Costa Rica, Marzo 2010

FONDOS DE INVERSION DE DESARROLLO INMOBILIARIO

Por: Gustavo A. Ortiz Madrigal*
finanzasglobalescr@gmail.com

En el año 2006 el Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión introdujo la figura de los Fondos de Inversión de Desarrollo Inmobiliario (FIDI). Hoy a 3 años de la autorización del primer FIDI y después de haber experimentado el peor escenario posible para una industria naciente, la crisis inmobiliaria y crediticia, existen en operación 7 fondos de desarrollo que administraban al 15 de febrero un total de $ 217 millones de activos, pertenecientes a 425 inversionistas.

Los FIDI administran 7.70% de los activos totales administrados por la industria de fondos de inversión. En la página 12 puede verse el detalle de activos administrados por cada FIDI y el número de inversionistas por fondo.

A raíz de la crisis, la mayoría de los proyectos en que han invertido los FIDI, han tenido que reducir la velocidad de avance y reestructurar sus planes, en espera de que se reactive el mercado inmobiliario y las entidades financieras vuelvan a interesarse en financiar proyectos de este tipo. Sin embargo, parece que ya hay indicios de reactivación de ciertos sectores del mercado inmobiliario y de una mayor disponibilidad de financiamiento por parte de los bancos.

Los FIDI son definidos por su reglamento como "patrimonios independientes que administran sociedades administradoras de fondos de inversión, por cuenta y riesgo de los participantes, cuyo objetivo primordial es la inversión en proyectos inmobiliarios en distintas fases de diseño y construcción, para su conclusión y venta, o arrendamiento".

* El autor es Presidente de Finanzas Globales. Las opiniones y conclusiones aquí expuestas, representan el punto de vista personal del autor.

Internacionalmente, este tipo de fondos cumple un rol muy importante en el mercado inmobiliario, proveyéndole de una vital fuente de recursos para el financiamiento de nuevos proyectos, vía capital. Es importante recordar que los proyectos de desarrollo inmobiliario, son financiados generalmente con una estructura de deuda/capital entre 70/30 y 80/20. En proyectos de gran tamaño, es difícil que los promotores tengan los recursos propios para aportar todo el capital necesario para realizar el proyecto. Aquí, es donde estas figuras juegan un papel primordial para la industria inmobiliaria.

Para comprender las principales características de estos vehículos de inversión, y a su vez las diferencias que tienen con los fondos inmobiliarios, es importante hacer una comparación entre ambas figuras.

Características	FIDI	Fondo Inmobiliario
Objeto	Invertir en proyectos inmobiliarios en distintas fases de diseño y construcción En forma complementaria pueden adquirir inmuebles para la generación de plusvalías o para arrendamiento	Invertir en la propiedad de inmuebles para su explotación en arrendamiento y complementariamente para su venta
Fuente de rentabilidad	Principalmente plusvalía	Alquiler de inmuebles y apreciación de inmuebles
Inversionista Meta	Inversionistas sofisticados o institucionales	Todo tipo (con conocimientos del mercado inmobiliario)
Monto mínimo de inversión	$ 50.000	$ 1.000 si el fondo invierte solo en CR $ 5.000 si el fondo invierte internacionalmente
Plazo de generación de ingresos	Generalmente el ingreso se produce hasta la venta del proyecto (largo plazo)	Periódico por ingreso de alquileres y extraordinario cuando se genere una ganancia de capital por la venta de algún inmueble
Tipo de Fondo	Fondos cerrados: el inversionista para liquidar su participación debe venderla en el mercado de valores	Fondos cerrados: el inversionista para liquidar su participación debe venderla en el mercado de valores
Nivel máximo de endeudamiento	60%	60%
Riesgos	Mayores riesgos que los fondos inmobiliarios	Menores riesgos que los FIDI

Rentabilidad	Generalmente producen una mayor rentabilidad que los fondos inmobiliarios	Generalmente producen una menor rentabilidad que los FIDI

Como puede observarse, si bien los dos tipos de fondos están ligados a la actividad inmobiliaria, ciertamente los FIDI son instrumentos de inversión muy distintos de los fondos inmobiliarios. Los FIDI son una inversión más riesgosa, por la actividad en que invierten (proyectos inmobiliarios en etapa de desarrollo), la forma en que se obtiene su rentabilidad (mayoría por plusvalía) y el nivel de apalancamiento que utilizan.

