

EFFECTO CONCENTRADOR DE LOS FONDOS INMOBILIARIOS*

Antonio Daher

Resumen

Los fondos de Inversión Inmobiliaria son analizados aquí en relación con su especialización en determinados rubros de demanda, como también en términos de su orientación territorial hacia regiones y comunas específicas.

En términos de demanda, un 75% de los activos inmobiliarios se orienta al sector empresarial, y sólo un 25% al habitacional. Territorialmente, casi el 90% de las inversiones se concentra en la región metropolitana, y dos tercios de ellas se localizan en sus comunas de mayores ingresos.

Abstract

Real state investment funds are analyzed in relation to specialization of certain demand componets, likewise in terms of its territorial orientation to specific regions and municipalities.

In terms of demand, 75% of real estate assets are orientated to enterpise sector and only 25% to habitation one. Territorially, almost 90% of investments are concentrated in the metropolitan area and two thirds of them are located in the municipalities with greater income.

INTRODUCCION

El objetivo central de este estudio, que se refiere a Chile, es analizar el comportamiento de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) —creados por ley el 29 de julio de 1989— en relación tanto a su rol central y potencial en el mercado inmobiliario como a su impacto en el desarrollo territorial.

En su primera parte, el texto revisa los antecedentes legales —en su versión original y posterior modificación— destacando la participación patrimonial de los inversionistas institucionales y, de manera muy especial, la del

sistema previsional a través de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

En segundo término, el estudio se aboca al análisis de la cartera de inversiones de los FII, y más particularmente a la desagregación, por tipo de bien raíz, de la cartera inmobiliaria de los mismos. El propósito es detectar su grado de especialización hacia determinados rubros y tipos de demanda, y su relación con el negocio de arrendamiento y leasing.

En la tercera parte se investiga la orientación locacional de las inversiones inmobiliarias de los FII —no ajena a su especialización funcional— verificándose una extraordinaria concentración regional y comunal con probables implicancias en términos distributivos.

Dada la reciente irrupción de los FII en el mercado —el primero inició operaciones el 15 de abril de 1991— el estudio cubre, en cuatro

* El autor agradece la colaboración de Patricio Carrera. Este estudio ha contado con el patrocinio del Fondo Nacional de Ciencia y Tecnología de Chile (Proyecto 1940604).

cortes temporales, un período comprendido entre marzo de 1992 y septiembre de 1993, basándose principalmente en información primaria de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y de la Superintendencia de AFP.

Las conclusiones más relevantes de la investigación resultan de la proyección de las tendencias detectadas en función del enorme potencial de crecimiento de los FII. Estos pueden llegar a posicionarse estratégicamente tanto en la demanda como en la oferta inmobiliaria, comprometiendo a su vez a la intermediación bancaria y financiera.

Este decisivo rol, ampliado recientemente por una nueva ley, impactará en el crecimiento de las comunas y las regiones, afectando geográfica, económica y socialmente las oportunidades de desarrollo.

1. FONDOS DE INVERSION INMOBILIARIA Y FONDO DE PENSIONES

La Ley nº18 815 (1989) regula en general los fondos de inversión y, en particular, los fondos de inversión inmobiliaria. En su Título I, artículo 1º, la ley define fondo de inversión como

un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los aportantes, [agregando, en su artículo 2º, que] los fondos de inversión y las sociedades que los administren serán fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros.

La misma ley, en el Título II relativo a las inversiones, identifica en su artículo 5º, entre otras propias de los fondos de inversión en general, las siguientes: "10) Bienes raíces urbanos ubicados en Chile; 11) Mutuos hipotecarios...; 12) Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias del artículo 45, letra h) del decreto ley nº3500 de 1980" (este último es la Ley sobre Sistema de Fondos de Pensiones). A continuación, la ley define a un fondo de inversión inmobiliaria (artículo 6º), expresando que es

el que tendrá por objeto la inversión de sus recursos en valores y bienes de los referidos

en los números 10), 11) y 12) del artículo 5º", [antes citado, agregando que, adicionalmente estará facultado para invertir sus recursos en valores propios de los fondos de inversión en general, aunque] en el segundo año de funcionamiento, la inversión, como promedio anual, en los valores y bienes estipulados en los números 10), 11) y 12) del artículo 5º deberá ser, a lo menos, el treinta por ciento del activo total del fondo, [y que, a contar del tercer año, dicho promedio] deberá ser a lo menos el cincuenta por ciento del activo total del fondo.

