

## ¿Cómo evaluar el Capital Preferente?

Ian Van Oordt

En tiempos de estrés es muy importante tener las políticas y los lineamientos de inversión muy bien definidos para, cuando llegue el momento de decidir entrar o no a una inversión, nuestra decisión no sea emocional ni esté sesgada sino sea objetiva y lógica.

En ese sentido, el presente artículo explicará los factores críticos en la selección de los capitales preferentes.

En primer lugar, el capital preferente es el mecanismo por el cual los desarrolladores inmobiliarios captan fondos de inversionistas privados a cambio de intereses periódicos dejando como garantía unidades inmobiliarias de sus proyectos. Lo que diferencia al capital preferente de los mecanismos tradicionales de financiamiento es que la garantía inmobiliaria se encuentra en proceso de construcción o inscripción en registros públicos, hecho que obliga a los desarrolladores inmobiliarios a contratar una póliza de caución y pagar el 100% de la prima al momento del desembolso de los fondos. En palabras más sencillas, la póliza de caución asegurará al 100% el capital del inversionista ante un escenario de default. Además, el hecho que la garantía inmobiliaria aún se encuentre en proceso de construcción o inscripción en registros públicos permite a los inversionistas con perfiles más agresivos poder adjudicarse, en caso de default, departamentos con un 30% hasta 50% de descuento respecto al precio de venta obteniendo rentabilidades por encima del 25% anual..

A continuación, mencionaré y explicaré los factores críticos a tener en cuenta en una evaluación de inversión de capital preferente:

### **1. Usos de los fondos:**

En el sector inmobiliario, la única forma de generar ingresos es a través de la venta de las unidades de los proyectos. En ese sentido, el mejor uso de estos fondos es el destinado a iniciar o culminar las obras de los proyectos inmobiliarios.

### **2. ¿Quién está detrás?**

Un buen negocio nunca será rentable si no cuentas con socios capaces de asegurar la continuidad y la integridad de la empresa. Para tal efecto, los altos mandos de las desarrolladoras inmobiliarias deberán ser transparentes al momento de compartir su filosofía y estrategias que emplearon en proyectos pasados, por ejemplo: ¿Qué buscan más ¿Precios o ubicación?, ¿Aseguran la calidad, abaratan costos o buscan el equilibrio entre ambos?, ¿Se benefician del resultado del proyecto u obtienen su ganancia por la comisión de gerencia?, entre otros.

Además, por el lado de los accionistas, se deberá realizar un worldcheck para corroborar la integridad de la compañía.

### **3. Estrategia financiera de la empresa:**

Al analizar la estrategia financiera de la empresa debemos tener clara la diferencia entre “endeudamiento” y el “apalancamiento”. El endeudamiento es la toma de deuda para cubrir costos fijos en tiempos de crisis, cubrir pérdidas u otro fin que no asegure la sostenibilidad de las operaciones y tengan como finalidad “ganar tiempo”. Por el contrario, el apalancamiento acompañado con una gran convicción les permite a los expertos tomar deuda para aprovechar al máximo una gran oportunidad de expansión y operar en un nivel superior al que se encontraban. Una forma objetiva

de diferenciar estos dos estilos de deuda es cómo se comportan los ratios de la compañía:

- i. *Pasivos / Activos*: ¿Su deuda está aumentando o disminuyendo? En caso este aumentando, ¿en qué la está usando?
- ii. *Pasivos / Utilidad Operativa Anual*: ¿En cuánto tiempo podrá pagar la deuda? Es ideal que esta ratio no supere los 7 o 10 años, a fin de disminuir su exposición a los cambios de los ciclos inmobiliarios.
- iii. *Retorno sobre patrimonio*: Nos permite cuantificar la eficiencia de la gerencia, el compromiso de los accionistas y la etapa en la que se encuentra la compañía.  
Si la rentabilidad está por encima del 15% y en aumento, nos indica que el objetivo de la gerencia está en la expansión del negocio y que sus accionistas no presentan intención de retirar sus fondos.  
Por otro lado, si la rentabilidad es estable, nos indica que el negocio ya se encuentra en etapa de maduración y los accionistas evalúan estrategias de desinversión o un cambio de gerencia capaz de ver alternativas de crecimiento.
- iv. *Retorno sobre activos*: El hecho de tomar deuda para financiar la compra de activos fijos estará justificada, si y sólo si, la rentabilidad de dichos activos supere el costo del endeudamiento.
- v. *Margen Operativo (Utilidad operativa / Ventas)* En caso el ratio se encuentra en aumento, indica que la compañía ha obtenido mejores condiciones con sus contratistas o que ha podido incrementar los precios de ventas de sus inmuebles por tener una muy buena ubicación o acabos frente a la competencia de la zona.

