos departamentos de cien mil dólares salir a pedir ciento treinta o más. La promoción de vivienda es muy fuerte, arrancando del IVA que no pagás más todos los impuestos que vas sumando. Si tenés que competir tenés un 30% o 35% más en el valor de venta y el mercado no te lo paga eso.

12. Resumen o comentarios finales?

Nuestra inversión surge de fondos excedentes de cada uno de los inversores proveniente de la actividad específica de cada uno de ellos. En definitiva nuestros inversores manejan algún excedente que lo terminan volcando a un lugar seguro.

También comentar que cuando se trabó Punta del Este muchos de nuestros inversores se fueron a Miami, la competencia directa es Miami. Para nosotros de Rosario ir a Montevideo o Punta del Este en auto son las mismas horas más o menos que ir a Miami en avión. Y el aéreo de Rosario a Punta del Este sale quinientos dólares y para Miami debe salir la oferta más o menos lo mismo. Miami no está tanto más lejos. Y el mercado es mucho más dinámico.

13. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva? Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

No conozco tanto el mercado uruguayo como para plantear un crowdfunding. Acá (en Argentina) nosotros lo intentamos, de hecho estamos haciendo las primeras pruebas. Pero lo hicimos con una intención más que nada pedagógica para nuestra gente. Somos ochenta personas aproximadamente, hay muchos chicos jóvenes, tenemos un plantel de promedio treinta años. Probamos con un edificio, vendimos participaciones muy chiquitas, terminamos asignando creo que cuatro o cinco unidades a un grupo de treinta y cinco chicos aproximadamente. La unidad de venta era el metro y les vendimos en condiciones especiales, en micro cuotas. No es un crowdfunding tradicional, estricto. La idea era enseñarles cómo era el juego de la construcción y que se involucren y de paso se lleven una diferencia. Les planteamos algunas seguridades que no tiene el mercado como por ejemplo salida cuando quisieran y nosotros los respaldábamos. Para salir no tenían que explicar nada.

Ahora estamos en un proyecto nuevo en donde somos tres empresas grandes, nosotros los desarrolladores y constructores pero tenemos dos inversores fuertes y lo hicimos extensivo al personal de ellos también. Supongo que vamos a juntar una masa de cuotas, de micro cuotas, que va a financiar un quince o veinte por ciento del emprendimiento. En este caso el fin no es tanto pedagógico como en la experiencia nuestra anterior sino que ahora lo hacemos como un plan de beneficios para el personal de la empresa. No es abierto porque no nos animamos, tenemos dudas del manejo administrativo de esas micro cuotas. El costo administrativo si bien se puede delegar en instituciones especializadas como en bancos, igualmente tiene un costo.

Pero al crowdfunding abierto le tenemos miedo. Acá lo hacen dos o tres empresas esto de fraccionar la unidad y vender fragmentos muy chiquitos, pero son estructuras financieras más que desarrolladoras. Y son bastante vulnerables, están montados sobre un tren que lo veo inestable. Nuestra economía tiene muchos altibajos. Y dependen de un sector de la sociedad que te financia muy vulnerable. La micro cuota viene de un sector de la sociedad que vive del empleo, de un sueldo, y te hace una inversión con un excedente que a veces no es excedente y ante cualquier sacudón la pérdida de poder adquisitivo acá es violenta. Los cambios son más violentos que en Uruguay.

Entrevistado: Representante de fideicomiso financiero de fondo inmobiliario.

Grupo desarrollador al que representa: Uno de los principales inversores y gestores de activos latinoamericanos de la región. Administrador de un fideicomiso financiero inmobiliario cuyos principales aportantes son inversionistas institucionales uruguayos.

Fecha: 13 de julio de 2021.

1. Qué encontraron en este instrumento del fideicomiso financiero que hizo que lo eligieran con respecto a un fondo de inversión?

En su momento estudiamos la figura del fondo en Uruguay y nos pareció una figura que estaba un poco obsoleta porque la ley era vieja, los costos para hacer un fondo cerrado de inversión eran altos, no es un vehículo que se use entonces no hay mucho conocimiento en el mercado, es difícil encontrar a los actores que den servicios al fondo. Un poco pasaba lo mismo que pasaba en 2014 cuando nosotros salimos en Argentina con los fondos cerrados. Lo que pasa que en Argentina después hubo un ayornamiento de la ley de fondos que hace que ahora salgan muchos fondos cerrados inmobiliarios.

Desde el punto de vista jurídico la figura del fondo en Uruguay no es eficiente hoy como está la ley. Creo que es un tema a mejorar porque en general es difícil acomodar un fondo a un fideicomiso. Por ejemplo las calificadoras de riesgo típicas no te califican porque dicen “no, para mí un fideicomiso es una securitización de cosas, entonces si vos adentro tenés proyectos inmobiliarios yo no sé cómo securitizar entonces no sé cómo calificarte porque yo tengo que calificar repagos”. Fitch o Moody’s, las típicas calificadoras de riesgo, te dicen eso. Entonces en Uruguay pudimos salir porque estaba Care que es la calificadora local, pero en su momento exploramos con Moody’s y con Fitch que son las más conocidas a nivel global y no nos podían calificar por ser un fideicomiso.

Entonces creo que la figura del fideicomiso hoy es la que más se acomoda pero la verdad que tiene también sus desventajas. Por ejemplo el fiduciario tiene mucha responsabilidad en un fideicomiso y en un fondo, en la figura del fondo en Argentina por ejemplo, el fiduciario es asimilable a una sociedad depositaria y el que tiene más responsabilidad es el administrador que es un poco lo que corresponde. Si querés lo bueno es que en el fideicomiso tenés ese contralor adicional, pero sale más caro por toda la responsabilidad que asume. En cambio la depositaria en Argentina te cobra mucho más barato. En definitiva el argumento de por qué un fideicomiso y no un fondo es jurídico y funcional.

2. Por qué para la suscripción se definió un mínimo de \$ 10 mm?

Pusimos un mínimo porque había que ponerlo pero veníamos hablando con los institucionales y ya teníamos una idea de cuánto podía llegar a ser la suscripción.

3. Los titulares de los certificados de participación son en su totalidad inversores institucionales?

Sí, son todos institucionales. Las cuatro AFAP y nosotros también tenemos participación.

4. En relación a los desarrollos inmobiliarios propios del fondo, cómo proyectan la estructura de financiamiento de estos? Han recurrido al financiamiento bancario?

Este fondo es bastante particular, es el primer fondo de desarrollos que se lanzó en Uruguay entonces la principal preocupación de las AFAP en ese momento era que no quedara una obra a mitad de camino. Nosotros quisimos ser muy conservadores para que los inversores institucionales se animaran a participar, entonces pusimos una serie de reglas que tiene que cumplir el fondo para poder lanzar un proyecto que hace que minimizas mucho el riesgo pero también te limitas mucho en cómo se financia el proyecto. En ese sentido, un proyecto lo podemos empezar solamente si tenemos todo el capital para hacerlo. La preventa cuenta pero no al cien porque se te podrían caer ventas durante la obra. La preventa nos cuenta al ochenta y cinco y el cash nos cuenta al cien.

Por otro lado, una medida que se nos puso para lograr un deployment rápido fue que la calificadora nos dijo que para mantener la calificación al segundo año teníamos que tener al menos dos obras iniciadas. Por eso por diferentes restricciones tenés mucha disparidad en términos de cómo se financió cada una de las obras. La primer obra que se lanzó fue casi toda financiada con equity porque hubo muy poca preventa. La venta fue más durante la obra y se hizo más fuerte recién cuando empezó a terminarse la obra. Esa obra fue la más pesada desde el punto de vista de uso del capital.

Después tuvimos otra obra que se fondeó muy bien con preventa. Vendimos muy bien las unidades topeadas que en ese momento te pedía ANV. El terreno fue comprado con canje entonces fue relativamente bajo el monto de inversión total. Se debe haber financiado un setenta u ochenta por ciento con preventa y venta durante la obra. Creo que la obra la empezamos con un veinte por ciento de preventa, pero durante la obra se vendió muy bien entonces se terminó financiando mucho más con venta.

Otro proyecto fue el único que tuvimos financiamiento bancario. Ese fue otro tema porque también el financiamiento bancario en Uruguay tipo Project Finance, ósea alocado a un proyecto puntual, no te digo que es nuevo porque al sector inmobiliario financian mucho pero fue un aprendizaje para nosotros y para los bancos que no estaban acostumbrados a prestar a este tipo de fideicomisos. Entonces nos demoró mucho cerrar el contrato de préstamo y cuando nos empezaron a financiar nos quedaba por financiar de obra seis u ocho millones de una línea aprobada de doce entonces no llegamos a tomar toda la línea. Fue un aprendizaje pero estuvo bueno porque fue uno de los proyectos que pudimos apalancar y ahora es una experiencia que tenemos adentro para el próximo proyecto desde el punto de vista de los bancos que ganaron en aprendizaje. Fue un sindicado entre dos bancos.

También es muy dependiente del contexto de tasas porque hoy en Uruguay los proyectos inmobiliarios no es que te dan una rentabilidad alucinante, hay veces que si encima le cargas costos financieros, depende cuáles sean las tasas si te conviene o no.

5. Tiene el fideicomiso deuda financiera o prevé tenerla?

Ahora el contexto de tasas está mucho mejor. Cuando tomamos deuda en ese proyecto que te comenté la tasa en dólares era muy buena pero en UI estaba medio cara, ahora están más parejas. Creo que es un buen momento para apalancar proyectos inmobiliarios.

6. De acuerdo al prospecto se establecieron niveles de preventa mínimos del 20% de las unidades de cada proyecto sin un máximo. En la práctica qué niveles de preventa alcanzaron?

No es una condición sino una expresión de deseo. Siempre está bueno tener prevendido un veinte por ciento porque te permite tener un testeo comercial del proyecto.

7. Para la factibilidad económica de las oportunidades de inversión en desarrollos propios, qué tasa de retorno requerida consideran?

Cuando metíamos los proyectos en el Excel, el Excel siempre da. Pero nosotros siempre pedíamos que las rentabilidades estén en torno al veinte por ciento, eso es lo que nos parece razonable para el riesgo inmobiliario. Puede ser un poquito más o menos, depende del contexto, del tipo de proyecto. Tuvimos un proyecto que comprábamos unidades terminadas y ese rendía bastante menos pero tenía mucho menos riesgo entonces estábamos ok con tener esa rentabilidad sin asumir riesgo de desarrollo.

8. Las exoneraciones tributarias de la ley de vivienda de interés social (Ley N° 18.795) y su efecto en la rentabilidad de los desarrollos inmobiliarios fueron determinantes para la creación del fideicomiso?

Sí la verdad que lo tuvimos super en cuenta y los primeros proyectos entraban en el régimen de promoción. Después tuvimos en el medio distintos regímenes porque fue cambiando la ley. Pero sí es relevante, sobre todo porque la estructura del fideicomiso es un poco pesada. El fideicomiso per se es un vehículo transparente desde el punto de vista tributario, pero como nosotros tenemos sociedades anónimas abajo del fideicomiso, si cada sociedad tiene que pagar todos los impuestos de todos los proyectos más los gastos y distribuir después utilidades, después pagar los gastos del fideicomiso y después distribuir a los inversores, la verdad es que es una estructura muy cara si no tenés algún tipo de beneficio fiscal. Ósea que te diría que sí, es medio determinante. O si no tienen que ser proyectos muy rentables para que puedas pagar todos los impuestos, todos los gastos y distribuir algo razonable.

Nuestro primer approach fue porque vimos que no había un producto para inversores institucionales que los acercara al sector inmobiliario, el mercado es mucho más chico que en otros países de la región. Pero en seguida dimos con la ley de vivienda de interés social que nos pareció super interesante y fue una de las cosas que hizo que fuera viable.

9. Por qué razón se determinó el foco del fondo en proyectos dirigidos a sectores medio, medios-bajos y bajos de la población?

Está vinculado a la ley, porque si no hubiera estado la ley no hubiese sido rentable y no lo hubiésemos puesto como objetivo principal de inversión.

10. Participaron en proyectos de terceros?

Participamos en proyectos desarrollados por terceros pero el proyecto es nuestro. Tercerizamos el desarrollo por decirlo de alguna manera. Otros proyectos los desarrollamos inhouse.

11. Dentro del mercado inmobiliario, creen que pudieron construir un portafolio de inversiones diversificado?

Mi respuesta acá es polémica. Yo creo que está sobrevalorado diversificar en las inversiones inmobiliarias. Aprendimos que a nosotros nos llevó tanto trabajo un proyecto en Pocitos de mil quinientos metros como uno en Malvín que son quince mil metros. Entonces el esfuerzo y el control y demás cuestiones que te requiere el proyecto a veces hace que sea mucho más eficiente no diversificar y por ahí en vez de meter seis proyectos en un fondo, meter dos grandes. Y apuntarle los cañones a los proyectos que más te convencen. Buscar la joyita e invertir en la joyita y si tenés que poner todos los huevos en la joyita ponerlos igual.

Uruguay tiene un tema que todos los trámites son lentos, en cualquier zona. Desde mi experiencia con el fondo te diría que no se si vale tanto la diversificación, no le asigno un valor importante. La verdad que sí nos quedó un portafolio diversificado porque tuvimos proyectos en los distintos barrios de Montevideo, en las principales zonas. Pero la verdad que no le asigno un valor relevante a eso. Si hoy volviera a empezar el fondo haría dos proyectos grandes y haría más torres dentro de esos proyectos. Creo que todos los proyectos te demandan el mismo tiempo y atención y algunos terminan siendo muy insignificantes en términos de la rentabilidad que otorgan al fondo.

12. El último proyecto fue aprobado por los inversores titulares de los certificados de participación? Por qué razones en una primera instancia no lo aprobaban?

En realidad no es que no lo aprobaban, es que el fondo no podía cumplir con los requisitos para iniciar la obra. Nosotros para empezar un proyecto tenemos que tener todo el cash para hacerlo o la preventa equivalente para fondear toda la obra y esas restricciones no las podíamos cumplir porque se tardó mucho en vender proyectos previos. Entonces no es que los inversores no lo aprobaban sino que el fondo por su reglamento no lo podía hacer. A partir del año cinco del fondo cualquier inversión nueva la tienen que aprobar los inversores sí o sí, entonces, como nos caímos del año cinco del fondo en 2019, tuvimos que ir a pedir aprobación a los inversores. Y cuando pedimos la aprobación lo aprobaron.

13. De acuerdo a la última calificación de riesgo la rentabilidad del fideicomiso estaría por debajo de la proyectada y sería negativa en moneda constante, a qué factores lo atribuyen?

La última calificación de riesgo no consideraba un proyecto que finalmente vamos a hacer porque nosotros en el último reporte trimestral no lo teníamos aprobado. Y el escenario que incluimos fue el de la venta de la tierra. Cuando se agrega ese proyecto la rentabilidad mejora.

La rentabilidad que no es tan buena para mi está asociada al ciclo. El fondo salió en un momento de auge del sector inmobiliario. Los precios de los terrenos o metros cuadrados en Montevideo en 2015 tuvieron un pico y nuestras proyecciones asumían que la tendencia seguía siendo al alza y no lo fue. Entonces empezamos a hacer proyectos en un momento en el que estaba muy caro todo y entonces asumíamos ciertos precios de venta que después en algunos casos no se dieron. Sobre todo nos pasó en el primer proyecto, después en el resto nos acomodamos porque se construyeron con un dólar más barato porque hubo una serie de devaluaciones en el medio y llegamos a costos y precios mucho más razonables.

Pero el primer proyecto nos terminó siendo un proyecto caro también porque teníamos la condición de la calificadora de empezar dos obras a los dos años del fondo, entonces tampoco tuvimos mucha elección. Teníamos que arrancar obra y no teníamos preventa en ese momento y no podíamos esperarla por ese tema de la calificadora.

En definitiva fueron una serie de factores pero te diría que el más relevante fue el ciclo porque salimos en la parte alta del ciclo. Nosotros empezamos a estructurar el fondo en 2011 y si hubiésemos salido en ese año hubiésemos agarrado toda la subida del fondo y nos hubiese ido mucho mejor, pero salimos a fines de 2014 que lo que empezó fue la parte baja del ciclo, así que te diría que fue un poco eso lo que nos mató. Porque nosotros esperábamos una rentabilidad del veinte y estamos entregando una rentabilidad del diez ponele.

14. Comentarios finales

Para redondear tema fondos, para nosotros toda la experiencia que vivimos en Latinoamérica la verdad que los fondos inmobiliarios son un vehículo super importante. Si bien tienen sus particularidades y tienen ciertos riesgos que no tiene comprar un bono, la verdad que son inversiones en general mucho más estables. Por más de que tengan cierto riesgo en general te garantizan un resguardo de valor, sobre todo en Latinoamérica por ahí no pasa tanto en Estados Unidos donde las propiedades caen mucho más abruptamente. Entonces la verdad que por eso le pusimos mucho foco y tenemos el objetivo de llegar a 2023 con el veinte por ciento de los activos que manejamos que sean en inmobiliarios.

Por otro lado para Uruguay creo que es importante porque el fondo es un actor relevante, está bueno darle exposición a los institucionales a este tipo de activos, y en realidad a cualquier tipo de activos porque la verdad que tienen una cartera muy limitada así que creo que hay lugar para un montón de cosas por ejemplo para que financien hipotecas. Son jugadores de largo plazo que en Argentina no tenemos porque tenemos solo las compañías de seguros y está bueno que acompañen este tipo de inversiones que son clave para la economía también.

15. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva? Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

La veo difícil por la idiosincrasia uruguaya – argentina. La gente que invierte en el sector inmobiliario quiere su departamento, no quiere que le des una cuota de algo que no sabe cuánto es, si es un metro o si son cinco, si su departamento está en el quinto piso o está en el primero. Eso es lo que me pasa para el crowdfunding acá en estos dos países. Me parece que somos muy italianos – españoles que queremos el ladrillo abajo del brazo.

A mí me pasó con el retail cuando empezamos con el fondo en Argentina, a la gente le ibas a vender el fondo inmobiliario y te decían “no me podés dar una unidad en vez de darme la cuota parte?”. Ósea no es tan fácil por un tema de idiosincrasia, ahora con las nuevas generaciones puede ser. La generación del bitcoin puede ser que esté para fondear con el crowdfunding. Me parece que hay que hacer un cambio de mentalidad porque está bueno, a mí me parece que está buenísimo que a alguien que le sobran diez mil dólares ponele y no se puede comprar un apartamento como inversión, sí pueda ponerlo en un vehículo tipo crowdfunding. Pero bueno hay que hacer un trabajo cultural y de educación para que funcionen.