Evidentemente estas disposiciones legales, confirmando a los FII una cierta flexibilidad en su cartera de inversiones, determinan un giro principal en el ámbito inmobiliario. Al interior de éste, el número 10) del artículo 5º restringe las inversiones en bienes raíces no sólo a Chile, sino específicamente a las áreas urbanas del país.

La Ley nº18 815 fue recientemente modificada por la Ley nº19 301 (1994). En relación a los FII, el artículo tercero de esta nueva ley cambia significativamente el número 10) del artículo 5º de la ley anterior, el que queda ahora redactado en los siguientes términos:

10) Bienes raíces ubicados en Chile, cuya renta provenga de su explotación como negocio inmobiliario. [Complementariamente, se señala que] para los efectos de esta ley, se entenderá por negocio inmobiliario el referido a la compraventa, arrendamiento o leasing de bienes raíces, siempre que estas últimas actividades sean encargadas a terceros mediante los procedimientos y con los resguardos que establezca la Superintendencia, por norma de carácter general.

Otra modificación afecta el artículo 8º, el cual ahora alude expresamente a los FII, indicando en relación a ellos que

la inversión en títulos de un emisor, o en un bien raíz específico no podrá directa o indirectamente representar más del 20% del activo del fondo; si dicho bien raíz forma parte de un conjunto o complejo inmobiliario, según lo defina

la Superintendencia, este límite, para el total de bienes raíces del mismo conjunto será de un 40% del activo del fondo.

Sin duda las modificaciones más relevantes contenidas en la nueva ley se refieren, de un lado, a la supresión del calificativo urbano y a la consiguiente ampliación de las inversiones a todo tipo de bien raíz “cuya renta provenga de su explotación como negocio inmobiliario”, de otro lado –pero en relación a lo anterior– a la definición de “negocio inmobiliario”, abriendo explícitamente la opción de que los FII financien operaciones y proyectos inmobiliarios cuya ejecución sea encargada a terceros.

En consecuencia, los FII, además de poder invertir ahora en activos inmobiliarios agrícolas y rurales –obteniendo las rentas propias de la compraventa, el arriendo o el leasing–, están facultados asimismo para actuar directamente en la oferta y no sólo en la demanda de bienes raíces en general. Esto permite un doble posicionamiento que puede tener gran incidencia tanto en el sector de la construcción cuanto en el mercado inmobiliario, comprometiendo de paso a la intermediación financiera de la industria bancaria.

Previendo esta singular posición, y el rol contralor que podrían alcanzar los FII en su ámbito de acción, tanto la primera ley como la segunda modificatoria establecieron disposiciones regulando la propiedad de los FII.

El Título III de la Ley nº18 815 está referido a los aportes y aportantes a los fondos de inversión, definiendo su monto y número mínimo y estableciendo límites a la concentración de la propiedad. En efecto, se establece que

transcurridos cinco años, el número de aportantes no podrá ser inferior a cien que cumplan el requisito de ser dueños, cada uno de ellos, de menos del diez por ciento del patrimonio del fondo y que la inversión respectiva no sea inferior al equivalente a cien unidades del fomento¹ (artículo 18º).

Se establece asimismo, en el artículo siguiente, que

después de un año desde el inicio de sus operaciones, ninguna persona podrá poseer directamente o a través de personas relacionadas, un veinte por ciento o más del patrimonio del fondo.

La Ley nº19 301 modifica sin embargo los artículos 18º y 19º, rebajando de cien a cincuenta el número mínimo de aportantes, y subiendo del veinte al veinticinco por ciento de las cuotas del fondo el máximo posible de ser controlado por una persona por sí sola o en un acuerdo de actuación conjunta.

Como se verá más adelante, estas disposiciones son muy pertinentes toda vez que los inversionistas, entre ellos los institucionales y sobre todo los fondos de pensiones, pueden llegar a ejercer un importante control no sólo en cada uno sino, simultáneamente, en muchos de los fondos inmobiliarios.

En relación a lo anterior, las normas legales que regulan a los FII se complementan, para efecto de las inversiones en ellos de los fondos de pensiones, con las propias del texto actualizado del Decreto Ley nº3500 de 1980 y reglamentos del sistema de pensiones de capitalización individual (Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, 1994a).