Aunque ambas figuras tienen por regulación el mismo límite máximo de endeudamiento, los FIDI manejan actualmente un endeudamiento promedio del 41.26% versus un 12.65% que presentan los fondos inmobiliarios. Todo esto hace que su rendimiento, deba de pagar una prima con relación al rendimiento de los fondos inmobiliarios, por el mayor riesgo que conlleva la actividad del desarrollo inmobiliario.

Principales riesgos de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario

Los FIDI presentan una serie de riesgos comunes con los fondos inmobiliarios, como son riesgo de cambios en el valor de mercado de los inmuebles en que se invierte, riesgo de altas concentraciones por zona geográfica, inquilino y actividad económica. Riesgo de daños a los inmuebles, riesgo de desocupación, riesgos de una incorrecta valoración de los activos en que se invierte y riesgo de liquidez de las participaciones del fondo. También están los riesgos de endeudamiento y de conflictos de interés entre los administradores del fondo y los inversionistas.

Adicionalmente, los FIDI presentan una serie de riesgos que no presentan los fondos inmobiliarios. En un FIDI destaca el riesgo de construcción. Este abarca cualquier atraso que pudiera darse durante el periodo de construcción, el encarecimiento de la obra, o que la construcción por alguna eventualidad no pueda terminarse según lo planeado. Los Fondos Inmobiliarios por su parte pueden realizar reparaciones, remodelaciones y mejoras a los inmuebles que

administran, siempre que su costo no sea mayor al 15% del valor del inmueble. Precisamente esta limitante, hace que el riesgo de construcción en los Fondos Inmobiliarios sea mucho menor que en un FIDI, cuya principal actividad es la construcción de inmuebles.

El riesgo de administración del proyecto conlleva que alguna de las partes intervinientes en el mismo no cumpla con sus obligaciones, lo cual afectaría el desarrollo del proyecto. Existe el riesgo de que el proyecto no pueda conseguir todos los recursos de deuda o capital necesarios para su financiamiento. El riesgo de crédito es la posibilidad de que el fondo incumpla el pago del financiamiento de deuda asumido.

Además, existe el riesgo de que el proyecto no genere la plusvalía esperada, debido a cambios en la demanda del tipo de inmueble que se desarrolla y el desarrollo de otros proyectos que le resten competitividad, esto podría conllevar a la venta final del mismo a un precio menor al proyectado. También existe el riesgo de que no se cumplan los supuestos asumidos a la hora de realizar la estructuración del proyecto. Existen además riesgos políticos o legales, como podría ser un cambio en la legislación que afecte el proyecto y riesgos de desastres naturales, que puedan atrasar o encarecer el proyecto.

Principales etapas en el desarrollo de un proyecto inmobiliario

Para entender bien la figura del FIDI, es importante comprender las principales etapas que conlleva el desarrollo de un proyecto inmobiliario. Generalmente, está compuesto de las siguientes etapas, las cuales pueden variar en su orden o algunas pueden realizarse de manera simultánea, según el tipo de proyecto que se realice.

Principales Etapas de un Proyecto de Desarrollo Inmobiliario

I. Conceptualización del proyecto
II. Aseguramiento del terreno
III. Estudio de factibilidad
IV. Plan de Negocios
V. Diseño
VI. Obtención de permisos
VII. Obtención del financiamiento
VIII. Construcción
IX. Venta o administración y alquiler del proyecto

La conceptualización del proyecto es la etapa en que nace la idea de llevar a cabo el proyecto en un lugar determinado. Generalmente es producto de la identificación de una propiedad con ciertas características para desarrollar un proyecto con éxito o la identificación de una demanda insatisfecha por un tipo de proyecto en una zona determinada. Esta conceptualización del proyecto es realizada generalmente por la empresa desarrolladora y comprende la pre-estructuración legal y financiera del proyecto.