Por otro el que te pone diez mil dólares te exige tanto como el que te pone un millón entonces también es un trabajo muy arduo para el desarrollador. Por eso está bueno los vehículos, los intermediarios o los fondos, por ejemplo ahora estamos trabajando en un fondo que no va a desarrollar inhouse sino que va a comprar metros a desarrolladores, entonces el trabajo de investors relations lo hago yo y el desarrollador que se enfoque en su edificio y yo le hago el fronting con los inversores. Al desarrollador le resulta un laburazo tener que atender a veinticinco tipos que te llaman todos los días para ver si avanza la obra.

Entrevistado: Socio de importante grupo desarrollador y corredor de bolsa de reconocida firma local.

Grupo desarrollador al que representa: Confidencial.

Fecha: 5 de julio de 2021.

1. Cómo financian los proyectos inmobiliarios?

Para cada proyecto hacemos una S.A. de 15 – 20 accionistas con participaciones de 5 – 7,5% cada uno donde hacen un aporte inicial para la compra del terreno y los gastos iniciales. Después la preventa tiene que ser entre un 20 – 25%. Entre estas dos cosas ya tenemos caja para el primer año, año y medio del proyecto. Si vendemos muy bien no son necesarios más aportes. Cuando no es así, porque la venta no es tan buena, a veces hacen aportes adicionales los accionistas y alguna vez hicimos algún préstamo con particulares.

Nunca recurrimos al crédito bancario. Venimos del negocio de los corredores de bolsa. La desarrolladora surgió a raíz de la crisis del 2008 donde bajaron mucho las tasas, sentimos la demanda por invertir en la economía real y así fue cómo tuvo origen. Los clientes son los mismos que invierten en instrumentos financieros que les ofrecemos en la sociedad de bolsa y en los desarrollos inmobiliarios. No recurrimos al crédito bancario porque ya tenemos los inversores. De hecho tenemos muchos que les interesa entrar, y por eso preferimos darle un poco a cada uno de ellos, y para reducir el riesgo. Igualmente alguna vez analizamos el financiamiento bancario pero vimos que más allá de las tasas de interés que cobran hay un montón de costos fijos de honorarios y demás que encarecen el crédito bancario. Entonces fuimos a financiamiento con estos clientes que tenemos en la sociedad de bolsa al 6 – 7% anual sin ningún costo extra y por lo tanto terminan siendo una alternativa más económica.

La preventa es fundamental porque los márgenes son muy chicos y si lo financiaras todo con fondos propios no te rinde la ecuación, la TIR sería muy chica. Entonces si los fondos propios son un 20 – 30% y el resto se financia con ventas, ahí por más que el margen del proyecto sea bajo, la TIR respecto a los fondos aportados es buena.

Nosotros como desarrolladora también entramos en el grupo accionista con un porcentaje para demostrar que asumimos el riesgo igual que lo asumen el resto de los accionistas. Y además cobramos un honorario por la gestión del proyecto, que es nuestra fuente de ingresos importante.

2. Consideró la figura del fideicomiso? Por qué la descartó?

Sí la consideramos y no la descartamos. Siempre está por ahí y lo hemos pensado para un tipo de proyecto donde vemos algún terreno que pensamos que con los accionistas no saldría porque no les darían los márgenes y como fideicomiso al costo podría salir porque no necesitas un margen de ganancia para el accionista y es una forma de vehiculizar que salga el proyecto y nosotros cobrar nuestros honorarios. En definitiva no está descartado.

3. Consideró la emisión de deuda pública? Por qué la descartó?

No la consideramos. Para ir a deuda pública tendría que ser un proyecto más grande. El más grande que hicimos fue de 25 millones de dólares pero entiendo que los que salen para deuda pública son de 50 o 60 millones para arriba. Para nosotros, por un lado por los costos que tiene emitir deuda pública no tendría mucho sentido, pero además nosotros que somos del palo de la sociedad de bolsa podemos hacer una emisión privada (que una emisión de menos de 20 inversores puede ser privada) y nos evitamos toda la pública. Y capaz que en un proyecto particular con 10 – 15 acreedores privados emitiendo vales lo cerramos sin tener que hacer una emisión pública.

4.Cuál es la relación de equity y deuda? Hay algún criterio preestablecido?

Del total de costo de obra el equity inicial es un 20 – 25% y el otro 75% intentamos financiarlo con ventas y si no el pequeño porcentaje que nos puede faltar, 10 – 15%, ahí decidimos si es equity o es deuda. En conclusión entre aporte de propietarios y deuda cubrimos un 40% y el otro 60% con el ingreso de las ventas. El 40% a veces es todo aporte de propietarios o a veces hay un 10 – 15% que es deuda.

5. Qué tasa de retorno requerida tiene el/los proyecto/s?

Apuntamos a una TIR de 9-10 % anual. Puede estar entre 7 y 12%.

6. Tienen algún proyecto amparado en la Ley de vivienda promovida?

Hicimos un solo proyecto en el centro cerca de la CAF. Pero después no hicimos ningún otro porque nos sentimos mucho más cómodos en una zona premium que meternos en vis donde hay una competencia feroz. Preferimos zonas más caras que no tengan los beneficios fiscales porque entendemos que podemos trasladar a precio los mayores costos. Nos sentimos más cómodos compitiendo por producto y no por precio. Apuntamos a un nicho de productos diferenciales donde el comprador tiene el dinero y está dispuesto a pagar más por la ubicación, los amenities, etc. Nos sentimos más cómodos en ese nicho.

7. Refiriéndonos ahora a su actividad como corredor de bolsa, su cartera de clientes ha mostrado interés en invertir en desarrollos inmobiliarios?

Sí y de hecho lo hacen. Les decimos a nuestros clientes que tienen dos formas de invertir: como accionista de un proyecto y la inversión dura 5 – 6 años, (es para gente que tiene un patrimonio más o menos alto) o comprar un inmueble y obtener una renta a través del alquiler. Tenemos clientes más minoristas, que quieren invertir unos 30 – 40 mil dólares por ejemplo y no tenemos instrumentos para ofrecerles. Hay un mercado minorista de gente que le gustaría invertir en el mercado inmobiliario que hoy no tenemos productos para ofrecerles.

8. Cómo usted logra incorporar activos inmobiliarios en los instrumentos o portafolios que ofrece a sus clientes?

Los derivamos a nuestra desarrolladora. Les ofrecemos a través de la misma invertir como accionistas o comprar apartamentos, pero no a través de la sociedad de bolsa.

9. Si no ha logrado incorporar activos inmobiliarios en los portafolios de sus clientes, por qué razón entiende que sería?

A los que tienen montos grandes los incorporó a través de la desarrolladora pero creo que puede haber una escasez de alternativas para el inversor minorista. Ni nosotros ni los demás desarrolladores nos financiamos con el inversor minorista. El fideicomiso financiero Platinum lo veo como el primer caso donde sale una emisión pública para la financiación de un proyecto inmobiliario.

10. La inversión en desarrollos inmobiliarios la asocia con clientes más o menos aversos al riesgo? En qué sentido va su asesoramiento?

El cliente que invierte en ladrillos es un cliente más bien conservador, busca riesgo de grado inversor. Son clientes que compran también por ejemplo bonos del tesoro. En Uruguay está visto como un instrumento válido y conservador. Nadie lo asocia con una actividad riesgosa.

11. Has asesorado invertir en renta inmobiliaria en Paraguay, Miami o España?

No. Estuvimos pispeando el panorama. Paraguay en un momento estuvo muy atractivo en precios de venta. Pero no es lo mismo para el cliente gestionarlo desde acá que tenerlo en otro país gestionado por un tercero. Ahí sí me parece que es para un tipo de inversor más osado, más joven.

12. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

Poco.

13. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

Acá en Uruguay tenemos toda la normativa del origen de fondos. Me muero si lo tengo que hacer para mil tipos. Así que todo el tema del origen de fondos lo veo como un problema para atomizar tanto la base de acreedores o accionistas.

Y desde nuestro lado no lo veo atractivo porque no tenemos necesidad de fondos. Fondos tenemos, nos faltan más proyectos que inversores, tierra buena para hacer proyectos. Sí veo del lado de la oferta de fondos de pequeños ahorristas que les encantaría entrar en eso. Aunque no estuviera la normativa del origen de fondos, yo como desarrollador no lo usaría porque no lo necesito. Del otro lado tengo un montón de clientes de la sociedad de bolsa que les encantaría entrar en eso. Además hoy en el mundo hay liquidez. Entonces veo mucho más fácil pedirle 500 mil a una persona que 5 mil a 100.

Entrevistado: Lic. Javier Vigo

Grupo desarrollador al que representa: Pilay Uruguay AFISA

Fecha: 6 de setiembre de 2022.

- 1. Cómo surgió el sistema Pilay donde a los fideicomitentes titulares de los certificados de participación se les van adjudicando las unidades que se construyen a través de distintos tipos de licitaciones basadas en diferentes criterios?**

Primero voy a arrancar con una aclaración: Pilay Argentina y Pilay Uruguay en realidad no son la misma empresa, no son grupo económico ni Pilay Uruguay es subsidiaria de Pilay Argentina. Sí inicialmente los accionistas eran los mismos. Al día de hoy hay una parte que se mantiene, pero ha cambiado. No es exactamente igual el capital accionario de Pilay Uruguay que el capital accionario de Pilay Argentina. Es importante la aclaración porque al no ser un grupo económico, no reportamos como grupo económico, etcétera. Hoy en día no existe ninguna relación como si fuera una casa matriz, etcétera. Está 100% separado un negocio de otro. Más allá de eso, ahora te contesto la pregunta.

El producto que nosotros denominamos “ladrillos” surge en el año 85 en Santa Fe, en la ciudad de Santa Fe, en una situación de país bastante similar de la que uno hoy ve en Argentina, no había mucha diferencia. Era un país que se pensaba siete días, no se pensaba más que eso. Para tomar noción, en el año 89 Argentina vive la hiperinflación de 198% mensual, y en ese contexto se decide lanzar este producto. Ósea que en un contexto complejo se decide lanzar sin un terreno, pero con la confianza de las personas que estaban atrás.

Este producto es viable y funcionó en sus inicios, principalmente un poco por la familia. Uno de los estudios por ejemplo, el estudio jurídico y de escribanía Vigo, tiene más de 100 años hoy en Argentina. Entonces eso generaba a nivel local de la ciudad de Santa Fe, que hoy tiene más o menos 600.000 habitantes, cierta confianza. Y salieron originalmente a vender una opción de solución de vivienda a mediano y largo plazo. Hubo mucha gente que pensaba que esto no iba a funcionar, obviamente.

Al principio de todo se construían edificios. Pilay inicia en realidad en el año 76 juntando inversores y construían edificios. Se construyeron de esa forma creo que cinco edificios o cuatro edificios, y después vino uno de los accionistas de Pilay con la idea económica de este modelo. Ahí se juntaron las partes que en ese momento eran seis familias. Ósea, arrancó como una segunda generación donde tenías ingenieros, tenías escribanos, abogados, contadores. Y con la óptica de cada uno fueron armando lo que era el producto, toda la parte jurídica y de escribanía. Después hubo otra persona que analizó la parte impositiva y después un ingeniero con toda la parte constructiva.

Pero lo que se decidió fue de qué manera podemos cambiar la lógica constructiva? Ósea, la realidad que sigue pasando en la mayoría de los emprendimientos, primero se arma el proyecto y después se sale a vender. Y en realidad lo que se buscó ahí fue hacer a la inversa. Es decir a la persona que vos empezás a aportar sobre un radio constructivo, que en ese momento en Santa Fe se define en Bulevares y se le manifiesta que dentro de Bulevares se le va a entregar un departamento, pero sin decirle mucho más. Era 100% confianza porque, a diferencia de lo que es un emprendimiento tradicional que tenés todo definido, acá lo único que tenía definido era los metros comunes y propios, dos dormitorios 75 y un dormitorio 55.

Lo que se sabía era que la única forma de crecer es que vos busques llegar a la mayor cantidad de gente posible y también que el valor de pago sea inferior. Si vos buscas personas con 90.000 dólares, es mucho más difícil que plantearle a alguien que aporte cuotas durante 240 aportes. Eso hace que esa cuota de 100.000 dólares pase a ser por ahí 240 cuotas de 300 dólares. Entonces eso fue una de las variables que se buscó.

Se buscó también que la figura jurídica sea fuerte. En Argentina en ese momento no se arrancó con un fideicomiso, pero se arrancó en base a la ley de prehorizontalidad que regía en Argentina, que era bastante similar a la de los fideicomisos porque cada terreno que se compraba se escrituraba a nombre de todos los inversores. Entonces en realidad la figura era bastante similar. Y en ese momento se centró el modelo. Estaba bastante más orientado a soluciones de vivienda. Es como que hoy te diga acá “con una cuota de 14.000 pesos uruguayos podés solucionar tu problema de vivienda”. Hoy cuando uno lo mira en Uruguay no está hecho así y el modelo después cambió. Pero inicialmente se comunicaba como revolucionario y como una solución de vivienda.

Qué sucedió cuando se empezó a analizar el modelo de negocio en general? Nos dimos cuenta de que no éramos una solución de vivienda ideal, pero sí una solución cierta. No éramos ideal porque la persona tenía que depender de un hecho incierto que era ganar una licitación. En Argentina se arrancó siendo dinero y sorteo, acá se arrancó siendo dinero y puntaje. Pero eso hace que vos no sabes a ciencia cierta cuando lo vas a recibir al inmueble. Entonces a la persona que quería esto como vivienda le generaba una incertidumbre que por ahí si al tercer año o cuarto año no lograba solucionar el problema de vivienda se iba o te renunciaba. Entonces eso hacía que el ratio de caída fuera grande. Siguiendo esto, en el año 89 se lanza en Rosario el producto y durante toda la convertibilidad, entre Rosario y Santa Fe se mantiene una cartera activa de unos 3.000 contratos.

En el año 98 se empieza a hacer un estudio y se llega a la conclusión que nuestro modelo de negocio era un modelo financiero-constructivo y no constructivo-financiero. Entonces se elimina todo lo relacionado a inmuebles. Vos entrabas antes y te encontrabas con una llave de departamento, te sacábamos fotos en el departamento. Se cambia el modelo, es decir nosotros no vendemos departamentos, somos un sistema de ahorro respaldado en metros cuadrados a mediano y largo plazo. Entonces se saca el foco en lo inmueble y se centra mucho más el foco en el ahorro. Eso hizo que se empieza a cambiar este modelo y en el año 2003 empezamos a tener un crecimiento exponencial. Se empieza a partir de 2003 - 2004 a vender entre 3.000 o 4.000 contratos por año. Es decir, lo que prácticamente nos llevó 20 años tener, lo empezamos a vender en un solo año.

También ahí se debe a varios fenómenos que pasaron. Primero el producto cumplió 20 años, por lo tanto hubo gente que fue pagando su cuota mensual y se encontró que te pedía un departamento y lo tenía. Punto número dos, superaste la peor crisis institucional de Argentina, siete presidentes en una semana, dólar de 1 a 4, confiscación de los ahorros, etc. Eso hizo que la gente genere un grado de confianza mayor en el producto y no quería tener obviamente la plata en los bancos. Entonces pasamos de tener 3.000 y algo de contratos a culminar el 2012 con 30.000. Ahí en el medio se suma Córdoba en el 2006. Y en el 2009 se lanza este producto en Montevideo.

Volviendo un poquito para atrás, las consideraciones generales que nosotros tuvimos fueron también, a la hora de pensar el producto, que la persona que no tiene un inmueble pague menos que la persona que tiene el inmueble. Esto también era desde el punto de vista financiero, porque obviamente si vos ya lo tenés podés usufructuar el inmueble y podés cobrar un alquiler. Entonces está bien que se te cobre más. Ahí lo que se buscó es que una cuota de espera más un alquiler, sea igual a la cuota tenencia. Por eso nosotros intentamos comunicar que cualquier persona que tiene una capacidad de ahorro de 14.000 pesos uruguayos es un cliente nuestro.

Entonces ese fue un poco el cambio en el modelo, en el cual llevó a que se dé bastante vuelta la torta y por ejemplo en Uruguay el 82% de nuestra cartera es inversión. Inversión en el sentido amplio de la palabra, es decir, jubilación, capital para los hijos e inversión pura, y solamente un 18% para vivienda.

No sé si te terminé de contestar la primera pregunta y ahora continúo con la segunda.

2. Cuando dijiste que habían arrancado haciendo al principio los proyectos de la forma tradicional, es decir primero hacían los proyectos y salían a venderlos, y luego se les ocurrió este modelo de negocio que es al revés, primero venden la idea y el producto y después empiezan con los proyectos concretos, qué buscaban ahí? Vieron que les iba a dar más rentabilidad o mayor volumen de ventas por ejemplo?Cuál era el objetivo?

Principalmente veíamos que íbamos a tener una mayor rentabilidad, teníamos menos riesgo, porque vos en realidad en un edificio tradicional juntas cuarenta personas te dejan de pagar diez y tenés un problema, acá al hacer mega consorcios de mil personas, dos mil personas, si te dejan de pagar diez no se te para una obra. Entonces también una continuidad de trabajo en el tiempo fue otro de los puntos. Capaz que si te ponías en proyectos más caros podés ganar más puntual, nosotros por eso también limitamos, es decir, hicimos que el producto sea un commodity, ósea son departamentos de uno o dos dormitorios con estas características, no tiene más nada. Eso hace que vos tengas definido una administración de obra y a su vez tenés una ganancia extra por administrar eficientemente ese flujo de dinero. Pero creo que el gran diferencial que buscamos es tener una continuidad de trabajo en el tiempo. Y sacar ese riesgo de no poder terminar un edificio.

También esto te permitía tener volumen, vos poder comprar terrenos más grandes y poder planificar mucho mejor tanto a nivel administrativo como a nivel de constructora en base a la cantidad de departamentos que tenés que construir, entonces te permite prever mucho mejor tu estructura.