Dicho texto fija tanto un límite de inversión por instrumento –en este caso los FII– como un límite por emisor –es decir, cada FII–. Respecto del primero, se establece que el mismo no podrá exceder del 10% del fondo de pensiones acumulado. En cuanto al segundo, el máximo permitido corresponde al 5% del valor del fondo de cada AFP o al 10% de las cuotas suscritas de cada FII, rigiendo el menor de estos valores como límite.

En la práctica, dado que hasta ahora los FII son en general menores que los fondos de las AFP, el único límite que opera restrictivamente es el del 10% de las cuotas suscritas de cada FII (el cual por lo demás puede ser transitoriamente excedido en situaciones calificadas).

El cuadro 1 muestra que, al 30 de septiembre de 1993, doce fondos de pensiones participaban como aportantes en cuatro de los cinco FII existentes a la fecha. El total de su aporte ascendía a más de once mil millones de pesos,

¹ La unidad de fomento (UF) tiene una equivalencia en pesos que se ajusta diariamente según la variación del índice de precios al consumidor. Al momento de publicación de esta ley (29 de julio de 1989) el valor de la UF era de \$4 937,77 (US\$18).

Cuadro 1

Aportes de los Fondos de Pensiones a los Fondos de Inversión Inmobiliaria
(Al 30-09-1993, en miles de pesos)

Fondos de Pensiones	FII						%
	Cimenta Expansión	Aetfin Mixto	Santiago	Américas Raíces	Santander Plusvalía	Total Fondo de Pensiones	
Santa María	794.193	548.510	142.608	1.088.593	0	2.573.904	22,25
Provida	823.258	0	0	1.088.593	0	1.911.851	16,40
Cuprum	0	749.417	104.389	544.296	0	1.398.102	12,08
Unión	271.755	535.754	135.477	430.551	0	1.373.537	11,87
El Libertador	640.150	200.110	216.478	0	0	1.056.738	9,13
Planvital	0	0	0	761.862	0	761.862	6,59
Habitat	0	688.826	0	0	0	688.826	5,95
Protección	0	0	212.485	435.132	0	647.617	5,60
Banguardia	202.726	0	0	217.566	0	420.292	3,63
Summa	356.043	0	0	0	0	356.043	3,08
Invierta	0	0	0	326.730	0	326.730	2,82
Futuro	0	0	53.050	0	0	53.050	0,46
Total en FII	3.087.125	2.722.617	864.487	4.893.323	0	11.568.552	100,00
%	26,09	23,53	7,47	42,30	0	100,00	
Patrimonio FII	7.266.180	7.972.524	1.426.076	7.633.890	1.111.516	25.410.186	
% Del fondo de Pensiones en los FII	42,49	34,15	60,62	64,10	0	45,53	

0= No registrado entre los 12 mayores aportantes

Fuente: Elaborado con información de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) para Fondos de Inversión, SVS (1993a) fichas Modelo de Presentación de Estados Financieros para Fondos de Inversión, SVS (1993e).

representando un 45,5% del patrimonio total de los FII. El control de la propiedad superaba al 60% en dos casos (Américas y Santiago) y era minoritario en los otros dos (Cimenta y Aetfin).

De las inversiones totales de los fondos de pensiones en los FII, el mayor porcentaje se concentra en Américas, y el menor en Santiago (42,3 y 7,4 respectivamente), no verificándose, en consecuencia, una correlación entre el monto invertido y el control de la propiedad en cada FII.

Por lo demás, en los mismos cuatro FII en que participan los fondos de pensiones, los diez mayores aportantes —incluidos entre ellos compañías de seguros, corredores de bolsa, y otras personas jurídicas y naturales nacionales y extranjeras— concentraban entre un 70 y un 99% de la propiedad total. La excepción la constituía Santander, donde los diez mayores aportantes sólo poseían un 0,15% de ese FII. El mayor número de aportantes, 300, se registraba en Aetfin,

y el menor, 20, en Santiago (Superintendencia de Valores y Seguros, 1993d y e).

En el mismo cuadro 1 se puede observar que el fondo Santa María presentaba el mayor volumen de inversión en los FII, con un 22,2% del total aportado por el conjunto de los fondos de pensiones; el menor, de sólo 0,46%, correspondía a Futuro. De los doce fondos de pensiones aportantes, cinco de ellos (Santa María, Provida, Cuprum, Unión y El Libertador) concentraban más del 70% de los aportes totales originados en el sistema previsional.