El desarrollador es tal vez la parte más importante en un proyecto inmobiliario. Esto porque es el encargado de estructurar todo el proyecto y dirigir a las otras partes participantes en el mismo. Además es el responsable de supervisar que el proyecto se haga según lo planeado. Algunas empresas constructoras actúan también como desarrolladoras, especialmente en proyectos pequeños. Muchas veces el desarrollador tiene una participación de capital importante en el proyecto, lo cual es bueno para garantizar su compromiso en el éxito del proyecto.

El aseguramiento del terreno en donde se llevará a cabo el proyecto es vital. Esto se hace por medio de la firma de una opción de compra, en donde el propietario se compromete a vender el terreno si se llega a determinar que es viable realizar con éxito el proyecto. La compra del terreno puede hacerse

después del estudio de factibilidad o en un momento posterior. La determinación del precio de compra requiere la realización de un avalúo de la propiedad por un perito experto.

El estudio de factibilidad es aquel estudio que se realiza para determinar si la idea de realizar determinado proyecto es viable y rentable. En esta fase se realizan varios estudios. El estudio de mercado analiza si es posible vender el proyecto dadas las condiciones actuales del mercado. Aquí es de suma importancia tanto el estudio de la demanda y oferta de inmuebles similares al que se piensa desarrollar, como el estudio de precios y de las variables que afectan el segmento de mercado en específico. Con los resultados del estudio de mercado se determina la estructuración legal y financiera final del proyecto.

El estudio de factibilidad financiera, determina si el proyecto es rentable. También se hacen estudios legales para asegurarse que en la zona escogida puede desarrollarse el tipo de proyecto seleccionado y hasta estudios ambientales para corroborar que se cumple con las regulaciones existentes. Este estudio de factibilidad generalmente lo realiza la empresa desarrolladora con ayuda de otras empresas especializadas.

Una vez que se determina que el proyecto es viable, se procede a confeccionar el plan de negocios. Este es un documento que resume las principales características del proyecto y que servirá para vender el proyecto ante potenciales inversionistas y tramitar el financiamiento ante los bancos.

La fase de diseño como su nombre lo indica, es cuando la empresa de arquitectos e ingenieros seleccionada, realiza el diseño del proyecto de acuerdo a las características determinadas por el desarrollador. La fase de obtención de permisos, es cuando el desarrollador con ayuda de abogados, cumple con toda la documentación que requieren los entes gubernamentales para otorgar los permisos necesarios para la realización del proyecto.

La séptima etapa es la obtención del financiamiento para la construcción del proyecto, aquí deben conseguirse los recursos de capital y deuda en las proporciones previamente determinadas en el diseño financiero del proyecto. Es importante indicar que el desarrollo de las primeras seis etapas, también requiere ser financiado de previo a la obtención del financiamiento para la construcción. Generalmente esto se hace por medio de una combinación de recursos propios del desarrollador, aportes de capital de inversionistas y créditos puente.

Una vez superadas las etapas anteriores, la siguiente fase es la construcción del proyecto según lo diseñado. Por último, está la fase de venta del proyecto o de administración y alquiler, si el proyecto no se hizo con el objeto de venderse. La duración y complejidad de cada fase dependerá del tipo y tamaño del proyecto inmobiliario a realizarse.

Es importante tener claro que el papel de las sociedades administradoras de fondos (SAFIs) en un proyecto inmobiliario, es el de inversionista de capital especializado. Pero nunca cumple el rol de desarrollador, diseñador o constructor, que son funciones que pertenecen a otras partes que intervienen en el proyecto, que cuentan con el conocimiento y experiencia necesarios en estas áreas.

Valoración de inversiones en proyectos de desarrollo inmobiliario

Es evidente que el riesgo de inversión en un proyecto inmobiliario dependerá en gran parte de la etapa de desarrollo en que se encuentre el proyecto. De esta forma, el riesgo de un proyecto que no haya cumplido las primeras 6 etapas, es mucho mayor del aquel otro que ya lo haya hecho. Esto porque por ejemplo, podría ser que no se pueda adquirir el terreno en que el proyecto se pensaba realizar, que se presenten problemas en el diseño o que las entidades gubernamentales no otorguen los permisos necesarios.

Debe tenerse en cuenta que el mercado inmobiliario está compuesto por varios segmentos (oficinas, comercio, vivienda, etc.), y cada uno de ellos es afectado por distintas variables, lo que hace que tengan características diferentes en cuanto a riesgo y rendimiento. Por lo tanto se requiera conocimiento especializado de cada segmento, para realizar inversiones exitosas.