Esas fueron un poco las razones por las cuales decidimos avanzar, sumado a que considerábamos que este tipo de alternativa nos ampliaba enormemente el mercado, porque es mucho más fácil conseguir o invitar a alguien a ahorrar sin compromiso de deuda a que por ejemplo hoy, que tenemos monoambientes por \$ 11.000 por mes, salir a buscar una persona que tenga 90.000 dólares y que le quiera deber a un banco o a una desarrolladora para comprarse un monoambiente. Yo acá te estoy invitando a ahorrar. Entonces cambiamos bastante la lógica y al ampliar el mercado, es una forma indirecta de poder vender muchos más departamentos.

3. Cómo se les ocurrió o qué objetivo tenía el tema de las licitaciones, sobre todo la parte relativa a los puntajes? Por nacimiento de un hijo, o por casamiento, o por estudios, entre otros, podes alcanzar un puntaje y resultar adjudicatario de un apartamento. Ahí qué buscaban o cuál era el objetivo? Es por un tema más filantrópico por así decirlo?

El tema de los puntajes surge cuando lanzamos en Uruguay. En Argentina tenías puntos por presentación de amigos, por antigüedad, pero se te computaban para la licitación monetaria. El tema del sorteo tiene una gran contra porque nos pasaba que había personas que pagaban después del día 10 para que su contrato no esté al día y no los alcance el sorteo, porque solamente vos sorteabas con los que estaban al día. Y te pasaba también que las personas que vos sorteas hay veces que no querían el departamento. Salvo que vos tengas una intención demasiado de vivienda. Si es inversor, la persona entiende que es más rentable recibir el bien lo más tarde posible.

Ese fue un punto que nosotros analizamos, pero la verdad que el gran tema es más filantrópico que otra cosa, porque el 50% de las unidades se licitan por puntos donde para nosotros hubiera sido mucho más rentable hacer todo por dinero. Pero también somos conscientes que hay mucha gente que no tiene capital para poder licitar y esta era una forma de poder acceder al inmueble sin capital.

Y también recoge ciertos valores que tenemos nosotros o que consideramos claves desde el punto de vista de organización, que tiene que ver con estudios, por eso premiamos por primaria y secundaria por cada materia aprobada, por presentación de amigos, después tenés por estabilidad laboral, por discapacidad. Entonces todo lo de los puntos es principalmente por lo que nosotros consideramos valores fundamentales dentro de una sociedad.

Después premiamos por nacimiento de hijos, que acá todavía en Uruguay lo vemos más clave por los problemas que existen hoy con la tasa de natalidad baja. También hay puntos por matrimonio porque consideramos que es importante el núcleo de la familia. Esas son las razones por las cuales surgió la licitación por puntaje: un tema de ampliar el acceso a la gente que no tiene capital, pero también para inculcar ciertos valores que nosotros consideramos clave como tiene que ver el estudio. La otra vez estaba mirando, si no me equivoco creo que era el 50% en Uruguay que no termina el liceo de los que empiezan, o sea un número alto. Bueno en Argentina es lo mismo.

4. Por qué decidieron instalar su modelo de negocios en el mercado uruguayo?

Estábamos viendo para instalarnos en Mendoza. Se vino a tener en ese momento una presentación, yo no me acuerdo si fue en APPCU o en dónde. Y ahí Álvaro Piña, que es el arquitecto y es el proyectista de los proyectos tanto de Campiglia Pilay como de M2, escucha la charla y se acerca al que era el gerente general que en ese momento estaba dando la charla y le dice “tengo el socio ideal para instalar este producto en Uruguay”. Ahí tuvimos varias reuniones con los Campiglia.

Hicimos un estudio de mercado y en ese momento, en 2008, sale Campiglia la número uno en “Top of mind” de los uruguayos como empresa líder en la construcción y desarrolladora. Nos dio como empresa líder del mercado, con una imagen muy positiva, de confianza, etc.

Tuvimos negociaciones durante un año. Ellos vinieron a Argentina, viajaron, vieron lo que estábamos construyendo en ese momento y también cómo veníamos manejando todo. Y se convencieron de que era una buena alternativa traer el producto también a Uruguay. En base a estas dos puntas, y que éramos dos empresas con bastantes años de trayectoria, porque la antigüedad que tiene Pilay es prácticamente igual a la que tiene Campiglia, decidimos formar una alianza entre las dos compañías.

Descartamos Mendoza por un tema de que Uruguay tenía la ventaja de que era capital de país. Pero una de las cosas en las cuales fue clave Montevideo fue el tamaño. Nosotros sabíamos que Córdoba tenía alrededor de 1 millón y medio de habitantes, Rosario alrededor de 1 millón y medio, Mendoza tenía alrededor de 1 millón y medio y Santa Fe tiene 600.000 habitantes. Entonces nosotros sabíamos que con ese nivel de personas la inversión que teníamos que hacer era tanta, la cantidad de personas que necesitábamos era tanta. Te permitía tener un negocio mucho más manejable. Y consideramos que tener un pie en otro país era clave.

Después lo que nos encontramos en la práctica es que el uruguayo es muy diferente al argentino. No nos imaginábamos que era tanta la diferencia. Es más, probablemente si en los inicios hubiéramos lanzado en Mendoza y no en Montevideo, hubiéramos crecido mucho más en Mendoza que en Montevideo. El primer factor por el tema de la experiencia nuestra. Para el uruguayo que una empresa argentina haya superado todo es nulo. Ósea el uruguayo en general quiere que la empresa viva, que el producto transite en Uruguay y tenga su tiempo para poder confiar. Aunque para nosotros era nuestra gran fortaleza haber demostrado que este producto es confiable, tuvimos que arrancar desde cero. Entonces, más allá de los años de Campiglia, Campiglia es un desarrollador, vende una calidad excelente, pero no estaba en el modelo financiero de ahorro a largo plazo. Entonces eso nos llevó un tiempo.

También nos encontramos que a la hora de tomar una decisión el uruguayo piensa mucho más el proceso de compra. El argentino, en base a la realidad económica del país, no puede esperar porque en una semana te cambia el país. Entonces eso hace que no tengas tiempo para pensar. La gente está más dispuesta a tomar decisiones más rápido.

Y después también nos encontramos que el grado de ambición del comercial argentino es mucho más alto que el grado de ambición del comercial uruguayo. Esto yo siempre digo que no es ni bueno ni malo, pero a la hora de colocar un negocio, en la idea del uruguayo cuando llegó a su meta se terminó el mes. El argentino cuando llega a su meta su objetivo es duplicarla, triplicarla, porque tiene un grado de inconformismo constante. Entonces eso hace que a la hora de analizar el negocio tenga sus consecuencias.

Pero principalmente las razones por las que nos decidimos por Montevideo era porque era capital de país, por el tamaño, que era más o menos similar a las ciudades que nosotros estábamos, y también porque conseguimos un socio estratégico como Campiglia con un respaldo de confianza fuerte. Y las personas que estaban atrás también nos trasladaron eso.

5. Cómo hacían para verificar que Campiglia cotizara una obra a valores de mercado?

Nuestro modelo de negocio requiere que vos definas desde el inicio los valores de cuota, por lo tanto tenés que definir el costo constructivo desde el inicio. Entonces nosotros por ejemplo tenemos cuánto podemos pagar por terreno desde el inicio. Nosotros hacemos a la inversa, es decir, vos me traes un terreno, yo miro cuántos departamentos salen, en base a eso calculo la cantidad de metros posibles que están ahí y lo multiplico por 180 o 200 dólares y digo entonces el valor que nosotros podemos pagar por el terreno es tanto. Obviamente te sucede que hay terrenos que los tenés que descartar y que por ahí hay otros desarrolladores que lo pueden llevar a cabo porque pueden vender un plus (porque agregan algo o por la zona, etc.). Y en nuestro caso en realidad el valor ya está definido.

Entonces en base a un valor de tierra estimativo y también un costo constructivo estimativo en el edificio tipo, nosotros cada obra que nos cotiza Campiglia la comparamos con este edificio tipo. Y después tengo el proyectado de Campiglia inicialmente y lo voy comparando en base a avance de obra todos los meses y cuando termino el de la obra miro si lo que me plantearon con lo presupuestado coincide. Hasta ahora, nosotros estamos terminando 477 departamentos con ellos construidos, en todas las obras dieron por debajo. Y el rango de posventa es bajísimo. Ósea nuestra experiencia con el constructor, con Campiglia como constructor, es excelente. En el proceso con Campiglia Pilay nos manejamos así.

En el nuevo fidecomiso nosotros dejamos abierto lo que tiene que ver con el constructor. Ósea ahí es un fideicomiso exclusivamente de Pilay, el cual tiene el producto “metros” y a su vez tiene este producto “ladrillos” que comercializamos monoambientes, que no lo tenemos en Campiglia Pilay, más un dormitorio y dos dormitorios. Ahí el primer edificio lo cotizó Norte y ya empezamos a tener parámetros con otras constructoras como para poder comparar. A la larga vamos a tener un comparativo constante pero principalmente si Campiglia se mantiene en base al edificio tipo que nosotros definimos para nosotros está ok. Y a su vez vienen bajando ese costo, así que no fue necesario tener que pedir otro presupuesto más allá de que contractualmente está previsto que en el caso en que se exceda, que se vayan por fuera del edificio tipo, nosotros podemos pedir cotización a otras empresas constructoras en Campiglia Pilay.

6. En qué creen que se basó el éxito del fideicomiso Campiglia y Pilay?

Yo creo que la principal razón por la que nos fue bien es que es el primer sistema de ahorro respaldado en metros cuadrados. La gente quiere invertir en ladrillos, en general en un bien tangible. El índice de costo de la construcción en los últimos 13 años desde que estamos está dando más o menos un 270% con una inflación que está acumulada 230% si no me equivoco, 233% creo que era. Y después el dólar si compras y vendes cada año te está dando bastante por debajo.

Entonces lo que sucedió es que la persona que invirtió en nuestro sistema de ahorros se encontró que le ganaba a la inflación por bastante, se encontró también una alternativa rentable y una forma de obligarse a ahorrar. Porque, yo siempre digo lo mismo, no importa el nivel socioeconómico que vos tengas, vos podés ahorrar cero. Hay gente que gana \$ 400.000 y se gasta los \$ 400.000. Y hay gente que gana 100.000 y se gasta los 100.000. Entonces hay veces que vos necesitás lo que se denomina ahorro forzado. Entonces nuestro producto de negocio sirve para eso. Ósea te lleva a un ahorro forzado en un bien tangible.

Después, la figura de fideicomiso financiero de oferta pública le agrega al inversor un grado de control mucho más grande. En la mayoría de los desarrollos inmobiliarios vos no tenés la tranquilidad de a dónde va el dinero, supones que a la persona que vos le estás comprando te lo va a destinar a esa obra, pero vos no sabés si efectivamente fue a esa obra o a otra. Al ser un fideicomiso financiero de oferta pública y tener auditorías trimestrales, eso limita un montón a dónde va el dinero. Porque tenés un grado de control tanto del avance obra, como de los presupuestos, como de la disponibilidad de los fondos, dónde se puede invertir, qué se puede hacer. Entonces eso agrega al inversor minorista una tranquilidad grande, sumado a que tenemos calificación de riesgo, que también influyó bastante.

Entonces yo creo que ese cúmulo de cosas son lo que hizo que el producto crezca. Llevó un tiempo y ahora estamos en una etapa en la que estás cosechando lo que hiciste, porque vamos por un camino de entrega de casi 100 departamentos por año. Ahora arrancamos el punto de cosechar lo que sembramos. Pero principalmente las razones son esas.

7.Cuál es el análisis de riesgo de los futuros fideicomitentes? Qué requisitos les exigen? Es igual en el nuevo fideicomiso para los “fideicomitentes ladrillos” que para los “fideicomitentes M2”?

No es lo mismo el del producto “ladrillo” que el del producto “M2”. En el producto “M2” en realidad no tenemos prácticamente el riesgo de que no pague porque son aportes únicos, por lo tanto, la persona no se compromete a un pago futuro. Entonces ahí no tenemos un riesgo de no pago a futuro, más allá de hacer todos los deberes de debida diligencia, justificativo de fondos, declaración jurada, etcétera.

8. Ya que tocas el tema de la debida diligencia, me podés comentar cómo la hacen?

El de M2 que compra en la web, cuando la persona transita el proceso de compra en la web me tiene que llenar si los fondos son fondos propios o son fondos de terceros, me tiene que llenar si es PEP o no es PEP, si maneja fondos de terceros o no, y después de eso tiene que imprimir una declaración jurada donde la persona tiene que manifestar si los fondos vienen por ahorro, por sueldo, tiene que manifestar si el beneficiario final es él, tiene que también poner una tilde de si es o PEP o no es PEP y si los fondos son propios o no. Ósea le pedimos prácticamente lo mismo tanto al de “M2” como al de “ladrillo”.

Nosotros somos un poco más estrictos, principalmente porque si no a nivel de de administración es complejo. En general hay muchos organismos que esa declaración jurada tan precisa la piden a partir de cierto monto, 10.000 dólares por ejemplo. Nosotros preferimos al inicio pedirla a todos, para los dos productos. Todos los clientes los buscamos en lista de lavado de dinero en World Check que ahí te salta todo, te salta si la persona libró cheques sin fondos, etc.

Volviendo al tema del riesgo de crédito, consideramos que tenemos dos tipos de riesgo. Por un lado en “M2” esto que hablábamos del no pago no existiría prácticamente, salvo en algunos casos que la persona ya al final se quiera quedar con el inmueble y plantee cierto ritmo de pago para poder quedarse con el inmueble. Ahí sería como una financiación, entonces para el producto “M2” ahí sería el único momento.

En el producto “ladrillos”, al cliente que invitamos a ahorrar consideramos que no tenemos un gran riesgo porque si esa persona mañana deja de pagar, en realidad somos nosotros quienes tenemos su certificado de participación que debemos ceder a futuro, pero no tenemos la obligación de entregarle un departamento porque él terminó su contrato antes. Entonces en ese caso nosotros no consideramos que haya un gran riesgo, más allá de que en todos los casos la segunda pregunta que te hace un asesor nuestro es: cuál es tu capacidad de ahorro mensual? Y solemos preguntar también tu nivel de ingresos, y en base a eso machamos a ver si tiene una lógica.

Después lo otro que nosotros hacemos sí, que cambia bastante, cuando entregamos el departamento, ahí sí pedimos recibo de sueldo o certificado de ingresos. Al principio no lo pedimos, la persona lo manifiesta y se escribe.

Salvo que la persona haya aportado más de 30.000 dólares en el año. Si aportó más de 30.000 dólares en el año, me tiene que presentar justificativo de fondos. Ósea es lo que tenemos puesto como debida diligencia. Si no, cuando entregamos el inmueble le pedimos justificativo de fondos, porque ahí la persona ya tiene que cumplir con el compromiso de pago porque le estamos dando el inmueble. Me tiene que presentar o un fiador o 12 cuotas de garantía.

Lo que hay que tener también en cuenta es que la persona en realidad no es dueña del inmueble, tiene un derecho de usufructo del inmueble. El dueño del inmueble es el fideicomiso, o sea todos los fideicomitentes, hasta que vos termines de pagar la última cuota. Entonces el riesgo que tenemos, sí es un riesgo de que vos no pagues, pero nosotros si no pagaste a la tercera cuota te podemos excluir y ese inmueble lo salimos a vender al mercado. Salimos a buscar otra persona que reemplace tu lugar. Entonces eso hace que el grado de incumplimiento o de riesgo no sea tan alto. Si yo directamente ya te transfiero la titularidad del inmueble, bueno ahí tendría un riesgo mucho más grande. Pero en este caso que vos simplemente tenes un derecho de usufructo y que te puedo desalojar por incumplimiento de pago, estaríamos bastante cubiertos.

9. La financiación de los proyectos es solamente a través de los fondos del fideicomiso obtenido por los aportes de los fideicomitentes o también tienen algún otro tipo de financiamiento? Tienen financiamiento bancario?

Nosotros en general intentamos que todo sea con los aportes de los fideicomitentes. Obviamente vos te encontrás por ahí con oportunidades de terrenos para comprar. O como vos recibís un flujo constante, va creciendo pero es prácticamente constante, y la obra en realidad es una campana de Gauss, eso hace que por momentos te podés encontrar un poco asfixiado, pero vos sabés que a largo o mediano plazo vas a estar bien.

Entonces hubo en obras, por ejemplo en Campiglia Pilay III, IV y V que eran 255 departamentos, que nos generó obviamente en un momento un poco de asfixia. Tomamos préstamo bancario y en base a eso nos financiamos para terminar la obra.

Hay un punto importante, nosotros en cada obra que entregamos, por ejemplo ahora en Buceo estamos entregando 108 departamentos, esas personas al día de hoy están pagando en el caso de un dormitorio \$ 14.000 y en el caso de dos dormitorios \$ 18.000, pero el 1 de noviembre, cuando yo ya entregué todas las tenencias, esos 108 departamentos empiezan a pagar cuota posesión y las cuotas de \$ 14.000 se transforman en \$ 41.000 y las cuotas de \$ 18.000 se transforman en \$ 51.000. Entonces yo sé que a medida que voy entregando ese inmueble, tengo un incremento de flujo que me puede servir para pagar un financiamiento extra.

En las primeras obras nos financiamos con el banco. Actualmente en realidad estamos súper líquidos, producto de que con la pandemia crecimos. Nosotros crecimos enormemente con la pandemia y se dio principalmente porque las personas empezaron a ahorrar más. Hay una confusión en general de “yo ahorro para pagarme un viaje y lo pago en cuotas y lo termino y vuelvo a sacar” que la gente cree que está ahorrando pero en realidad está gastando. Y cuando desapareció el viaje, la agencia de viaje que nosotros la consideramos competencia indirecta, nosotros crecimos más. Porque la gente se dio cuenta que tenía más capacidad de ahorro y empezó a ahorrar más, lo cual nos llevó a tener un crecimiento fuerte. Y es más, teníamos algunos préstamos que habíamos tomado y los cancelamos enseguida en medio de la pandemia, cancelamos todo.

Y ahora estamos con la lentitud de la Intendencia para aprobar proyectos. Tenemos casi tres proyectos a la vuelta y estamos padeciendo eso. Pero bueno, hemos utilizado financiación bancaria cuando lo necesitamos y bien.