Así pues, es evidente que el fondo de pensiones, a través de sus distintas administradoras, juega un rol fundamental en los FII. El potencial crecimiento de estos últimos —considerando que los límites de inversión están en general muy lejos de ser restrictivos— resulta ser una variable muy ligada a la propia evolución del fondo de pensiones y a sus opciones de inversión.

El nuevo sistema previsional chileno —iniciado el 1º de mayo de 1981— acumulaba más de US\$7000 millones en diciembre de 1990. En este año su tasa de crecimiento alcanzó el 32,4% (Cheyre, 1991:95). Con alrededor de 3 700 000 afiliados —casi un 80% de la fuerza de trabajo— el fondo de pensiones representaba un ahorro cercano a los US\$2000 por cotizante.

Ya un año antes, en diciembre de 1989, el fondo era equivalente al 30,8% del M7; es decir, del ahorro financiero constituido básicamente por los pasivos del sistema monetario en manos del sector privado (Informe Gémines, 1990).

A septiembre de 1990, según datos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones y del Banco Central de Chile, la cartera de inversiones de dichos fondos en el sistema financiero incluía cerca del 96% de todos los papeles de la Tesorería, el 38% de los del Banco Central, casi el 20% de los depósitos en moneda nacional, el 56% del total de letras hipotecarias, el 55,6% de todos los bonos de empresas, y el 5,2% de sus acciones (Estrategia, 1991).

Así, pues, la magnitud del fondo es tal que los sistemas financiero y previsional resultan prácticamente indisolubles; más, el fondo no sólo incrementa sustantivamente el ahorro nacional —estimándose que a mediano plazo equivaldrá al producto geográfico anual— sino que, por lo mismo, ha influido fuertemente en el crecimiento y modernización del mercado de capitales y, más recientemente, en la tendencia sostenida a la desintermediación financiera, reflejada en las emisiones de bonos, que ya representan un porcentaje significativo respecto a las colocaciones bancarias.

Aunque las inversiones de las AFP se relacionan con tres áreas institucionales —estatal, financiera y de empresas— la proporción entre ellas ha variado desde el inicio del nuevo sistema. El porcentaje colocado en instrumentos de las instituciones financieras ha caído, de un 71,3% en 1981, a un 33,4% en 1990, mientras que las inversiones en títulos estatales crecían del 28,1 al 44,1%, y otro tanto sucedía con las orientadas a las empresas, que pasaban de un insignificante 0,6%, al 22,4% en igual período (Iglesias *et al.*, 1991:86). Estatización, por una parte, y desintermediación y privatización, por otra.

Con el crecimiento del fondo ha variado ciertamente su reglamentación, pasando de opciones de inversión básicamente de renta fija, a una creciente participación de instrumentos privados y de renta variable. En rigor, inicialmente se ha privatizado la administración; en el futuro, el fondo mismo se irá desestatizando. Con todo, demostrada la insuficiencia del solo ajuste de los límites de inversión por tipo de instrumento, ha sido indispensable la apertura de nuevas opciones de inversión, ya sea en el giro inmobiliario y en el financiamiento de empresas del sector de obras públicas o, incluso, en el extranjero.

No cabe duda, pues, de que el fondo, amén de generar una alta rentabilidad para los afiliados —del orden del 13% como promedio anual— se ha convertido en un instrumento de trascendencia macroeconómica de alta incidencia en las finanzas públicas y privadas y ciertamente decisivo en términos de ahorro e inversión. En efecto, si ya a fines de 1990 el fondo —con US\$7000 millones— tenía una relevancia económica indiscutible, sólo 40 meses después, al 30 de abril de 1994, su posición financiera era totalmente estratégica, al acumular US\$17 650 millones (Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, 1994a).

En consecuencia, y considerando el límite de 10% de este monto, la inversión actual del fondo de pensiones en los fondos inmobiliarios podría crecer en aproximadamente 60 veces, con el consiguiente impacto en el mercado inmobiliario y en sus sectores afines.

2. INVERSIONES DE LOS FONDOS INMOBILIARIOS

En primer término se analizará —en cuatro cortes temporales— la evolución de las inversiones financieras e inmobiliarias de los FII, atendiendo las proporciones entre unas y otras establecidas por la ley, y la constitución relativamente reciente de dichos fondos. Debe tenerse presente, sin embargo, que el período de análisis es previo a las modificaciones de la Ley nº19 301 de 1994.