Esto hace que el riesgo del proyecto dependa en gran parte del tipo de proyecto que se desarrolle. Por ejemplo, no es lo mismo invertir en un proyecto de desarrollo de vivienda que en un desarrollo de un centro comercial. Ambos segmentos requieren de un "know how" o conocimiento especializado, totalmente distinto por parte de las partes intervinientes en el proyecto. También el tamaño del proyecto puede influir mucho en el riesgo final del mismo, pues entre más grande sea un proyecto su complejidad tiende a aumentar, porque se requiere más recursos de todo tipo y su administración se vuelve más compleja.

El comité de inversiones de un FIDI debería valorar cada proyecto para su inversión en por lo menos 5 áreas:

1. Comercial: Consiste en evaluar el entorno del proyecto con el fin de identificar las principales variables que lo afectan. Se debe corroborar que haya un estudio de factibilidad que concluya que el proyecto a desarrollar es viable de realizar según las condiciones actuales del segmento de mercado que atiende el proyecto y de la economía en general.

2. Técnica: Es comprobar que las partes que participan en el proyecto tienen la experiencia y conocimiento técnico para ejecutar el proyecto según lo planeado. Además, de que cuentan con el equipo y que existe en el mercado los materiales necesarios.

3. Legal: Se debe revisar que no hayan impedimentos legales para desarrollar el proyecto o que puedan afectar su ejecución. Aquí se revisa que el proyecto cuente con todos los permisos necesarios o bien, que sea viable su obtención. Debe corroborarse que la propiedad a adquirir se encuentre libre de cualquier gravamen o anotación. Es conveniente hacer un análisis de los derechos y obligaciones de cada una de las partes intervinientes en el proyecto y asegurarse que queden bien definidas en los contratos. Es importante identificar cualquier conflicto de interés que pueda afectar el proyecto.

4. Gestión: Se analiza si las partes intervinientes tienen las condiciones necesarias para garantizar la ejecución del proyecto según lo proyectado. Para el éxito del proyecto, es vital que la empresa desarrolladora, los diseñadores y la empresa constructora, tengan la experiencia, capacidad gerencial y los recursos humanos necesarios para realizar el proyecto. Estos elementos, además de la honestidad e integridad de dichos participantes, son uno de los principales aspectos a valorar por parte del comité de inversión de un FIDI a la hora de evaluar un proyecto de inversión. Sin estos elementos, un proyecto de desarrollo inmobiliario podría estar destinado al fracaso.

5. Financiera: Aquí es donde se revisan las proyecciones financieras del proyecto (ingresos y egresos) y la razonabilidad de los supuestos utilizados. Se estudia la solidez de la estructura financiera del proyecto y además se analiza la rentabilidad esperada del proyecto. Especial cuidado debe tenerse a la hora de estimar la tasa de descuento del proyecto, de tal forma que la misma refleje todos los riesgos del proyecto.

   A la hora de analizarse un proyecto de desarrollo inmobiliario, es prudente considerar la ocurrencia de escenarios pesimistas y la forma de cómo podrían afectar su rentabilidad. Por ejemplo, qué efecto tiene en la rentabilidad del proyecto: 1- un atraso en la construcción, 2- si las ventas

se realizan a una menor velocidad que la esperada, 3- si el precio de venta o alquiler es menor que el proyectado, 4- si los costos son mayores a los estimados, etc.

Para cada una de las cinco áreas señaladas, se deben identificar todos los riesgos del proyecto y la forma en que pueden ser mitigados. Una valoración negativa en cualquier área, hará que el proyecto no pueda llevarse a cabo hasta tanto se logre solventar razonablemente la situación detectada, si es que esto es posible.

Debe realizarse un proceso de debida diligencia, en donde se verifique la veracidad de la información suministrada del proyecto. Es vital que el proyecto disponga de un sistema de administración y control del presupuesto de primera categoría, para que el FIDI pueda darle seguimiento detallado al avance del proyecto y el cumplimiento del presupuesto. También debe revisarse que el proyecto cuente con todas las pólizas de seguros necesaria para protegerlo contra siniestros y daños de terceros.