10. Cómo fue el acceso al financiamiento bancario y las condiciones? Qué garantías les exigen los bancos?

Lo que nos hemos manejado fue en hipotecar el terreno y después lo otro que hemos hecho es cesiones de tarjetas. Tenés Visa, Master, American y tenés un flujo constante mensual, entonces se pone como garantía esos ingresos. Obviamente al principio era más difícil porque vos te tenías que generar un track record y tenemos un fideicomiso fuera de lo común. Entonces eso hace que todo el estudio, etcétera sea más complejo. Hoy en día te diría que está relativamente sencillo. Pero bueno al principio es bastante complejo porque vos te basas en flujos futuros, etcétera, entonces eso complica un poco.

Nosotros no tuvimos que recurrir a fianzas solidarias. Principalmente creo que en base a las cesiones de crédito que estábamos dando, creo que lo tomaban como suficiente. Porque ahí saben que tienen un flujo constante. Casi el 50% de la cartera paga con tarjeta. Después tenés casi un 40% que paga por débito de cuenta automático. Y te diría en redes de cobranzas debemos tener 15% máximo.

11. El Banco Santander ofrece el producto “M2” a sus clientes, por esto les cobra una comisión?

Te cuento cómo surgió “M2” y cómo surge Santander en el medio como para que puedas entender la lógica global. Los fideicomisos en general tienen una vida útil de 30 años. Digo en general porque es discutible. La mitad de la literatura dice que sí, la otra mitad dice que no, que no es prorrogable. Nosotros nos encontramos con el fideicomiso Campiglia y Pilay que en 2019 le quedaban 20 años por delante solamente y nosotros vendíamos un producto a 20 años. Entonces eso hizo que de antemano en 2017 empezáramos a analizar si podíamos ampliar el plazo del fideicomiso. Después de idas y vueltas, consultas, etcétera, y también consultas con el ente regulador que estaba más afín a que no se prorrogue el plazo, más allá de que era consciente que las dos literaturas existen (mitad dice que se puede prorrogar y mitad dice que no), nosotros ahí decidimos armar un nuevo fideicomiso.

Y ahí el primer punto se debe a un estudio de mercado que hicimos, y que hace poco estuvimos reunidos con la gente de Cifra y nos confirmaron. En enero de 2019 nos entregan un estudio de mercado donde nos dicen que solamente 22.000 uruguayos podían ahorrar a plata de hoy \$ 18.000 por mes. Entonces dijimos “wow tenemos un mercado chico”. Si ese número lo llevabas a unos \$ 9.000 mensuales te ibas a unos 100.000 uruguayos. Y cuando te vas a gente que tiene capacidad de ahorro, prácticamente la mitad de la población económicamente activa puede ahorrar. Ósea alrededor de 700.000 y pico pueden ahorrar o ahorran algo. Entonces ese fue el primer disparador que nos llevó a decidir lanzar un monoambiente con una cuota más chica, cercana a estos \$ 10.000, para que se nos incremente nuestro mercado objetivo en cinco.

Después nos encontramos que teníamos muchos clientes nuestros que tenían ahorros pero no capacidad mensual. Tenían 10.000, 20.000 o 30.000 dólares y querían ahorrar con nosotros y nosotros les decíamos “no, no tengo nada”. Entonces nos propusimos ponernos a analizar más en profundidad el mercado inmobiliario. Nosotros sabíamos que en su momento habíamos tenido un producto disruptivo como el “ladrillo”, pero queríamos analizar más en profundidad.

Analizamos el primer punto que era cómo se compra un inmueble. El 95% de los inmuebles, dejando de lado Campiglia y Pilay, se compran con deuda. El 5% restante, y capaz que menos, son personas que deciden pagar la totalidad del inmueble en el mes cero de obra o en los primeros meses de obra. Personas que probablemente decidan convivir con el riesgo que eso implica, por la rentabilidad que le ven. El resto, más allá que tenga los 90.000 dólares en su cuenta bancaria, prefieren pagar en avance de obra.

Entonces el primer punto que nosotros vimos fue que queríamos que la gente pueda comprar sin deuda. Porque a la gente que tiene la plata se le suma la que no la tiene pero dice “sé que voy a ganar esto mensual y me comprometo a pagar esto durante la obra”. Y después también tenés financiamiento del desarrollador o financiamiento bancario. Pero la mayoría de las unidades se pagan de esta manera, es decir, la mayoría asume deuda. Entonces dijimos “intentemos cambiar este concepto, vamos a eliminarlo”.

El segundo concepto que quisimos eliminar es el riesgo de que el resto no pague. Cuando vos analizás la torre “Trump” en Punta del Este, es el claro ejemplo de que no importa el nivel socioeconómico de la torre, puede tener gente que no te pague o que la torre no camine. Entonces la única forma de que vos puedas disminuir ese riesgo es que lo logres atomizar. Que vos en vez de tener que buscar una persona que tenga 90.000 dólares, puedas buscar 90 personas de 1.000 dólares. Entonces de esa forma vos sabés que tu riesgo disminuye enormemente.

El tercer paradigma que nosotros vimos es el riesgo que tiene el inversor tradicional. Porque en general, el desarrollador o el constructor no tiene un ente controlador o un control estricto que controle qué se está haciendo con el dinero. Entonces nosotros en base a eso dijimos “la figura tiene que ser un fideicomiso financiero de oferta pública para que siga habiendo calificación de riesgo, para que existan auditorías trimestrales, para que esté supervisado por el Banco Central”. Es decir, ciertas cosas que hacen que la inversión en inmuebles sea todavía más segura, más allá de un inmueble, ósea más allá del tangible.

El cuarto paradigma que nosotros también vemos en las inversiones es que es fundamental la diversificación, o uno de los parámetros esenciales. Y una persona que tenía 90.000 dólares en Uruguay tenía que comprar todo en una misma ubicación. Entonces lo que nosotros entendimos es, qué pasa si la persona compra diez metros en Parque Batlle, diez metros en Parque Rodó, diez metros en Malvín por ejemplo, y que realmente pueda diversificar su inversión en inmuebles, con el mismo capital.

En base a eso nosotros empezamos a diagramar el producto M2, donde entendimos que la persona tenía que comprar en base a unidad de medida, que la unidad de medida tenía que ser medio metro. Y también entendimos que existe un montón de personas que quieren comprar en inmuebles pero no quieren nunca en su vida recibir la unidad ni tener un inquilino. Lo que quieren es: “Vos desarrollador me vas a vender esta unidad, y cuando termine la obra me la vas a vender y me vas a poner esa plata en otra obra”. Eso generalmente en el mercado no sucede. Nosotros quisimos atacar también ese punto.

Entonces con M2 se abarcaron dos procesos claves. El primero es que hay inversores que pueden invertir en lo que nosotros denominamos “opción simple”, que actúa similar a lo que es un bono. Es decir, yo hoy compro medio metro, tengo que esperar un tiempo equivalente a lo que dure la obra, más seis meses para el primer pago, más seis meses para el segundo pago. Ahí, no importa qué suceda con esa unidad de referencia en la que invirtió, tiene asegurada una fecha de cobro actualizado por el ICC.

Otra de las cosas que nosotros también entendimos es que la moneda de cambio tiene que ser pesos y ajustada por ICC. Hoy cuando uno mira muchos de los emprendimientos o alternativas te encontrás que existe un desfasaje, hay gente que vendió unidades en el pozo en dólares en enero y hoy está un 20% abajo. Entonces ahí nosotros también estamos innovando, porque las unidades no se venden en base al ICC.

Entonces nosotros por un lado planteamos esta alternativa que sería como un bono, que está relacionado con el otro producto que nosotros tenemos que es “ladrillo” donde la gente paga del ahorro mensual. Entonces con los aportes de estos clientes “M2” se adelanta a la construcción, a los clientes “ladrillos” que aportan mensualmente, y con los cuales nos aseguramos que tenemos compradores para esas unidades.

Ahora, por otro lado, damos un paso más porque creemos que la “opción mixta” abarca la necesidad de compra que tiene el consumidor en general. Todos queremos poder comprar a nuestro ritmo. Y que pueda fijar yo si efectivamente me quedo o no con la unidad y que también pueda tener una lógica en base al precio. Entonces, la idea es que el cliente vaya comprando metros, hoy cinco metros, mañana diez metros y así sucesivamente. Hasta que en un momento, si tenés los 40 metros y te querés quedar con una unidad te la podés quedar. Pero sos vos quien elegís cómo comprar esos metros.

12. Puede pasar que tengan los fideicomitentes “M2” asociados a una unidad de referencia pero que no tengan un fideicomitente “ladrillo” para adjudicarle esa unidad y tengan que salir a venderla al mercado?

Si pusimos la “opción simple” tenemos la obligación de adjudicársela al fideicomitente “ladrillo”. A la hora de las licitaciones tenemos dos tipos de licitaciones: por dinero y por puntos, como hablábamos. Y contractualmente, si la licitación por puntos queda desierta, se adjudica al contrato más antiguo y en el caso de empate a la persona de menor edad. Entonces en realidad siempre se va a terminar adjudicando porque en el producto “ladrillo” yo tengo una obligación de cierta entrega mensual o anual de unidades. Entonces de esa manera nos evitamos el riesgo de que no se pueda llegar a adjudicar.

Sí además tiene que tener una lógica, si yo tengo 100 clientes “ladrillos” no podría poner como “opción simple” 130. Entonces, con respecto a la opción simple, tiene esa particularidad de siempre ajustada por ICC.

En la opción mixta tenés tres escenarios. El primer escenario es que vos juntes metros y te quedes con una de las unidades que invertiste. En ese caso es importante tener en cuenta que tenés un derecho de privilegio sobre la unidad que vos invertiste. Ósea, si yo invertí cinco metros sobre determinada unidad y otro fideicomitente “M2” se quiere quedar con la unidad, pero ese otro fideicomitente no tiene metros en esa unidad, más allá que haya comprado 25 en otra y yo tengo solamente 5 en esta, yo tengo un derecho de privilegio.

Dentro de los que invirtieron en la misma unidad, el que tiene más metros es el que tiene un derecho de privilegio mayor y si hay empate en la cantidad de metros se hace una licitación entre esos dos para ver quién se queda con la unidad. Y con el sobreprecio que se pague se benefician el resto de los inversores.

En el supuesto de que un fideicomitente “M2” se quiera quedar con la unidad y sea el que mayor metros tiene, va a pagar el valor de los metros actualizados por ICC y a su vez va a tener que pagar una cuota de adjudicación como una forma de poder ajustar la diferencia de valor entre un planta baja y un piso diez. Inicialmente todos los metros valen iguales, pero aquella persona que se quiera quedar con el inmueble va a tener que pagar lo que nosotros denominamos “cuota adjudicación” que es una forma de regular la diferencia de valor. Pero siempre tiene un tope que no puede superar el valor de mercado.

También tenemos una particularidad que al estar dentro del fideicomiso y las unidades construirlas nosotros no tenés comisión inmobiliaria y no tenés gastos de ocupación. Es decir, tenés cierta eficiencia o ciertos sobrecostos que se acostumbran en la inversión inmobiliaria que estarían desapareciendo.

Entonces, en la “opción mixta”, como para repasar, una alternativa es que la persona se quede con la unidad y tiene que aportar los metros que le faltan. Una vez que nosotros recibimos la plata de ese fideicomitente, nos damos vuelta y vemos a cada uno de los que aportaron en esa unidad y nos fijamos si están embargados, si tienen sucesión, etcétera. Y en base a cada uno de los certificados de participación les vamos devolviendo. Por eso hay una aclaración jurídica importante que es que la persona lo que tiene es una unidad de referencia. Es decir, la persona cuando invierte, y todos los que invierten metros ahí, no son dueños de esa unidad. Ósea tenemos certificados de participación sobre el patrimonio. Entonces eso hace que más allá de que invirtieron un montón de personas, la suerte de esa unidad está libre. Entonces, cuando alguien se la quiera quedar no se va a ver afectado por lo que pueda haber pasado con los certificados de las otras personas que invirtieron. Ahora, las otras personas que invirtieron obviamente podrían tener que esperar un tiempo más en recuperar su plata si tienen una sucesión en el medio o están embargados.

Si el fideicomitente, independientemente de la cantidad de metros que tiene, decide no quedarse con la unidad, va a recuperar su capital actualizado en base al ICC porque otro se la quiere quedar. En el caso que ninguno de los que invirtieron en metros se quiera quedar con esa determinada unidad, esa unidad se sale a vender al mercado. Y en ese caso los fideicomitentes en vez de recibir en base al ICC, lo que van a recibir es en base al precio de mercado. Ósea si la unidad se vende en 100.000 y el costo constructivo terminó siendo 90.000, vos vas a recibir tu porcentaje, menos gastos administrativos, en base a eso. Por lo tanto podés recibir un valor mayor al ICC, puede llegar a ser igual al ICC, y en el peor de los casos podría ser inferior.

Ahora hay un punto importante que yo siempre digo, el peor escenario para un inversor de M2 es tener un inquilino. Porque nosotros si una unidad vemos que se demora en vender la alquilamos y vos vas a recibir semestralmente un alquiler por tu medio metro o tus cinco metros, lo cual también vuelve mucho más accesible la inversión en inmuebles porque vos podés tener un inquilino teniendo solamente tres metros, algo completamente disruptivo.

En base a todo esto y a esta idea generamos una reunión con Banco Santander, la cual fue antes de lanzar el producto. Tuvimos varias reuniones y ellos encontraron que este producto rompía un poco el paradigma general. El Banco Santander tiene inversores de la banca “Select”, que son aquellas personas que tienen un patrimonio de 100.000 dólares invertidos con el banco, y a los inversores de la banca “Private Banking”, que son los que tienen un patrimonio de 500.000 dólares invertidos en el banco. Si cumplís cualquiera de esas dos características podés invertir con el Banco en M2.

Ósea es la primera vez, y esto es importante, que el Banco está ofreciendo una inversión en inmuebles para este tipo de inversores. No es una financiación bancaria. Hasta ahora la industria inmobiliaria decía “te financia Santander para comprar”. Acá estamos en la otra vereda. El Banco Santander ofrece a sus inversores que inviertan en M2. Es completamente diferente.

Como sucede con cualquier fondo el Banco Santander cobra una comisión por cada colocación en M2. Y eso te sucede con cualquier alternativa. Y el cliente Santander que cumple con estas características tiene un plus, tiene un ICC más un porcentaje del 2%. Esto hace que el producto sea extremadamente atractivo, porque por ejemplo, en este primer semestre de enero a julio el ICC te está dando un 8,51% y si le sumas este 2% estás en un 10,51%. Entonces realmente a nivel de Banco es un diferencial grande.

A nivel de dólares le estás dando casi un 20% en dólares porque el dólar bajó un 10% y el ICC más el 2% te está dando un 10% arriba. Entonces eso hace que sea un producto realmente atractivo. Es la primera vez que el Banco distribuye un producto financiero de oferta pública, no hay antecedentes en Uruguay, no sé si en el mundo.

El Banco a nivel mundial no tiene otro producto igual a este. Es más, nosotros tuvimos que pasar aprobación de Santander local y de casa matriz, ósea no solamente de Uruguay. Obviamente estamos dentro de un acuerdo de confidencialidad y todo, estos son los aspectos generales. Pero realmente es bastante innovador el acuerdo que se consiguió con el Banco. A nivel general no existe algo parecido ni un producto parecido a esto. Me parecía que valía la pena ampliar lo que tiene que ver con el Banco, porque no es simplemente alguien que está comercializando algo, sino que es un acuerdo mucho más global lo que se consiguió.

Te sumo algo más que también es novedoso, el cliente va a poder tomar un préstamo sobre su certificado de participación, lo cual tampoco es común en plaza. Es decir, vos podés tener 20 metros y el banco te va a prestar para que vos puedas comprar otros 20 metros que te faltan y de esa manera puedas adquirir el inmueble. Entonces la parte normal del inmobiliario también estaría incluida. En general se hace sobre promesa de compraventa, etcétera, y acá en realidad la figura del certificado de participación también estaría validada por el Banco para dar préstamo.

13. Insistías con esto de que para el inversor el tema de que fuera un fideicomiso significaba una inversión más segura por todo el tema de la auditoría, comité de vigilancia, etc. Considerando el poco desarrollo que tiene en el país el mercado de capitales, en la práctica cuando ofrecen el producto del fideicomiso al inversor minorista uruguayo, este valora esos beneficios y este instrumento como más seguro?

Cuando lanzamos en 2009 obviamente había un gran desconocimiento sobre la figura del fideicomiso. Nosotros éramos conscientes del diferencial, porque en la mayoría de los emprendimientos está todo a nombre del administrador, por lo tanto cuando vos invertís en un desarrollo tradicional, quiebra el constructor y te pueden embargar la obra. Entonces acá al estar en un fideicomiso, está en un patrimonio independiente del administrador. A la hora en que nosotros le transmitimos eso a la persona, genera una gran tranquilidad.

Vos me podés discutir que el Banco Central cumpla su función o no, pero preferís que supervise donde vos estás invirtiendo en vez de que no lo supervise. Vos me podés discutir si una calificación de riesgo es importante o no, me podés decir “mira a Lehman lo calificaron con Triple A y al otro día cayó”, pero yo prefiero que tenga una calificación de riesgo y que me digan grado inversor y que alguien esté analizando qué hace esta gente. Que haya una auditoría trimestral y haya un auditor que esté velando por lo que hacen con mi dinero a mí me genera mucho más tranquilidad, que me des un sellito y me digas “tu plata está invertida acá”. Sumado a que nosotros tenemos un plus al estar todo en activos reales.

Yo siempre le digo a la gente que más allá de todo esto y del fideicomiso, calificación, etcétera, la gran garantía que tiene la persona es que va con su autito, pasa por la obra y puede ver si está avanzando o no, y qué estamos haciendo con su dinero.

Entonces, nosotros creo que en el tiempo hemos ido llevando a que la persona empiece a valorar esta figura. Hay muy poco fideicomiso para minoristas. Es más, nosotros desde el punto de vista minorista, este segundo fideicomiso “M2 Pilay Uruguay” es el más grande de todos pensado para minoristas, y el anterior también porque en general está todo hecho para mayoristas. Ósea, la mayoría de los fideicomisos son para las AFAP o para las compañías de seguros. Entonces los fideicomisos financieros de oferta pública están pensados de esa manera. Ahora hay un limitante que en realidad el 25% del fideicomiso se tiene que vender a minoristas, pero no hay un producto 100% pensado para el minorista.