A continuación interesará observar la composición desagregada de la propia cartera de inversiones inmobiliarias, en cuanto a los

Cuadro 2

Fondos de Inversión Inmobiliaria.
Inversiones Financieras (1) e Inmobiliarias
(en porcentajes (2) de los activos de cada FII)

FII	Inversiones Financieras				Inversiones Inmobiliarias			
	31 mar 92	30 sep 92	31 mar 93	30 sep 93	31 mar 92	30 sep 92	31 mar 93	30 sep 93
Aetfin-Mixto	75,06	63,81	28,18	29,44	23,23	35,82	70,66	69,80
Cimenta-Expansión	-	3,16	1,78	14,63	99,83	96,40	98,04	85,09
Santiago	-	99,28	49,93	25,12	-	0,71	50,07	74,83
Las Américas	-	-	96,88	81,85	-	-	2,86	15,77
Raíces	-	-	-	-	-	-	-	-
Santader	-	-	16,57	22,30	-	-	83,43	77,07
Plusvalía	-	-	-	-	-	-	-	-

(1) En valores de la oferta pública, incluyendo títulos de deuda y títulos de renta variable. En los casos de los FII Aetfin-Mixto y Cimenta-Expansión están incluidos además valores de capital de riesgo y del sector inmobiliario (mutuos hipotecarios).

(2) Los porcentajes no siempre suman exactamente 100,00 en la fuente de información.

Fuente: SVS (1992 y 1993a) (1992 y 1993b) (1992 y 1993c).

distintos tipos de bienes raíces que la integran y a su relación con las opciones de renta por arrendamiento o leasing.

El cuadro 2 muestra, para cada FII y en cada corte temporal, la proporción financiera-inmobiliaria de la cartera de inversiones. En general, con la sola excepción de Américas, a septiembre de 1993 los FII exceden ampliamente el mínimo legal de 50% relativo a las inversiones propiamente inmobiliarias. Si bien en algunos casos se registra un cierto incremento del porcentaje financiero en la última fecha, la tendencia general es claramente indicativa de una opción preferente por el giro inmobiliario.

En la misma línea de análisis, el cuadro 3 registra las proporciones porcentuales agregadas para el conjunto de los FII, confirmándose lógicamente la tendencia comentada aunque en promedios menores (dada la diversa incidencia absoluta de cada FII y en particular la muy alta correspondiente a Américas, según se indicó en el cuadro 1).

El mismo cuadro 3 muestra el rápido crecimiento de las inversiones totales de los FII. En efecto, entre marzo de 1992 y marzo

de 1993, éstos crecen en un 138%, y en el año de septiembre de 1992 a septiembre de 1993, en 114%. En los 18 meses comprendidos en el estudio, el incremento es próximo al 190%.

En cuanto a la composición de la cartera inmobiliaria por tipo de bien raíz, el cuadro 4 refleja la evolución temporal de aquella para cada FII.

Como se puede observar en este cuadro, los FII presentan una disímil orientación a segmentos funcionales del mercado inmobiliario; mientras Aetfin concentra en casas, departamentos y oficinas un 86,7% de sus inversiones a septiembre de 1993, Cimenta y Santiago, en cambio, se especializan en locales, galpones y edificios industriales, bienes que representan un 85,5 y un 80,7% de sus respectivas carteras a igual fecha.

Esta distinta especialización está a su vez relativamente asociada con la opción principal de renta inmobiliaria elegida por cada FII. En efecto, de los datos de la SVS (1992 y 1993a) se deduce que Aetfin —único fondo con una cartera significativa de oficinas y departamentos, en una proporción de 3 a 1 entre aquéllas y éstos— opera casi en un 100%

Cuadro 3

Fondos de Inversión Inmobiliaria (1)
Inversiones totales acumuladas y variaciones porcentuales en las
inversiones Financieras e Inmobiliarias
(en porcentajes y miles de pesos de cada año)

Fecha	Inv. Financieras (%)	Inv. Inmobiliarias (%)	Inv. Total (M\$)
31-Mar-92	49,80	50,20	8.760.402
30-Sep-92	42,50	57,50	11.867.578
31-Mar-93	43,88	56,12	20.827.715
30-Sep-93	40,66	59,34	25.390.946

(1) Incluye todos los FII existentes en cada fecha

Fuente: Elaborado según información de la SVS (1992 y 1993a) (1992 y 1993b) (1992 y 1993c).