Por último debe siempre tenerse en cuenta que la validez de cualquier estudio depende de quién lo realice. De ahí lo importante de que la valoración del proyecto y el estudio de factibilidad del mismo, sean realizados por profesionales serios y experimentados.

Perspectivas futuras de la industria

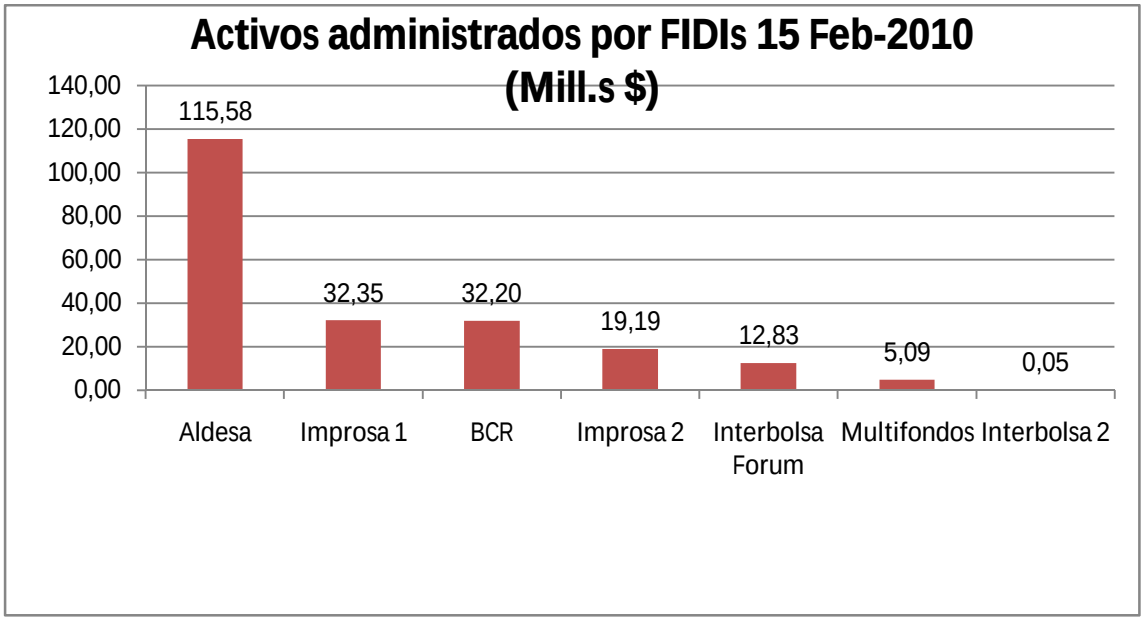
Las SAFIs tienen que pasar por un periodo lógico de aprendizaje, a la hora de pasar de invertir en títulos valores y edificios, a invertir en proyectos de desarrollo inmobiliario. Esto conlleva la contratación de personal capacitado, la especialización de su comité de inversiones y hasta la adecuación de sus sistemas tecnológicos y de control, para la administración y seguimiento de este nuevo tipo de inversiones.