Nosotros creemos que a la gente cuando se lo explicas, se da cuenta de las garantías que tiene estar así en vez de la forma tradicional de inversión. Y creo que también es una de las razones por las cuales la persona confía en aportar su dinero donde en algunos casos es de acá a 20 años. Porque yo te digo que en 20 años te voy a dar un inmueble. Ahora te pregunto a vos, en qué empresa hoy del mundo invertirías la plata y pensás que va a estar dentro de 20 años? Probablemente en ninguna, porque no se si Apple va a estar dentro de 20 años, no se si Tesla va a entrar dentro de 20 años. Entonces el grado de confianza que uno tiene que dar, sin lugar a dudas si la seguridad jurídica atrás no genera cierta tranquilidad, vos vas a estar mucho más dudoso de dar tus ahorros. Por eso creo que si la figura fuera otra probablemente sería mucho más difícil captar ahorro de las personas.

14. Están en la Bolsa de Valores de Montevideo o en BEVSA?

Estamos en Bolsa de Valores de Montevideo en el primer fideicomiso y en BEVSA en el segundo fideicomiso. Estamos sin cotización bursátil. Somos un fideicomiso financiero de oferta pública pero sin cotización bursátil.

La mayoría de los fideicomisos de oferta pública, va en realidad la mayoría no, deben ser todos salvo nuestros dos fideicomisos, toda la comercialización de los fideicomisos financieros de oferta pública se hace a través de corredores de bolsa y se abre un día de apertura y se colocan todos los certificados, podés tener más de una apertura en el tiempo. M2 tiene varias diferencias. Somos los únicos dos fideicomisos, Campiglia y Pilay y M2, en los cuales la emisión es diferida, y la emisión es diferida durante 30 años. Cobro y en base a eso abro y emito.

Y el segundo punto es que somos un fideicomiso de oferta pública, estamos habilitados para hacer cotización bursátil pero no utilizamos el canal. No lo estamos utilizando. Nosotros hacemos colocación privada a través de nuestros mismos asesores. Entonces es como que nos salteamos esa parte. Principalmente porque es un producto, por ejemplo el producto “ladrillo”, que tiene “n” variables. Ósea depende si la persona está adjudicada o no, depende de la cantidad de cuotas, etc. Hay tantas variables en el medio que hace que la cotización sea fuera de lo común.

Con respecto a M2, nosotros entendemos que se podría cotizar y podría figurar en la tabla general. Es algo que estamos viendo con BEVSA para que cotice, pero sin transacción. Nosotros hoy no buscamos que los corredores de bolsa comercialicen este producto. Ósea el único que podría comercializar, o el único que queremos que comercialice aparte de nosotros, es Santander. Entonces viene un poco por ahí.

15. Por qué elijen este modelo de negocios del fideicomiso financiero donde adoptan el rol de fiduciaria? Qué beneficios encuentran frente a la alternativa de ofrecer al mercado cada proyecto por el sistema de ventas de unidades tradicional?

Es un poco lo que hablamos. La ventaja que vemos es que se encuentra todo en un patrimonio independiente del administrador y del constructor. También vemos que está todo dentro de un mismo negocio, que no tenés que armar cada sociedad específica. Yo estoy planteando un negocio de volumen donde tengo un montón de clientes, entonces si yo por cada obra en particular armara una sociedad es un lío. Sería mucho más complejo, es mucho más riesgoso para el inversor. Impositivamente seguramente sería más complejo.

La única contra que nosotros tenemos hoy es que no entramos dentro de los beneficios directos de vivienda promovida porque no somos una única obra. Como el fideicomiso tiene todas las obras adentro, quedamos en una línea gris. Es lo único en que nosotros nos vemos perjudicados. Pero bueno, después el resto en realidad lo vemos como una fortaleza y por eso elegimos esta figura.

16. La demanda de certificados de participación en el segundo fideicomiso viene en línea con lo proyectado? Para los dos tipos de productos (“ladrillos” y “M2”)?

Viene en base a lo proyectado. Por ahí hay veces que el entusiasmo te pierde un poco el foco de la realidad. Nosotros en M2 a la fecha llevamos más de 20 millones de pesos vendidos en metros cuadrados, con una particularidad que es que el producto se lanzó el 23 de marzo sin publicidad, y la primera publicidad salió recién a mediados de agosto. Cuando contamos eso, porque nos ha pasado con la calificadora, nos ha pasado con los auditores, cuando contamos que ya llevamos 20 millones de pesos la gente se sorprende. La gente está más sorprendida de lo que estamos nosotros al respecto, porque vos estás creando una categoría nueva, completamente nueva, es un producto sin referencia a nivel de mercado, rompe los paradigmas habituales.

Obviamente esto genera todo un trabajo, genera un trabajo de posicionamiento. Nosotros también estamos en un posicionamiento nuevo como fiduciaria en el cual está Pilay solo, entonces todo eso también lleva un tiempo. Pero yo te diría que en líneas generales nosotros consideramos que con lo que tiene que ver con “Metros” estamos muy bien, ósea estamos dentro de lo proyectado. Y nuestro objetivo es terminar el año llegando a los 40 millones de pesos a través de “Metros”, lo cual vemos factible y realmente creo que sería un éxito. Porque ya a esta altura tener tres unidades completadas y tener las otras unidades más o menos en la mitad es un punto bastante importante. Tener ya a los primeros inversores de Santander que invirtieron, eso para nosotros también es un punto. Porque obviamente cuando vos te encontrás con personas con mayor capital, las opciones comparativas son enormes, entonces competís contra un montón de otros productos de inversión, a nivel mundial obviamente.

Obviamente que esto lleva un tiempo, entonces te diría en “Metros” súper bien, estamos contentos. Con respecto a “Ladrillos”, también consideramos que estamos dentro del ratio normal, es decir llevamos recaudado más o menos lo mismo, alrededor de unos 25 millones de pesos. Ósea entre los dos estás alrededor de unos 45 millones a la fecha, a mediados de agosto.

Entonces, en líneas generales bien. A nivel de “Ladrillos” si no me equivoco estamos en 200 y algo ya de contratos, lo cual nos genera una obligación de construir 200 departamentos. Y con respecto a “Metros”, si no me equivoco estamos alrededor de unos 200 y algo de metros vendidos. Entonces te diría en líneas generales bien.

Nosotros ahora estamos sobre sobre algo más avanzado, es decir, al no tener un desarrollador o constructor ligado específicamente, eso genera ventajas y desventajas. La desventaja obviamente que no tenés la confianza que puede generar el constructor en el nombre, pero por el otro lado se empieza a entender mucho más que el producto, o lo que hace Pilay, es 100% financiero constructivo. Y obviamente en cada obra que nosotros hagamos tenés un constructor de renombre que puede ser en alguna Campiglia, ahora en la primera es Norte, que está en la misma categoría. Así que bueno, sería un poco eso. Te diría que en líneas generales nosotros estamos conformes. Obviamente uno siempre quiere vender más, pero estamos conformes.

17. En su página web de M2 se diferencian del crowdfunding tradicional, cuáles son esas diferencias y similitudes que identifican? Cómo viene siendo su experiencia en este segmento? Entienden que la regulación actual en esta materia es conveniente o la encuentran limitante?

Con respecto al crowdfunding, a nivel de regulación nosotros consideramos que es limitante para levantar un edificio, porque el monto máximo si no me equivoco es 1 millón de dólares anuales, por lo tanto no va a poder levantar nunca un edificio. Y también tiene limitado lo que puede invertir una persona, creo que eran 15.000 dólares por persona o algo así. Entonces, ambas cosas obviamente limitan. Ahora también a nivel regulatorio yo considero que es lógico, porque vos estás tomando dinero de personas a través de una plataforma sin tanto control. Para mí permitir que vos puedas fondear cinco o diez millones de dólares debería estar regulado. Es decir, debería aumentarse la regulación para que a vos te permitan recaudar de esa manera. Más allá de que en otros lugares del mundo en el crowdfunding, y específicamente en el crowdfunding inmobiliario, levantan muchísima más plata.

Con respecto a la diferencia con el crowdfunding inmobiliario. El crowdfunding inmobiliario en general, por ejemplo una de las plataformas a mi entender más relevantes del mercado mundial, Houser, que es una plataforma española, esta plataforma de crowdfunding inmobiliario ha financiado un montón de proyectos. Han recaudado a la fecha miles de millones de dólares. Pero la particularidad que tiene es que son intermediarios. No son los que construyen. Por lo tanto, lo que hacen es unir puntos. Ósea, está el inversor minorista, están ellos en el medio y después está el desarrollador inmobiliario que quiere que le financien la unidad. Entonces a vos lo que te prometen es “vos invertí acá desde 300 €”, que está puesto como límite mínimo, “y una vez que su unidad se venda, vos vas a recibir tu capital”. Y se manejan de esta forma. O el desarrollador se compromete a pagártela en “x” tiempo. Y en base a eso te da una rentabilidad. Ahora, el riesgo que ahí corrés es que puede ser que el desarrollador no termine la obra, no tenés un control sobre el desarrollador, es decir sobre lo que está pasando ahí vos no tenés un control, vos simplemente estás invirtiendo sobre la plataforma y estás asumiendo parte de riesgo. Ahora ellos avanzaron también con un tema como de una hipoteca sobre lo que se financia, como para darle un poco más de garantía.

Como hoy está centrado el crowdfunding inmobiliario, tendría una similitud con la opción simple, pero la gran diferencia de nosotros con eso es que en la opción simple yo te digo “en la cuota 36 vos recibís tu plata”. No hay ningún crowdfunding inmobiliario que te diga a vos en la cuota 36 recibís tu plata. Porque todos están atados a incremento de capital. Es decir, fondeamos esto y en base a lo que se venda vos vas a recibir tu plata. Yo acá te digo “en base al índice de costo constructivo vos vas a recibir tanto”. Entonces ya en la opción simple desde el vamos tenés una diferencia grande con el crowdfunding.

La otra diferencia que nosotros tenemos es la figura jurídica, somos bastante más seguros que una plataforma. Y al ser también nosotros los constructores y los desarrolladores, ósea los que estamos atrás de todo el negocio, el grado de control es aún mayor. Por lo tanto, se te escapan mucho menos cosas.

18. Ese último punto en el crowdfunding también muchas veces se da, no? Que sean los mismos los que venden que los que desarrollan.

Sí podés llegar a tener en algunos casos que puede llegar a ser el mismo. Ahora, el problema que tenés ahí radica en el control. Ósea en general son los mismos pero no hay un tercero controlándolo. Por ejemplo, Simple Estate que están en Argentina, por lo que leí son ellos mismos atrás los que desarrollan los inmuebles que te financian a través de la plataforma, o alguno de los inmuebles porque están financiando también una unidad en Punta del Este y en el otro lado. Pero claro ellos armaron un fideicomiso de administración, están ellos atrás. Un fideicomiso de administración no te genera un ente regulador controlándolos. No es lo mismo que un fideicomiso financiero, ahí creo que hay un diferencial.

Y después ninguno de los otros crowdfunding del mundo está centrado para que alguien compre metros y se pueda quedar con la unidad. Analices el que analices, en ninguno te dicen “si vos te querés quedar con la unidad es tanto”. No está pensado así. Entonces ahí creo que nosotros también tenemos un diferencial grande con el mercado.

También otro de los puntos es la unidad de medida, en base a medio metro cuadrado. Nosotros avanzamos en base al concepto de medio metro cuadrado porque queremos que la persona sienta la misma sensación de una persona que hoy compra un Bitcoin. Una persona que hoy compra Bitcoin invirtiendo mil dólares te dice “yo tengo Bitcoins”. Ahora el Bitcoin vale 20.000 dólares. Entonces nosotros en metros cuadrados pensamos exactamente igual, que vos compres la unidad de medida de medio metro cuadrado, pero que sientas ese grado de pertenencia, que eso también es tuyo y si te lo podés quedar, te lo podés quedar. Y si querés un préstamo, también lo podés tener.

Y después otro diferencial grande es tener una figura como un banco atrás que haya analizado el producto y que lo esté comercializando. Eso a nivel mundial que yo sepa, no hay otro. No hay ningún crowdfunding que tenga un banco atrás financiándolo. Y ahí te habla también de lo que tiene que ver con la figura jurídica y la garantía.

Entonces, principalmente estarían ahí las diferencias. Ósea, aseguramos el retorno en un caso y que tenemos centrado en que vos puedas llegar a comprar el inmueble, sumado a que las garantías son mayores.

19. Comentarios finales o algo que quisieras agregar?

Nosotros consideramos al producto un producto innovador, por eso nos hemos presentado en varias competencias de innovación. Estamos ahora compitiendo en PWC en un evento de innovación y ya pasamos la primera etapa. Se anotaron creo que 46 y quedaron 36, que fuimos los que cumplimos con todos los requisitos. Y ahora se viene la etapa de los finalistas y los ganadores en octubre y bueno, esperemos terminar bien.

Después nos anotamos en la Copa del Mundo de Emprendedores, que lo estaba comunicando Ande y ANII. Ahí competís con 300.000 empresas a nivel mundial. Primero se definen ciertos ganadores locales para después ir a Arabia Saudita a la etapa final. Ahí presentamos todo, cumplimos con los requisitos a nuestro entender de lo que tiene que ver con la innovación, y estamos esperando una devolución al respecto. Después estamos también viendo con el BID Lab, que es una fundación dentro del BID que promueve proyectos innovadores a nivel mundial en diferentes tipos de rubros en los cuales nosotros entraríamos dentro del rubro de desarrollo social e inmobiliario.

Estamos dentro de esa movida porque nosotros consideramos que en realidad venimos a cambiar radicalmente la forma de invertir en inmuebles de acá a futuro. Ósea por ahí puede sonar un poco soñador lo que voy a decir, pero yo me imagino que las personas a futuro no van a querer comprar más de la forma tradicional. Nadie va a querer comprar a través de deuda un inmueble, van a querer comprar a través de metros, libre, lo cual va a llevar probablemente a que desarrolladores vendan a través de metros. Ósea que diferentes desarrolladores de plaza vendan sus unidades a través de metros cuadrados, porque en general no se van a poner a armar un fideicomiso financiero con todas estas características, etcétera. Podrá haber alguno que lo haga.

Y también nos imaginamos en una tercera etapa, que es la más ambiciosa, que el minorista pueda vender también su casa. Ósea, una persona que tiene su casa que está terminada la pueda vender en la plataforma de Metros. Supongamos una persona que tiene una casa que vale 300.000 dólares, la posibilidad de que te la compren es bastante baja, en el sentido de que tenés muy pocas personas que pueden acceder a eso. Ahora, si buscamos trescientas personas con 1.000 dólares que inviertan es más fácil. Esas personas van a buscar una oportunidad. Esa casa que vale 300.000 dólares, el propietario va a estar dispuesto a venderla en 285.000 dólares porque se ahorra comisión inmobiliaria y porque a su vez adquiere una liquidez inmediata, cuando el inmueble no suele ser líquido, ósea en general demoras por ahí un año en vender una propiedad. Entonces también vemos ese camino, que estaríamos dándole un poco la vuelta de tuerca en base a lo que hace hoy Mercado Libre o Infocasas, en los cuales vos publicas inmuebles pero no venden. Es decir vos publicas tu casa, alguien te va a consultar, pero Mercado Libre a vos no te está vendiendo tu casa. Te podrá vender otras cosas, pero tu casa no te la vende.

Entonces nosotros nos imaginamos que a través de Metros la gente pueda vender su casa si quiere. Obviamente acá va a haber un tema de verificación de propiedad, y un montón de cosas que hay que ir afinando en el tiempo, pero es un poco de las tres etapas que nos imaginamos con el fin de democratizar la inversión en inmuebles y que cualquiera de las alternativas, tanto de unidades usadas, de unidades nuevas, en diferentes lugares, etc, pueda invertir cualquier persona. Yo de golpe tengo mil dólares y puedo invertir en inmuebles. Eso es un poco lo que nosotros buscamos a través de Metros.

Entrevistado: Ing. Diego O'Neill – Ex presidente de la Cámara de la Construcción y presidente de la Confederación de Cámaras Empresariales

Fecha: 8 de julio de 2023.

1. Qué tasa de rentabilidad requerida tienen los inversores que invierten en una sociedad desarrolladora de un proyecto inmobiliario?

Dependiendo del tamaño del proyecto, esta puede variar entre un mínimo de un 10% y un máximo de un 20%.

- 2. Cuando se acuerda canje de unidades, entre el desarrollador y la constructora o entre la constructora y un proveedor suyo por ejemplo, el comprador de la unidad obtiene una rentabilidad por la diferencia de precio en que toma la unidad y el precio de venta a un tercero cuando la misma esté terminada?**

Depende del poder de negociación del proveedor y de la forma de pago a través del canje.

- 3. Esta rentabilidad sería la misma que obtendría un inversor comprador aleatorio comprando en ese mismo momento y pagando en el mismo plazo?**

Como te decía anteriormente, puede ser pero depende del poder de negociación del proveedor.

9.3.2. Entrevistas a representantes del sistema bancario

Entrevistado: Ec. Tomás Cayota – Responsable de Banca Inmobiliaria de Banco Santander.

Institución bancaria a la que representa: Banco Santander.

Fecha: 6 de julio de 2021.

1. Financian proyectos de desarrollos inmobiliarios?

Sí, somos los líderes de los bancos privados, los que acaparamos la mayor parte del mercado. Hay otros bancos que están más focalizados en el segmento ABC1 (clase media – alta) pero nosotros tratamos de atacar todo. Específicamente en todo lo que es vivienda promovida somos el banco que está más presente.

2. Cuáles son las condiciones que exigen al proyecto?

Uno de los puntos más importantes es la persona que está por atrás del proyecto, quién es el desarrollador. Se hace un análisis de compliance sobre los accionistas. El rubro inmobiliario es de riesgo alto para el banco de acuerdo al BCU. Exigimos entonces que todo el análisis de compliance esté ok, que el desarrollador tenga alguna experiencia (generalmente no financiamos a un desarrollador que sea un par de amigos que se juntaron y por primera vez se van a poner a hacer un edificio), les pedimos un track record o por lo menos que sea alguien del rubro por ejemplo una empresa constructora.