#### 4. Cobertura:

La cobertura exigible mínima es de 1.5 veces los pagos correspondientes al capital preferente. En el sector inmobiliario la cobertura puede ser afectada por el margen operativo, que a su vez está afectado por el precio de venta, y por la velocidad de ventas de sus proyectos en ejecución. En ese sentido, la cobertura proyectada debe ser puesta a prueba en situaciones de contracción económica en la que los precios y la velocidad de venta tienden a la baja por una disminución de la demanda como los que se están experimentando actualmente.

#### Análisis de Sensibilidad: Cobertura

Velocidad de Ventas (año/mes)	Margen Operativo Promedio				
	8.00%	10.00%	13.00%	15.00%	17.00%
0.20	64.16	64.41	64.81	65.08	65.36
0.50	66.28	67.13	68.46	69.38	70.33
1.00	68.55	70.01	72.29	73.87	75.47
1.50	70.28	72.24	75.28	77.38	79.52
2.00	71.79	74.16	77.84	80.37	82.94
	Alto Estrés	Mediano Estrés	Bajo Estrés		

#### 5. La garantía Inmobiliaria:

Como se mencionó anteriormente, una de las ventajas del capital preferente es el hecho de poder adjudicarse unidades inmobiliarias con 30% a 50% de descuento respecto a los precios de mercado. Sin embargo, esta característica no serviría de nada si el proyecto no cumple con las expectativas del mercado. En ese sentido, los proyectos deben ser analizados bajo los siguientes criterios:

- a. *Ubicación*: número de frentes, cercanía a avenidas principales, supermercados, centros comerciales, transportes públicos, nivel de seguridad en la zona, entre otros.
- b. *Venta Histórica*: Diferencias entre el precio ofertado por las inmobiliarias versus los precios realmente cerrados con los clientes y definir si la velocidad

de ventas es producto de estas diferencias o por el aumento de demanda del mercado.

- c. *Valorización de la unidad inmobiliaria:* Se deberá valorizar la garantía inmobiliaria desde tres perspectivas: Desarrollador, Familia que busca vivienda e Inversionista que busca rentas.

En el caso del Desarrollador, su sesgo le hará establecer precios más bajos que la competencia, pero lo suficientemente altos para maximizar la rentabilidad del proyecto.

Desde la perspectiva de la familia, se asume que adquirirá la vivienda con crédito hipotecario en la que la cuota mensual no supere el 35% de sus ingresos mensuales a fin de mantenerse en una situación financiera sana por los próximos 25 años. La tolerancia de las familias sobre la cuota mensual disminuirá en ambientes de incertidumbre e inestabilidad.

Finalmente, para culminar con la triangulación de precios, los inversionistas en búsqueda de rentas tendrán como objetivo adquirir el inmueble a un precio lo suficientemente bajo para asegurar una renta anual mínima del 6.5% sin superar la incidencia del 35% del alquiler sobre el ingreso mensual de los inquilinos a fin de mitigar el riesgo de morosidad.

El precio que coincida con las tres perspectivas será igual al valor de la vivienda, de otra forma, el precio presentará sesgos.

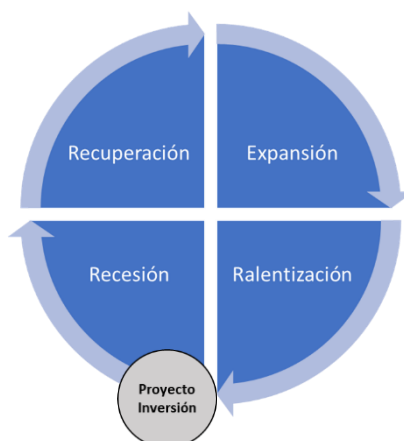
- d. *Loan-to-value: (Monto del Capital Preferente/Valor de la garantía)%*

Considerado como un “termómetro” del sector inmobiliario, si es mayor a 70.00% se considera que la garantía se puede liquidar rápidamente al valor definido ya sea por una demanda fuerte del mercado o por características específicas del inmueble. Por otro lado, si el loan-to-value es menor al 70.00% indica (1) el desarrollador busca mejorar las condiciones del capital preferente para atraer inversionistas, (2) Existe mucho stock en la zona que dificultaría la venta de la unidad inmobiliaria o (3) los inversionistas son más exigentes respecto al riesgo de default percibido y la rentabilidad que se generaría en caso de adjudicación de la garantía inmobiliaria.

## 6. Coyuntura del mercado:

Es importante también evaluar la coyuntura actual del mercado, para identificar en cual etapa del ciclo económico se encuentra el proyecto de inversión. Con el fin de seleccionar la mejor estrategia.

Ciclo Económico :



En conclusión, las decisiones de inversión deberán ser tomadas considerando, no uno, sino todos los factores críticos mencionados, ya que cada factor responde preguntas distintas con supuestos y perspectivas diferentes.