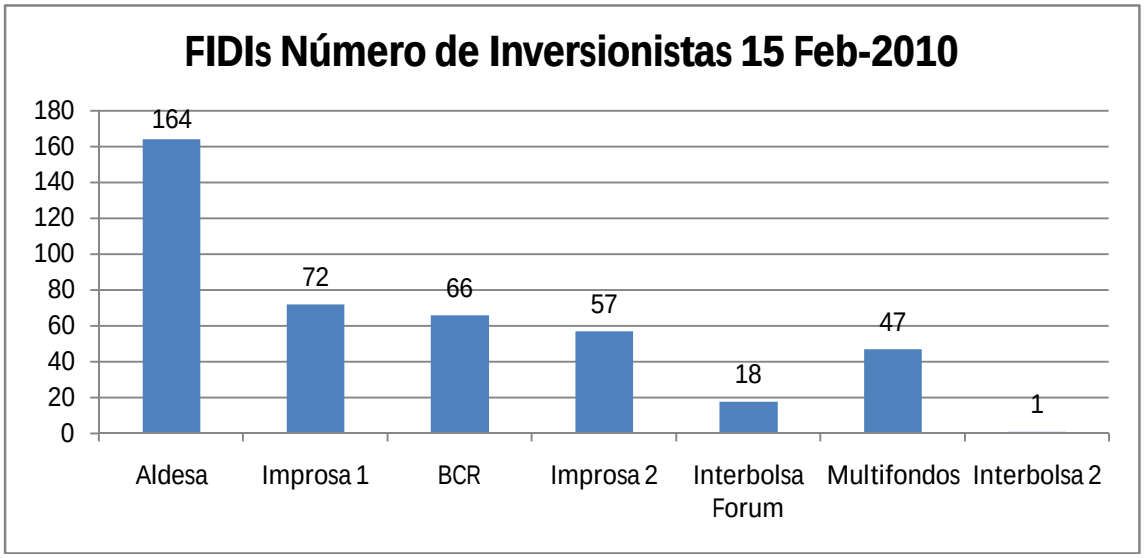
Por su parte los inversionistas tendrán ahora la oportunidad de poder diversificar sus inversiones en el sector de desarrollo inmobiliario y participar de los rendimientos atractivos que generalmente produce el mismo. Lo importante es que tanto las SAFIs como los inversionistas, comprendan y adquieran el "know how" necesario para realizar inversiones en proyectos de desarrollo inmobiliario de forma exitosa, con el fin de valorar adecuadamente el riesgo que conlleva esta actividad, de tal forma que los inversionistas reciban un retorno acorde al riesgo de su inversión.

Los FIDI son instrumentos de inversión con un gran potencial de crecimiento y al igual que ha pasado con los fondos inmobiliarios, los cuales administran hoy un 32% de los activos totales administrados por la industria de fondos de inversión, es de esperar que los FIDI impulsaran de forma muy importante el desarrollo del mercado inmobiliario y la economía del país en los próximo años. Es primordial revisar regularmente que la regulación de los mismos incentive el desarrollo y crecimiento de esta nueva industria, que indudablemente traerá grandes beneficios al país.

La incursión en el financiamiento de proyectos de infraestructura pública, es un paso necesario que debería dar la industria de fondos, dada su vital importancia para el desarrollo de nuestra economía y el potencial de inversión tan grande que tiene. Para esto, se hace necesario estudiar a fondo si la actual normativa que regula los FIDI, hace posible su participación de manera ágil y eficiente en el financiamiento de infraestructura (deuda y capital), o es mejor crear la figura de los Fondos de Infraestructura con su propia regulación, que se especialicen en la inversión de proyectos de infraestructura pública.

Gráficos


Activos administrados por FIDIs 15 Feb-2010
(Mill.s $)
140,00
120,00
100,00
80,00
60,00
40,00
20,00
0,00
115,58
32,35
32,20
19,19
12,83
5,09
0,05
Aldesa
Improsa 1
BCR
Improsa 2
Interbolsa Forum
Multifondos
Interbolsa 2


FIDIs Número de Inversionistas 15 Feb-2010
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
164
72
66
57
18
47
1
Aldesa
Improsa 1
BCR
Improsa 2
Interbolsa Forum
Multifondos
Interbolsa 2

Bibliografía

- Ortiz Madrigal Gustavo. Análisis de la Industria de Fondos Inmobiliarios. Septiembre 2006.

- Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Boletín Quincenal de Fondos de Inversión No 3-2010.

- Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.

Otros estudios realizados

- Análisis de la Industria de Fondos Inmobiliarios
- Desarrollando un Mercado Secundario de Hipotecas en Costa Rica
- Diversificación como Estrategia en Fondos Inmobiliarios
- Project Finance: Una Solución al Financiamiento de Proyectos de Infraestructura Pública

FINANZAS GLOBALES

Investigación en Finanzas

Finanzas Globales es una organización costarricense compuesta de dos divisiones independientes: Consultoría Financiera e Investigación en Finanzas.

Finanzas Globales – Consultores Financieros presta servicios de asesoría en finanzas corporativas y banca de inversión.

Finanzas Globales – Investigación en Finanzas tiene como objetivo la investigación de temas financieros, con el fin de promover el desarrollo de los mercados de valores y del sistema financiero latinoamericano.

Cualquier observación o comentario, favor remitirlo al correo electrónico: finanzasglobalescr@gmail.com