El terreno tiene que ser comprado y aportado como equity por parte del desarrollador, nosotros no financiamos la compra del terreno. Financiamos parte de los costos directos de obra. No tomamos en cuenta los costos indirectos (costos notariales por ejemplo). Después se analiza el proyecto y pedimos determinados tipos de garantías. Hay un modelo estándar que se le pide a los desarrolladores que es un detalle del proyecto: qué tipo de viviendas, tipologías de los apartamentos, cuál es el costo de obra directo e indirecto, se le pide un flujo de fondos en el cuál se vean las necesidades de financiamiento. Lo estándar es un 30% preventa, 30% banco y 40% accionistas. Si bien por política tenemos que podemos financiar hasta un 70% del costo de obra directo, la realidad es que nunca pasamos del 45% como máximo y desarrolladores que trabajan hace tiempo con el banco y tienen mucho track record.

Otra cosa importante que miramos es cómo va a ser la comercialización del proyecto, la experiencia anterior o si son más nuevos que haya inmobiliarias en el medio. Para todos los proyectos inmobiliarios pedimos un informe de Villamide que es un consultor independiente que hace un informe de mercado que dice si a su juicio y de acuerdo a su experiencia los precios de venta son razonables, que la tipología de las unidades tenga salida rápida al mercado o no. Y también solicitamos un informe de Tasar que valida los costos de obra. Tasar después también nos valida los avances de obra.

En nuestra estructura de garantías que pedimos a todos los desarrolladores están las hipotecas, fianza de los accionistas y cesión de saldos de ocupación por el 50% de la línea. Las hipotecas por el 125% de la línea y tratamos de que esté bien distribuido en varias unidades. A medida que se van vendiendo esas unidades vamos liberando las hipotecas.

Adicionalmente lo que pedimos para entrar a un proyecto es un 30% de ventas (en valor de las unidades), para asegurarnos un éxito comercial, y un 30% de avance de la obra. Los desembolsos del banco más o menos son equivalentes a tres meses del costo directo de obra. A partir de que el banco desembolsa empieza un régimen de pari passu. Si el banco por ejemplo aprobó financiar un 40% del proyecto, esa misma paridad se tiene que ir manteniendo a lo largo del proyecto. Ponemos 40 y el otro 60 lo tenes que poner ya sea mediante ventas o equity para que nosotros podamos volver a desembolsar. El banco no quiere que cuando termine de poner la plata todavía falte financiar un 30% y quede un esqueleto del edificio. El banco quiere que cuando termine de poner la plata se esté terminando el edificio. Los avances se los va certificando Tasar.

3. Qué información solicitan para el estudio del proyecto? Tiene un costo?

Cada uno de los informes tiene aproximadamente un costo de U\$S 1.000 más IVA. El de Villamide U\$S 1.100 más IVA. El análisis de prefactibilidad que es el de Tasar U\$S 950 más IVA. Los controles de avance de obra de Tasar U\$S 500 más IVA. El estudio notarial para el contralor de la hipoteca ronda un 0,40% sobre el monto de la hipoteca más IVA. También están los honorarios profesionales del agrimensor que es el que firma los planos para presentar al banco y entrar dentro de la ley. Y después hay una comisión de estructuración que ronda entre el 0,5 y 1% del monto de la línea con un mínimo de U\$S 10.000. Por eso para montos chicos quedamos un poco pesados, quedamos un poco por fuera del mercado. Estos costos los cobramos a todos los desarrolladores. A veces cuando son desarrolladores con mucha trayectoria y experiencia tenemos un poco más de cintura en los porcentajes que les exigimos para entrar, por ejemplo en vez de exigirles un 30% de ventas y avance de obra les pedimos un 20%. Son excepciones. Todos los demás informes y demás se le piden a todos los proyectos.

4. En el desarrollador valoran su experiencia o trayectoria?

Es clave. Valoramos más eso que a los accionistas. El desarrollador es la cara visible y a quién le estamos prestando, por más que después en cada uno de los proyectos haya diferentes accionistas ya sean conocidos, amigos, inversores que consigue el desarrollador. Con quien tenemos el trato es con el desarrollador.

5. Si se trata de un fideicomiso al costo, qué otros requisitos o aspectos evalúan?

No podemos financiar fideicomisos al costo porque no hemos encontrado la forma de hacer una hipoteca, no se puede hipotecar. Porque en los fideicomisos al costo no hay compromiso de compraventa. No encontramos la forma jurídica de poder hipotecar. Por eso no pudimos financiar proyectos que fueran fideicomisos al costo.

6. Y en un fideicomiso financiero?

Financiamos proyectos de sociedades de fideicomisos financieros. Las condiciones son las mismas. Inclusive tienen menos riesgo porque los fondos ya están asegurados porque ya los integraron las AFAP o quien sea y solamente piden deuda para mejorar la TIR del proyecto. No necesitan los fondos para terminar la obra.

7. Cómo fijan las tasas?

Tenemos un costo de fondos que está asociado a determinadas tasas de referencia. En dólares por ahora la Libor, que va a desaparecer. En general cotizamos variable, Libor más un spread determinado que va a depender del proyecto, de la experiencia, pero en general anda en libor más 4%. Ósea hoy en día es aproximadamente 4.25% porque la libor está muy baja. También hemos financiado a tasa fija. Se cotiza igual, libor más spread, pero se deja fija en lo que esté la libor en el momento cero. En este caso se agrega un commitment fee sobre la línea no utilizada porque el banco para mantenerte la tasa fija tiene que salir a fondearse. La idea es no aprobar líneas que después no se usen porque el banco tiene costos (de trabajo, de fondearse). El commitment fee es un desincentivo a aprobar líneas que después no se usen. Entonces el cliente puede elegir entre la tasa variable o la tasa fija más el commitment fee. Hoy en día la mayoría prefiere tasa fija porque la libor está en mínimos históricos entonces solo se espera que suba. A veces lo que se hacía era tasas variables con un techo y con un piso. También depende del plazo. Si financiamos en UI se usa como referencia la curva CUI de la bolsa de valores. Es lo que asimilamos a nuestro costo de fondos, porque podríamos comprar bonos o letras del tesoro en vez de prestarle a una empresa.

8. Tienen establecido un tope máximo dentro del proyecto a financiar? Cuál es?

Teóricamente el 70% pero en la práctica no he visto más del 50%.

9. El banco tiene establecido un límite para el financiamiento al sector inmobiliario? Cuál es?

No. Es muy cíclico. En momentos en los que la economía se está reactivando es lo primero que rebota y cuando la economía se está contrayendo es lo primero que se achica. La cartera del Santander del sector inmobiliario debe andar en los 60 o 70 millones de dólares.

10. Cómo mitigan los riesgos?

Los porcentajes de entrada que pedimos que son el 30% de avance de ventas es para mitigar el riesgo de comercialización y el 30% de avance de obra para mitigar el riesgo de construcción. Con la cesión de saldos de ocupación por el 50% de la línea diversificas tu riesgo de crédito porque el riesgo pasa a ser la capacidad de pago de cada uno de los compradores. Y por último las hipotecas de las unidades. El pari y passu (ir poniendo los fondos en conjunto) también es una forma de mitigar el riesgo de que la obra no se termine. Y obviamente el conocimiento de los desarrolladores y la experiencia que tienen es clave en el éxito del proyecto.

Por la ley 16.760 que es la de propiedad horizontal, para poder hipotecar los cubos de aire antes de que este el edificio terminado y tenga el final de obra necesitan de un banco. Es por eso que firmamos los vales antes de que entren a catastro, si no no podemos hipotecar las unidades antes de que esté el final de obra. Por eso algunos clientes aunque tengan los fondos se nos acercan a pedir financiamiento para poder entrar dentro de la ley que les exige un préstamo bancario y entonces hacen con el banco una operación de back to back. El banco en este caso les exige que el préstamo bancario sea aprox. por el 20% del costo del proyecto. Se hace una hipoteca simbólica sobre un monto chico porque es parte de lo que exige la ley. Esto es lo que les permite a los desarrolladores vender durante la obra con hipotecas que si no no se puede.

11. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

No nos ha llegado, no sé bien cómo sería. No nos ha llegado ninguna propuesta.

12. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

Para nosotros es indiferente en el sentido que la estructura que terminen armando sea similar. Si está muy atomizado el paquete accionario en n inversores individuales se dificulta porque la responsabilidad de cada uno de los inversores se diluye mucho entonces no hay respaldo. A la hora de pedir fianza solidaria a los accionistas es inviable pedir algo así. Va a depender mucho de quién sea el promotor. Después hay que hacerle el análisis de compliance a todos los accionistas y por ese lado está difícil. El banco en todo lo que es apps viene unos pasos más atrás. En definitiva no es lo mismo tener fianza solidaria de accionistas que son solventes o no tener fianza solidaria, no tendría sentido en esos casos. Le tendría que pedir fianza al desarrollador mismo que no se si va a querer asumir esos riesgos. Lo veo difícil sobre todo hoy en día como está la normativa.

Entrevistado: Gerente y ejecutivo de cuentas de uno de los principales bancos de plaza que prefieren mantener sus identidades en confidencialidad. Para diferenciarlos se los identificará con las iniciales “F” y “S”.

Institución bancaria a la que representa: Confidencial.

Fecha: 29 de julio de 2021.

1. Financian proyectos de desarrollos inmobiliarios?

F: Sí.

2. Cuáles son las condiciones que exigen al proyecto?

F: Lleva un análisis crediticio. Se analiza la viabilidad del proyecto, los niveles de preventa y quién es el desarrollador y la empresa constructora.

S: El banco ha financiado desarrollos dentro de determinada zona de la ciudad. Entonces se analiza la ubicación del proyecto y por otro lado el promotor, y en este su experiencia y respaldo patrimonial.

3. Qué información solicitan para el estudio del proyecto? Tiene un costo?

S: Un flujo de fondos proyectado. Y se estudia el grupo accionario. Hasta acá sin costo. Una vez que el proyecto está aprobado se pide una validación del flujo presentado, un estudio de factibilidad que cuesta entre ochocientos y mil quinientos dólares, dependiendo del tamaño.

4. En el desarrollador valoran su experiencia o trayectoria?

F: Sí. Si es un promotor nuevo en el mercado que por primera vez va a lanzar un desarrollo propio, el Banco difícilmente lo financie. Salvo que tenga otro negocio que pueda garantizarte el repago. Si por ejemplo un súper empresario decide hacer un proyecto de cinco casitas, capaz que el banco lo hace porque tiene otra fuente de repago. Tiene mucho que ver con el análisis puntual de cada caso.

5. Si se trata de un fideicomiso al costo, qué otros requisitos o aspectos evalúan?

F: No hemos dado financiamiento a fideicomisos al costo. No lo hemos hecho pero si fuera un proyecto importante le buscamos la vuelta. Por ejemplo Carrasco Boating es un fideicomiso al costo que financió el Santander pero porque es un desarrollo de Lecueder.

S: Los bancos no damos financiamiento a fideicomisos al costo por diferentes razones. Por un lado porque nuestros asesores determinan que habría una contingencia fiscal, si un banco financia a un fideicomiso dejaría de ser un fideicomiso al costo. Por otro lado no hay un accionista con capital comprometido como en una sociedad tradicional, no hay un interlocutor para el banco. Por ejemplo hay compradores que pueden no querer el financiamiento bancario y otros sí.

6. Y si se tratara de un fideicomiso financiero?

S: En ese caso sí hemos financiado y no tenemos los inconvenientes que encontramos en los fideicomisos al costo. Hemos dado financiamiento tanto al fideicomiso financiero como a las sociedades anónimas del fideicomiso. El problema es con los fideicomisos al costo que no tienen un interlocutor válido.

7. Aprobado el financiamiento, qué garantías exigen?

S: Hipoteca del proyecto que se está construyendo bajo la Ley N° 16.760. El banco va liberando las hipotecas de las unidades a medida que se van vendiendo. También alguna garantía con relación al flujo de las ventas, por ejemplo cesión de créditos de las cobranzas. Muchas veces el banco financia las ventas ya realizadas sin asumir el riesgo comercial, es decir adelanta lo que los compradores van a pagar contra la entrega, se hace una cesión de los saldos de ocupación. En general hay una combinación y el banco sí asume en parte un riesgo comercial.

Y además fianza de los promotores.

8. Cómo fijan las tasas?

F: Se negocian. Tiene que ver con el reconocimiento que el cliente tenga en plaza. Pero las tasas en ese mundo se negocian. Tiene que ver el proyecto, la garantía. Podría darse el caso de que haya un pool de bancos y en ese caso de alguna manera el riesgo se comparte.

S: El plazo de la línea es obra más nueve meses. En la mayoría de los casos el endeudamiento es en dólares. Y la tasa por lo general es un poco más alta que la de una empresa comercial. Se fija una tasa al inicio que se mantiene a lo largo del contrato. Antes se usaba también Libor más algo. Los fondos del exterior o inversores institucionales se endeudan en UI.

9. Tienen establecido un tope máximo dentro del proyecto a financiar? Cuál es?

S: Hasta el sesenta por ciento del costo directo como máximo. No financiamos la compra del terreno.

10. El banco tiene establecido un límite para el financiamiento al sector inmobiliario? Cuál es?

F: No, no lo tiene.

11. Cómo mitigan los riesgos?

F: Con las garantías. Siempre que hay un análisis determina cuál es el riesgo y cuál es el factor mitigante. Y ahí es donde aparecen las garantías, dependiendo del tipo de cliente y de una cantidad de factores. Pero garantías siempre hay, fundamentalmente hipotecarias.

S: Somos super selectivos en cuanto a con qué promotores trabajamos. Por otro lado los fondos de la línea se van desembolsando de forma paulatina. Cada aproximadamente tres meses va un tasador a ver cómo viene el avance de obra. A veces se exige un aumento de las ventas dentro de terminado período para que el banco continúe desembolsando.

También vemos quién es la empresa constructora. Y se exige un nivel de preventa de entre 30% y 35%.

Con respecto al riesgo de tipo de cambio, el banco analiza el impacto de las fluctuaciones en el tipo de cambio para detectar a tiempo si va a incrementar el costo de la obra.

12. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

F: No, no lo conozco.

13. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

F: Me parece que el uruguayo es un poquito más conservador y no sé si se metería en ese tipo de proyectos, con un activo que no tiene una liquidez inmediata. Me parece que es un rubro de riesgo. Hay fondos de ese estilo en el sector ganadero, compran vacas las engordan las venden y vas generando nuevos activos constantemente y entras y salís cuando querés. Tiendo a pensar que en el rubro inmobiliario la salida no es tan fácil. Entonces no sé si el uruguayo de fondos chicos está dispuesto a invertir en algo así. Lo veo más jugando en la bolsa con montos chicos, en bancos digitales que existen por ejemplo. Lo veo más en ese mundo que en el mundo inmobiliario. Veo como inversor en el sector inmobiliario gente más veterana que se compra un apartamento para inversión.

Entrevistado: Ec. Tomás Cayota – Responsable de Banca Inmobiliaria de Banco Santander.

Institución bancaria a la que representa: Banco Santander.

Fecha: 14 de julio de 2023.

Qué rangos de tasas de interés aplican a los desarrollos inmobiliarios?

Hoy en día es la tasa SOFR más un spread que puede ir desde 1,75% a 2,75% aproximadamente. Con una tasa SOFR del entorno de 5% anual la tasa para el cliente quedaría entre 7% y 8% aprox.

9.3.3. Entrevistas a representantes de las AFAP

Entrevistado: Santiago Hernández – Gerente de inversiones de AFAP Sura.

AFAP a la que representa: Sura.

Fecha: 30 de julio de 2021.

1. La AFAP invierte un porcentaje de su subfondo de acumulación en el sector inmobiliario, podría decirme en qué instrumentos?

En fideicomisos financieros. Lo que tienen los fideicomisos es que es un patrimonio de afectación independiente, entonces lo que haga el gestor, no es nombre del fondo sino como una entidad aparte, responde con su propio patrimonio, no con el patrimonio del fondo. Entonces con este vehículo financiero y jurídico lo que se logra es separar la propiedad, tener un manager o sponsor que va a desarrollar la actividad de ese fideicomiso. En los fideicomisos de inversión inmobiliaria hay una figura de un gestor que presenta a los inversores los potenciales proyectos y es el quien desarrolla después la actividad subcontratando a la empresa constructora, arquitectos, un desarrollador, etc. Generalmente el esquema para ese gestor es la de un cobro de comisión fija sobre el patrimonio administrado y una comisión de éxito si supera determinado retorno (se lleva una parte de ese exceso de retorno preestablecido).

Tenemos posición en Compass, CASAURU, Independencia Rentals.

2. Qué porcentaje aproximadamente representa en el total de las inversiones en el sector productivo? Por qué se han priorizado inversiones en otros sectores?

Hoy actualmente la posición de Sura son treinta y dos millones de dólares, que en el total del subfondo acumulación es uno por ciento. Aproximadamente lo que se invierte en el literal B es un catorce por ciento del subfondo acumulación. En esta cuenta no te incluí a Platinum. Platinum tiene un valor estimado hoy de ciento sesenta y cinco millones de dólares, pero hoy no hay una inversión de ciento sesenta y cinco millones, eso va a ir ocurriendo en un plazo de dos a tres años. Teniendo en cuenta ese fideicomiso y el fideicomiso RÍO (Fideicomiso de Rentas Inmobiliarias Orientales), que fue aprobado por el BCU por ochenta millones, estimo que sobre fin de año nuestra posición suba de un uno a un tres o cuatro por ciento. Entonces justamente en este momento vemos que se va a dar un incremento de las posiciones inmobiliarias de los fondos previsionales, por lo menos el de Sura.

Por qué son menores las inversiones en el sector inmobiliario que en otros activos? Un factor está relacionado con las lecciones aprendidas, donde las dispersiones respecto a las rentabilidades proyectadas fueron muy altas. Se proyectaban rentabilidades de dos dígitos en unidades indexadas y algunos apenas han empardado inflación. También hubo lecciones aprendidas respecto a la forma de invertir, los primeros fideicomisos pedían todo el capital al inicio, luego había retrasos en las licitaciones, en el comienzo de la construcción y eso empezaba a deteriorar la tasa de retorno. Posteriormente el BCU autorizó las integraciones diferidas. Y a medida que el fondo va necesitando integraciones de capital para afrontar las inversiones se van haciendo capital calls. Después había una escasez de proyectos buenos. Y con esto me refiero a que haya una buena alineación de intereses en la cual el gestor (que puede ser el desarrollador o no) también ponga capital a riesgo en el proyecto. Entonces la falta de buenos proyectos donde se ponga buen equity por parte del gestor ha hecho que no haya explotado más el sector inmobiliario dentro de los fondos previsionales.

En definitiva no ha sido un tema de priorización sino que cuando nos llegan proyectos hemos seleccionado aquellos que nos hacen sentido en cuanto a la alineación de intereses y el riesgo de los mismos.

3. Qué aspectos evalúan y cuáles son sus preferencias a la hora de analizar invertir en instrumentos del sector inmobiliario?

Primero es la tesis de inversión, es decir en qué se basa el proyecto, cuál es su ubicación, cuál es su potencial demanda, si fuera una empresa cuál sería su ventaja competitiva o su estructura de costos, cuál es su competencia, hay una barrera de entrada en la zona o va a ser uno más, va a atacar una demanda que está insatisfecha o tiene que generar la demanda. Cuáles van a ser las fuentes de retorno y cuáles son las fuentes de riesgos para ese proyecto. Esa es la primera parte que evaluamos.

La segunda parte que evaluamos es la estructura, cómo va a ser la estructura jurídica y contractual, si es sólida en cuanto a la alineación de intereses con el gestor. Cómo son los acuerdos económicos y si hacen sentido.

Y por último también la valuación del historial, del track record del desarrollador o del gestor.

Esas tres cosas en relación al proyecto en sí. Después obviamente está la visión macroeconómica y de las fuentes de retorno que uno quiere tener en el activo inmobiliario, por ejemplo cuáles son las visiones para los próximos cinco años del entorno macroeconómico y cuáles van a ser las tasas de rendimiento. En un mundo cada vez con tasas más bajas y prolongadas en el tiempo, donde al final no se premia por mantener capital en activos financieros tradicionales como los bonos, genera una presión para los fondos de pensiones de buscar alternativas en las que se agregue valor al capital administrado. Poder capturar las primas conocidas como de liquidez, de tiempo. Entonces el contexto internacional de tasas bajas ha empujado al mundo, y Uruguay no es una excepción ni los fondos de pensiones uruguayos, a explorar nuevas clases de activos y de poder capturar estas primas de retorno que en los fondos de pensiones hacen sentido porque no necesitan el dinero en el corto plazo. Por lo tanto hay una valuación del contexto económico y de cómo vemos los retornos.

En resumen, habiendo buenos proyectos (tesis de inversión), habiendo buenas estructuras, habiendo buenos gestores, los activos alternativos son un gran candidato a superar el problema de las tasas bajas que tienen los fondos de pensiones.

Y como externalidad positiva la inversión en el país es un factor clave para la generación de PBI.

Por último, otro de los factores que estamos considerando a partir sobre todo de este año es que la inversión tenga un buen componente de políticas de sostenibilidad, de prácticas ESG (Environmental, Social and Governance).

4. Qué riesgos y mitigantes ven en estos activos?

Hay muchos. Uno principal es el riesgo de construcción, englobando plazos y costos. Otro es la demanda, que el producto final te quede a un costo que puedas competir con lo que creías que ibas a competir y con nuevas cuestiones que surgieron, por ejemplo si sale un producto competitivo muy cerca que cuando proyectaste no existía. Frente a estos riesgos nosotros como inversores no tenemos muchos mitigantes, es una gestión del desarrollador o del sponsor ver cómo va acomodando el cuerpo a esos cambios o desvíos. Por eso para nosotros es muy importante la alineación de intereses con capital a riesgo. Que al desarrollador solamente le vaya bien si al proyecto le va bien. Es un gran tema a nivel mundial de todos los activos alternativos. La economía real tiene muchas complejidades y muchos cambios. Tenés que tener a alguien que su desempeño sea a partir del éxito de la gestión.

Y después están los riesgos de agencia o de administración, de que el gestor es bueno y performe bien. La forma de mitigar eso es con los elementos de control: hay un fiduciario, un comité de vigilancia. También hay instancias de gobierno como las asambleas de titulares en los cuales el gestor rinde cuentas y presenta desvíos buenos y malos respecto de los planes.

5. Qué rentabilidad esperan de este tipo de activos?

Un tema es si debería ser medida en dólares o en unidades indexada. En dólares hemos visto como razonables rentabilidades entre siete y nueve por ciento. Como la rentabilidad final, incluyendo la administración. Y en unidades indexadas hemos visto entre cinco y siete por ciento. Eso no es lo que nosotros exigimos. Lo que nosotros siempre miramos es que el retorno pensado sea acorde a los riesgos. Entonces a inversiones más seguras, porque ya están desarrolladas y es solamente renta por ejemplo, podemos exigirles menos; a inversiones que hay riesgo de construcción, de demanda, etc. exigimos más.

6. Cómo encuentra la oferta de valores del sector inmobiliario?

Ha habido escasez de proyectos donde hayamos visto una buena coinversión del desarrollador. Eso ha sido una limitante.

Y lo otro que ha ido en detrimento es que el desarrollador no está acostumbrado a esta estructuración de fideicomiso financiero. He visto proyectos que han llevado de estructuración dos años. Entonces el desarrollador muchas veces no está familiarizado con lo que es armar la estructura jurídica del fideicomiso financiero para poder canalizar el desarrollo inmobiliario a través de esta estructura. Y eso lleva bastante tiempo y los tiempos de la economía real y las oportunidades que manejan los desarrolladores son más cortos, por ejemplo si había un activo a comprar capaz que el vendedor ya lo vendió a otro interesado o desistió de venderlo.

Mi apreciación es que la AFAP queda muy atrás y generalmente con inversores privados se hace antes. Capaz que cuando el desarrollador no obtuvo los fondos o no encontró otros mecanismos o por el tamaño recién ahí hace esto del fideicomiso financiero. Como contracara para nosotros bajo el portafolio administrado, la inversión tiene que tener un monto relevante. Si fueran cincuenta millones de dólares (tenemos de más y tenemos de menos) y le decís al desarrollador que ponga el diez por ciento son cinco millones de dólares. El desarrollador te dice “yo no tengo cinco millones de dólares para buscar un retorno a diez años como Ustedes, yo soy más de corto plazo”. Entonces con todas las cosas que pedís, que sea grande, que haya coinversión, buena estructura y los tiempos, el diagrama de Venn te empieza a quedar vacío.

7. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

No lo conozco, no sé cómo funciona.

8. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

Mucho depende de la estructura y que esté respetando la normativa, la regulación del BCU.

Uruguay no tiene un mercado de valores desarrollado entonces estas nuevas plataformas de inversión puede ser una forma de que el público empiece a canalizar una necesidad y ganas de rentabilizar sus ahorros. Hay muy pocas empresas que se dedican a brindar una oferta de valor a ese público. Sin embargo hay miles de uruguayos que tienen millones de dólares sin estar rentando.

Me parece que el uruguayo tiene una visión del real estate como una inversión segura. A la falta de mercado accionario de empresas locales, la gente prefiere tener algo que lo puede ver. El uruguayo cuando puede visualizar algo lo percibe como menos riesgoso aunque en realidad haya otros tipos de riesgos que no son los del mercado financiero sino que son los de la economía real y de un inmueble en sí. Si el activo se visualiza el uruguayo lo ve como más seguro y creo que entonces ahí hay una oportunidad, y el desafío será cuál es la regulación y la instrumentación de eso. Así que sí lo veo que podría llegar a suceder.

Entrevistado: Gerente de Administradora de Fondos de Ahorro Previsional.

AFAP a la que representa: Confidencial.

Fecha: 12 de julio de 2021

1. La AFAP invierte un porcentaje de su subfondo de acumulación en el sector inmobiliario, podría decirme en qué instrumentos?

La AFAP no es que tenga que invertir un determinado porcentaje de su cartera en activos inmobiliarios, desarrollos inmobiliarios o rentas inmobiliarias. En realidad las AFAP estamos en el mercado, recibimos todos los días sponsors con propuestas que precisan ser financiadas, nosotros evaluamos si nos gusta o no nos gusta el planteo y si nos gusta avanzamos y si no nos gusta no avanzamos.

Ha pasado que la industria de los fideicomisos financieros comenzó en julio 2011 cuando se emitió el primer fideicomiso financiero, en realidad los primeros certificados de participación de un fideicomiso financiero, hasta ese momento todos los fideicomisos financieros que salían emitían títulos de deuda, no emitían certificados de participación y en julio de 2011 el primer fideicomiso que emite certificados de participación es un fideicomiso forestal. Después en el año 2012 vino el de rentas inmobiliarias que fue nuestro primer fideicomiso vinculado al real estate y ese fideicomiso se empezó a estructurar en el año 2007, tomó cinco años en salir al mercado no solamente por temas regulatorios sino también por el propio sponsor que se demoró y las idas y venidas con las AFAP. Este fideicomiso no es de desarrollos inmobiliarios, este fideicomiso lo que hace es compra activos construidos y los arrienda a empresas con contratos de largo plazo.

Desde el año 2011 hasta acá lo que ha ido pasando es que los fideicomisos forestales han ido licuando las otras inversiones que se han venido haciendo en distintos sectores de actividad. En paralelo tenés también desde el punto de vista de infraestructura el Fideicomiso CAF I y CAF II o el ferrocarril, si los sumas también suman un montón de dinero más de mil millones de dólares en infraestructura. También están las inversiones en energías renovables que se hicieron.

Entonces cuando te pones a ver en qué han invertido las AFAP lo han hecho en varios sectores y algunos han ganado más espacio que otros y parte de por qué el sector inmobiliario no ganó más espacio es porque en realidad aquellos proyectos de desarrollos inmobiliarios que hemos participado donde siempre al principio te muestran un Excel divino con una tasa bárbara la realidad te demostró que las tasas terminaron siendo sustancialmente inferiores a lo que te mostraba el modelo. El desarrollo inmobiliario tiene un montón de riesgos y es muy difícil pricearlos y contemplarlos en un modelo financiero entonces no es un modelo de negocios de los más idóneos para un fondo de pensión. El modelo de uno de los fideicomisos que invertimos te planteaba una TIR esperada al inicio de UI más 35% nosotros nunca lo compramos pensando que íbamos a ganar UI más 35% porque siempre nuestro escenario base ya es sensibilizado respecto a lo que el sponsor plantea que es Walt Disney, el mundo ideal donde sale todo bien, se vende a un precio bárbaro, a precios en aumento y después el nivel de actividad, el escenario macro te cambia o el escenario de precios relativos hace que capaz que tus costos de construcción sean caros y al momento de vender tenés que bajar los precios con lo cual se te pueden combinar distintas situaciones que terminan desencadenando en una TIR real bastante por debajo de la esperada.

En el Fideicomiso Torres Nuevo Centro por ejemplo nosotros desde el inicio le dijimos al desarrollador que entrábamos si el fideicomiso daba préstamos hipotecarios, préstamos de la casa a los compradores, para no quedar dependientes del sistema bancario. Muchas veces los desarrolladores se tiran al agua a hacer una gran inversión pero después lo que pasa es que las familias no tienen crédito porque los bancos se ponen más restrictivos a la hora de conceder el crédito. Entonces se dificulta la venta de las unidades porque las familias que compran a crédito si los bancos no les dan el crédito el proyecto se queda sin el comprador final. Entonces en Torres Nuevo Centro dijimos que agarrar el proyecto con todos los riesgos que involucra para ganar una TIR de 7% en dólares no nos interesa, solamente nos puede interesar si podemos generar la cartera de créditos hipotecarios con un préstamo de largo plazo en UI, y eso fue lo que terminamos haciendo. Al fideicomiso le cambiamos el objeto, le cambiamos todo, inicialmente estaba previsto que fuera un horizonte de tres años para construir y vender y le cambiamos el horizonte a treinta años para que no hubiera sorpresas para otro inversor que entrara con un horizonte de tres años y que después terminara con un papel a treinta años en contra de su voluntad. Estos papeles tienen muy poca demanda a nivel retail con lo cual las chances de que entrara un público retail eran muy bajas y terminó pasando que no entró nadie.

2. Qué aspectos evalúan y cuáles son sus preferencias a la hora de analizar invertir en instrumentos del sector inmobiliario?

Desde el punto de vista de las preferencias para una AFAP, y esto hablando por el sistema un poco te lo digo porque conozco la cabeza en general, yo creo que cualquier AFAP va a estar más interesada en un proyecto de renta inmobiliaria que de desarrollo inmobiliario. Porque el desarrollo tiene todos esos desafíos que te comentaba y tuvimos malas experiencias. Aunque por ejemplo CASASURU en un momento no venía bien perfilada y se le cambió el target al que estaba dirigido que era la clase media y media – baja a raíz de que los bancos se pusieron mucho más restrictivos a la hora de dar el crédito entonces se apuntó más a la clase media y se hizo una inversión que terminó siendo una inversión ancla que creo que va a permitir tener una TIR buena cuando termine el fideicomiso, no una TIR de UI más 35% pero sí una TIR decorosa como para compensar el riesgo de un desarrollo inmobiliario.

3. Qué riesgos y mitigantes ven en estos activos?

Cuando uno mira en el plano riesgo – retorno, a los proyectos de desarrollo inmobiliario hay que meterle un desvío estándar bastante más grande porque siempre tenés sorpresas inesperadas y no sorpresas buenas, por lo general son sorpresas malas entonces tenés que penalizarlo cubriéndote con un escenario base mucho más ácido del que le exigiría a otro proyecto porque me tengo que cubrir de todos estos imprevistos que puedan ser, por ejemplo que los costos de construcción terminen siendo más altos que los que estaban previstos al inicio, qué pasa con el ingreso medio de los hogares al momento de salir a vender las unidades o qué es lo que está pasando con Argentina y la competitividad que tenemos con los argentinos para que vengan a hacer inversiones en Uruguay y que sea una fuente demandante de Real Estate como está sucediendo ahora que hay muchos argentinos que están invirtiendo en propiedades en Uruguay pero capaz que ese flujo se corta y se complica. Entonces todos esos interrogantes los terminas plasmando en una mayor acidez en los flujos proyectados.

4. Qué rentabilidad esperan de este tipo de activos?

Por lo menos tiene que ser inflación más ocho puntos para empezar a hablar.

5. Dentro de la inversión que realiza la AFAP del subfondo acumulación en el sector productivo la inversión en el sector inmobiliario representa solamente un 5,2% al 30/6/2021, por qué se han priorizado inversiones en otros sectores? O está relacionado con los topes vigentes o se debe a que la oferta de activos inmobiliarios no satisface su demanda?

No está relacionado con los topes vigentes. Hemos tenido muchas ofertas de gente a plantearnos desarrollos inmobiliarios, entonces tampoco es que no haya ofertas u oportunidades. Oportunidades hay, el tema es si las queremos agarrar. Una forma que tenemos de mitigar el riesgo (atado con una pregunta anterior) es pedirle al desarrollador, que viene convencido de una propuesta super rentable, que también ponga un monto muy grande del capital necesario para poner y vamos a ser socios en el proyecto. Eso nos da la tranquilidad de que alguien que pone un monto importante de dinero va a estar jugado con nosotros al proyecto y no solamente va a ganar un fee de comercialización o de desarrollo y le va a importar poco y nada el futuro del proyecto. Ese es el principal mitigante que hemos encontrado.

6. Cómo encuentra la oferta de valores del sector inmobiliario?

Muchas ofertas de las que nos llegan no terminan siendo una oferta de valor, son proyectos en bruto que después les tenés que meter una cáscara para vehiculizarlo en un fideicomiso financiero, una obligación negociable o lo que fuere. No llegan a esa instancia.

7. Han participado en la creación de los fideicomisos financieros del sector inmobiliario? De qué manera?

Es el huevo o la ganilla. Los fideicomisos financieros desde el inicio presentan su proyecto a todas las AFAP. Siempre a la mesa estamos las cuatro AFAP, después por ejemplo hay alguna que no muestra interés desde el principio, hay alguna que se engancha algo más y después pierde el interés. Nosotros cuando nos comprometemos con algo, transmitimos que el modelo nos gusta pero para que nosotros participemos tendrían que hacerle determinados cambios y si les interesa que nosotros participemos con esos ajustes podríamos llegar a cuadrar.

Con Torres Nuevo Centro pasó eso, estábamos las cuatro AFAP, terminamos solamente nosotros, nos involucramos en el proyecto para poder hacerlo que nos interesara y que nos mitigara muchos de los riesgos que tenía un proyecto de desarrollo inmobiliario per se a tres años Salir a vender cuatrocientas treinta y cinco unidades sin financiamiento hipotecario era una locura, con un montón de dudas sobre un nuevo barrio Jacinto Vera, si se iban a vender o no, más allá de que iban a ser unidades sobre un centro comercial no teníamos un caso así en el Uruguay (el WTC son oficinas pero no son edificios de vivienda). Entonces dijimos para involucrarnos vamos a darle un horizonte de largo plazo, vamos a nominar los flujos en UI y otros. Las otras AFAP ninguna terminó participando y nosotros podíamos comprar el 100% de la emisión y el estructurador siguió avanzando porque nosotros nos comprometíamos a comprarle el 100% de la emisión.

En junio del año pasado empezó a regir una nueva circular del BCU que limita el monto máximo que una AFAP puede comprar de certificados de participación de un fideicomiso financiero o títulos de deuda de un fideicomiso financiero u obligaciones negociables o cuotas parte de un fondo de inversión. Una AFAP sola ahora no puede comprar más del 70% de la emisión. Este fue un tope que pidieron las otras AFAP a efectos de que nosotros no siguiéramos estructurando proyectos y despegándonos con las inversiones en el sector real de la economía. Y esto lo que hizo fue automáticamente generar un freno porque la conversación cambió, antes llamaban a las cuatro AFAP y si se bajan tres y nosotros seguíamos interesados nos podíamos comprometer y comprar el cien, ahora por más que el proyecto nos encante nosotros no nos podemos comprometer a comprar el cien porque por normativa no podemos más del setenta. Entonces ahora cuando los sponsors vienen a nosotros a plantearnos un proyecto primero le decimos que para no perder el tiempo ni ellos ni nosotros antes hagan una ronda con las otras AFAP y si logra que una o dos lo acompañen ahí si vuelvan con nosotros y vemos si nos interesa. Y eso de cierto modo ha funcionado como freno porque antes si nosotros nos enganchábamos el proyecto salía, ahora con este 70% no sale nada porque van a las otras AFAP que le dicen que no y ya después la conversación se termina por ahí.

8. Van a participar en el fideicomiso financiero Platinum?

El proyecto lo vemos con buenos ojos. Acá pasó lo que te contaba, estábamos las cuatro AFAP sentadas a la mesa, dos se bajaron de entrada, una siguió un poco más pero no duró más de seis meses y después seguimos trabajando nosotros. Pero en este proyecto lo que cambia es que el límite del setenta no es restrictivo porque el sponsor va a hacer el aporte de la tierra por el equivalente aprox. al 25% del monto de la emisión, con lo cual si ellos mismos ponen el 5% remanente para completar el 30% entonces no se precisa ninguna otra AFAP.

9. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

Va a depender mucho de lo que el Banco Central permita hacer. Porque ya hubo algunas iniciativas de préstamos al consumo que el BCU las terminó tomando como que intermediaban crédito y no mediando crédito y se terminaron muriendo. Entonces creo que va a depender mucho del punto de vista regulatorio para que lado vaya la normativa. Pero hoy en día con lo que son las finanzas descentralizadas, Blockchain y todos los desarrollos que se están dando, la tokenización de activos debería ser algo que tendría que empezar a verse, ya se está viendo en Suiza y en varios países de Europa.

10. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

Acá en Uruguay tokenizar tierra creo que sería algo sumamente lógico y un inversor de afuera podría estar muy interesado en tener un token que represente una cuota parte de tierra o un inmueble en Punta del Este o en el WTC. Son alternativas y líneas futuras que deberían en algún momento empezar a verse en el mercado de capitales local.

9.3.4. Entrevistas a corredores de bolsa

Entrevistado: Dos corredores de bolsa de reconocida firma local que prefieren mantener sus identidades en confidencialidad. Para diferenciarlos se los identificará con las iniciales “MJ” y “J”.

Empresa corredora de bolsa a la que representa: Reconocida firma local confidencial.

Fecha: 23/7/2021

1. Su cartera de clientes ha mostrado interés en invertir en desarrollos inmobiliarios?

MJ: Sí, siempre. Los clientes muestran su interés por los activos inmobiliarios y es una de nuestras principales competencias. Por ejemplo te dicen “deshago la posición para comprar un apartamento” o algo así. Sí tienen interés en los activos inmobiliarios, los ven tangibles, reales. Y luego tienen esa renta mensual si es que lo alquilan. Y después ven los dolores de cabeza que les puede llegar a traer un activo inmobiliario. Pero sí lo ven como atractivo. Y aparte de la renta mensual, está la posible apreciación de su precio. Es una competencia de nuestro manejo de fondos y de cualquier otro corredor de bolsa.

J: En Uruguay está muy extendida la inversión en activos inmobiliarios. Hay toda una cultura que viene de generaciones, de cómo ahorran los gallegos y los tanos que tienen un foco muy fuerte en el sector inmobiliario y eso se fue heredando de generación en generación. Eso nos lleva a ese punto, a esa competencia tan grande. El mercado inmobiliario es grande.

2. Cómo usted logra incorporar activos inmobiliarios en los instrumentos o portafolios que ofrece a sus clientes?

MJ: Nosotros tenemos como distintos tipos de activos: los de renta fija, los de renta variable y los alternativos. El real estate lo ponemos dentro de los alternativos. Decimos que está bueno que puedan diversificar su cartera porque ayudan a descorrelacionarla con el mercado, con acciones y bonos. Por eso nos parece que está bueno tener dentro del portafolio que ofrecemos algo de real estate. A través de qué? Hay algún fideicomiso financiero público como Platinum o Río que está por salir. En el pasado estuvo CASASURU y el de Torres Nuevo Centro. Y después tenemos un fideicomiso privado que son inmuebles que se arriendan y generan renta. Es como un fideicomiso financiero público pero en privado. Son menos de veinticinco clientes que tienen certificados de participación de eso. Nosotros gestionamos la administración de ese fideicomiso con un fiduciario profesional.

J: Eso en cuanto a los proyectos de real estate en Uruguay. Nosotros tenemos acceso a alternativas de inversión en real estate en el mundo entero. Entonces en general lo que le ponemos a nuestros clientes en el portafolio en ese porcentaje de alternativos, buscando descorrelacionar y haciendo una cartera que desde el punto de vista riesgo – retorno sea lo más eficiente posible, son activos en el exterior. En Uruguay al mercado le ha costado desarrollarse por diversas razones. Faltan vehículos en los que puedan invertir los clientes, especialmente los minoristas que son nuestro foco. Distinto es para las AFAP que son los que impulsan estos proyectos y después el minorista a veces tiene la oportunidad de subirse, pero el principal comprador y el que hace que sucedan los proyectos son los institucionales y obviamente solo aceptan los proyectos que pasan filtros muy grandes de trayectoria comprobada, gobierno corporativo, capacidad de gestión, capacidad de coinvertir. Hay un montón de exigencias que les ponen que hacen que solo aquellos que tienen muy buen track record lleguen al mercado y logran generar una alternativa de financiamiento, si no no hay productos disponibles localmente.

MJ: Logramos incorporar activos inmobiliarios pero queremos hacer más, esa es la verdad. Localmente los vehículos son caros. Dentro de los privados hay una reglamentación que no te permite que haya más de veinticinco inversores, entonces te acota también el monto final de inversión al ser solamente veinticinco inversores. Y como son estructuras caras hace que se te vaya mucho en costos. Queremos hacer más en el sector inmobiliario. Miramos más y la idea es poder buscarle alguna vuelta para poder hacer algún otro porque creemos que son cosas que aportan a la cartera.

3. Los inversores minoristas han comprado participaciones en estos fideicomisos financieros públicos locales?

MJ: Muchas veces nadie suscribe porque los plazos pueden ser muy largos, porque no hay un cupón y un interés implícito, entonces la persona no sabe cómo va a recibir su flujo, no le sirve para la renta. Pero por ejemplo en CASASURU participaron minoristas, el fideicomiso Río está impulsando un tramo minorista, en el Platinum alguien en el tramo minorista puso veintisiete mil dólares. No está tan desarrollado para las personas físicas. La idea es que haya más instrumentos y se pueda canalizar por ahí.

J: Hay dos problemas: uno es el tema de los plazos y otro es el tema de cómo se comercializa me parece. En cuanto al plazo, no hay una persona física que le seduzca invertir en un proyecto a treinta años, muy difícil, y también es un problema la expectativa de cómo va a ser el cobro de los cash flow. Y comercialmente pasa que los desarrolladores hasta prefieren trabajar con los institucionales y no tener a los minoristas. Después de que consiguieron la plata institucional no tienen mucho incentivo a ofrecérselo a los minoristas porque les va a dar más trabajo porque es gente que después va a tener derecho a participar de las asambleas, a votar y van a tener que darles explicaciones a un grupo más grande, etc. Y después para poder llegar a esos minoristas vos necesitás promocionar el proyecto entre los intermediarios porque si no el intermediario se entera cinco días antes de que se hace la emisión en la bolsa y no tengo información y no tengo tiempo de vendérselo a mis clientes porque yo no conozco el producto y entonces es imposible que sume clientes para eso. Entonces ese proceso es muy difícil y se ha superado en algunos casos puntuales y cuando se logra es exitoso. Pero si no hay un foco específico desde el propio promotor en llegar al tramo minorista no se llega, por más de que la normativa separa y obliga a que todas las emisiones de oferta pública tengan un tramo mayorista y un tramo minorista, que es una medida para incentivar el mercado secundario.

MJ: Lo que puede pasar es que si no va nadie al minorista, luego se adjudique más al mayorista si es que hubo oferta.

4. Qué activos del exterior concretamente ha ofrecido y/o transaccionado?

J: Principalmente y donde tenemos más experiencia es a través de la compra de fondos de inversión o de ETFs, fondos que se dedican a hacer administración de inmuebles o REITs de Estados Unidos que son rentas de negocios inmobiliarios que tienen que cumplir con ciertos requisitos y distribuir casi todo lo que generan en el mismo año calendario para no pagar muchos impuestos, e históricamente han sido muy rentables. Eso es lo que más hacemos porque son productos de inversión que hace muchos años están en el mercado, ya se tiene bien claro cuál es el rol en los portafolios y tienen liquidez prácticamente diaria a diferencia de cuando compras un vehículo en Uruguay que, si bien se puede transaccionar en cualquier momento, hay que conseguir a alguien que lo quiera comprar y en general el mercado se mueve en mandada, o todos comprando o todos vendiendo.

5. Qué rendimientos tienen los activos que concretamente han transaccionado en el sector inmobiliario?

J: Las inversiones inmobiliarias me parece que se separan en dos grandes categorías. Una es las generadoras de renta cuando el inmueble ya existe y se alquila, es la parte más segura del negocio inmobiliario y se parece a la renta fija. Y después está la parte del desarrollo que es la similar a la renta variable. Te separo eso porque obviamente las expectativas de rentabilidad son muy distintas. Negocios de inmuebles consolidados dan más o menos lo mismo que lo que da un alquiler que es entre un cuatro y seis por ciento en dólares. El negocio de desarrollo sí da dos dígitos, entre diez y quince por ciento en dólares. Y también depende de cuánto pones de leverage, si tomas crédito bancario el ROE se multiplica. Si te sale bien y si te sale mal también se multiplica para el otro lado.

MJ: El fideicomiso financiero privado más o menos da entre cinco y seis por ciento en dólares. Pero tiene un montón de costos, del fiduciario por ejemplo. Son estructuras caras, estaría buenísimo hacerlas un poco más eficientes. En el fideicomiso financiero Río hablan de una rentabilidad esperada del ocho por ciento. Ese fideicomiso va a tener desarrollos, ósea que va a tener un componente de más riesgo y al desarrollar va a tener algún proyecto con TIR más alta.

6. Has asesorado invertir en renta inmobiliaria en Paraguay, Miami o España?

MJ: Una de las empresas que se fusionaron para formar lo que es nuestra empresa hoy en día, desarrollaron un vehículo en el exterior donde empezaron a hacer real estate en Estados Unidos pero no en Miami, en otras zonas de Florida y Nueva York. Compraban casas multi family, las arreglaban y arrendaban, también compraban edificios, los reciclaban y después lo vendían. Ósea hay bastantes negocios de real estate más puros en Estados Unidos.

J: Arrancaron después del 2008 con la crisis porque les pareció un buen momento de hacer algo allá. Sobre todo al principio con el rebote de los precios les fue muy bien, pero ahora da la sensación de que ya está más caro y que las oportunidades no son tantas, ya no hay tanto beneficio de hacerlo directo. Lo que tuvo Estados Unidos es que todos los que estábamos en estas latitudes veíamos la crisis hipotecaria de Estados Unidos como la oportunidad que te perdiste acá en el 2001-2002. Tenías la memoria fresca y pensaste en 2008 en Estados Unidos va a rebotar, y entonces era muy atractivo esa parte del negocio.

7. La inversión en desarrollos inmobiliarios la asocia con clientes más o menos aversos al riesgo? En qué sentido va su asesoramiento?

J: El desarrollo es para clientes de riesgo. Creo que una de las grandes dificultades que tiene la inversión en inmuebles de forma directa es la falta de liquidez y los costos transaccionales (de inmobiliaria, notariales, impuestos).

MJ: El desarrollo es para clientes que toleran más el riesgo porque hay un período de incertidumbre donde no van a ver ningún flujo positivo. Y comprar un inmueble ya terminado listo para arrendar o incluso que ya venga con el contrato de alquiler es para clientes con menos apetito de riesgo. Y eso te genera las distintas rentabilidades que hablábamos hoy, una alrededor del cinco por ciento y la otra arriba de diez.

J: Siempre el riesgo del inmueble es que no se termine

8. Conoce el crowdfunding o financiación colectiva?

MJ: Sí, lo conocemos.

9. Cree que podría llegar a financiar desarrollos inmobiliarios en Uruguay?

MJ: No lo sé.

J: Yo entiendo que por cómo está armado acá las plataformas de inversión colectiva, por la normativa del BCU entiendo que es para proyectos muy chicos. Y para un inmueble hay que juntar algunos millones de dólares. Entonces por lo menos cómo está hoy lo veo un poco limitado. Te aclaro que no soy experto. Sí sé que en otros mercados ha funcionado y han salido proyectos. También sé que hay proyectos que han salido mal. Porque uno de los riesgos grandes que tiene esto es meter gente que no es experta, que no sabe lo que está comprando, que no entiende el horizonte temporal de la inversión, que no sabe si el proyecto lo está comprando como accionista o va a ser acreedor. Creo que ahí hay un montón de riesgos y hay que ser cuidadoso a la hora de cómo regularlo y de cómo asesorar a los clientes porque esos productos en general después no tienen liquidez. Hay que encontrar la manera de que el cliente sepa y entienda bien los riesgos que está asumiendo, porque si no se puede generar un boom al inicio donde entra un montón de gente pero después de que empiezan a salir un par mal se muere el instrumento y se murió de por vida. Es la experiencia que hemos visto en otras cosas. Eso es lo que tenemos que evitar que pase.

9.3.5. Entrevista a agente inmobiliario

Entrevistado: Cr. Rodrigo Bocchi

Empresa inmobiliaria la que representa: Virtual Home

Fecha: 7/7/2023

1. Qué rentabilidad obtiene el inversionista que compra una unidad en un proyecto en el pozo para venderla cuando esté terminada?

Partiendo de la base de que si el inversor comprara una unidad ya construida para ponerla en alquiler y percibir una renta mensual, obtendría una rentabilidad del entorno del 5% anual. Cuando el inversor compra una unidad en la etapa de lanzamiento del proyecto, con la intención de venderla cuando esté terminada, busca obtener una rentabilidad superior porque el riesgo es mayor y porque la ganancia se recibe toda al final del período. En nuestra experiencia de los últimos 5 años tenemos diferencias de precio de compra en pozo versus venta del producto terminado de entre 20% y 25%, en el mejor de los casos. Deducidos los gastos asociados e impuestos podemos estar hablando de una TIR del entorno de un 10% anual. La rentabilidad de la inversión varía dependiendo de la forma de pago que el inversor haya convenido.

2. Cuáles son las formas de pago más habituales?

Las formas de pago varían según la propuesta en el lanzamiento de cada desarrollador, algunos premian más el anticipo de dinero y otros no tanto. Sintetizando, las dos alternativas más habituales del mercado son:

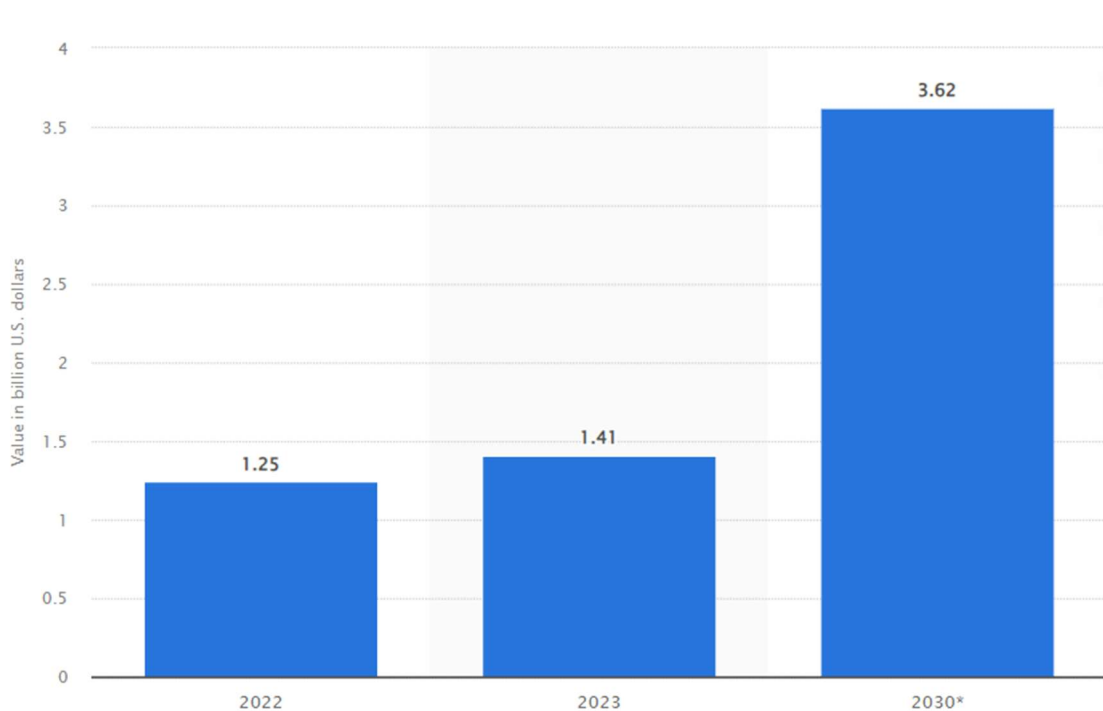
a) Pago por avance de obra: 30% del precio a la firma de la promesa de compraventa (inicio de obra), 60% del precio en cuotas mensuales iguales y consecutivas por el período estimado de obra (dependiendo la obra pueden ser 15 a 30 meses) y 10% del precio contra la recepción de la unidad. Estos porcentajes o la periodicidad de las cuotas pueden variar caso a caso, pero el objetivo es siempre el mismo: un aporte inicial, aportes intermedios y un saldo contra entrega.

b) Pago contado: 80% del precio a la firma de la promesa de compraventa, y se deja un saldo de 20% del precio contra la entrega de la unidad.

10. ANEXOS

Anexo A.

Gráfico de tamaño de mercado del crowdfunding a nivel global en 2022 y 2023 con pronóstico para 2030



Fuente: Statista (<https://www.statista.com/statistics/1078273/global-crowdfunding-market-size/>)

De acuerdo al departamento de investigación de Statista, en 2023 el tamaño de mercado del crowdfunding a nivel global en 2023 fue valuado en 1,41 billones de dólares y se pronostica que será más que duplicado para 2030, con una tasa de crecimiento anual compuesta de 14,5%.