Cuadro 4

Fondos de Inversión Inmobiliaria.
Cartera de Inversiones en Bienes Raíces de cada FII
(en miles de pesos de cada año)

FII	Tipo de bien raíz					
	Terrenos sin edificar	Deptos. y Oficinas	Casas	Locales	Galpones y edificios industriales	Otros
<i>Aetfin-Mixto</i>						
31-mar-92	26.557	535.451	444.777	245.852	97.820	0
30-sep-92	51.296	1.018.753	1.104.566	466.508	99.353	0
31-mar-93	53.790	2.562.331	2.070.829	531.260	100.896	0
30-sep-93	56.649	2.823.125	2.051.226	551.844	127.655	0
<i>Cimenta-Expansión</i>						
31-mar-92	0	0	0	2.115.952	0	931.019
30-sep-92	0	0	683.531	2.414.166	0	985.367
31-mar-93	0	0	0	3.917.250	72.025	853.560
30-sep-93	0	0	0	5.324.954	77.534	912.373
<i>Santiago</i>						
30-sep-92	0	0	0	0	0	0
31-mar-93	0	0	0	54.4542	0	14.250
30-sep-93	0	156.928	35.194	617.836	249.205	15.282
<i>Américas-Raíces</i>						
31-mar-93	183.264	0	0	0	0	0
30-sep-93	196.563	159.807	0	850.236	0	0
<i>Santander-Plusvalía</i>						
31-mar-93	802.651	0	0	0	0	0
30-sep-93	0	0	0	860.895	0	0

Fuente: SVS (1992 y 1993a).

mediante leasing. Cimenta, por el contrario, arrienda la totalidad de sus propiedades comerciales e industriales.

A pesar de estar en este mismo segmento, Santiago obtiene sus rentas tanto por concepto de leasing como de arrendamiento (Obviamente Américas y Santander no presentan aún tendencias claras).

El cuadro 5 totaliza las inversiones del conjunto de los FII para cada tipo de bien raíz. Destaca, en los montos acumulados a septiembre de 1993, la alta participación –sobre el 50%– de los locales comerciales, seguida de la correspondiente a oficinas y departamentos, con un quinto del total.

Si se desagrega este último grupo (en la proporción señalada más atrás), la suma del área empresarial –locales, oficinas, galpones y edificios industriales– se eleva al 73%, quedando la diferencia para el rubro habitacional, terrenos sin edificar y otros.

En el mismo cuadro 5 es posible constatar la evolución temporal de las inversiones según tipo de bien raíz. El comportamiento más variable –con la excepción coyuntural de los terrenos sin edificar y de la categoría otros– se evidencia en el alza sostenida de la

participación de los departamentos y oficinas (que, como se sabe, corresponde mayoritariamente a estas últimas), y también en el alza y posterior caída del porcentaje propio de las casas. Los locales, galpones y edificios industriales presentan cifras relativas más estables.

¿Qué explica la diversa especialización en algunos FII? ¿Por qué los distintos tipos de bienes raíces acusan una participación diversa y más o menos variable en el tiempo? Sin duda que la gestión de los FII está orientada a obtener la mayor rentabilidad dentro del marco legal, asumiendo un cierto riesgo, la diversificación de la cartera de inversiones, y la opción preferente por operaciones de arrendamiento o leasing, resultarían indicativas de conceptos de negocio disímiles, en búsqueda de beneficios a plazo largo o mediano, y con una orientación a la demanda de las empresas o de las familias.

De hecho, el marco legal y reglamentario es bastante liberal en relación a la gestión y composición de la cartera inmobiliaria de los FII. En efecto, fuera de la modificación al artículo 8º contenida en la Ley nº19 301 de 1994, sólo hay escasas disposiciones en el reglamento de la primera ley.

Cuadro 5

Fondos de Inversión Inmobiliaria.
Cartera total de inversiones en Bienes Raíces
(en miles de pesos de cada año y porcentajes)

Tipo de bien raíz	31-Mar-92		30-Sep-92		31-Mar-93		30-Sep-93	
	M\$	%	M\$	%	M\$	%	M\$	%
Terrenos sin edificar	26.557	0,60	51.296	0,75	1.039.705	8,76	253.212	16,8
Departamentos	535.451	12,18	1.018.753	14,93	2.719.259	22,92	3.139.860	20,84
Casas	444.777	10,11	1.788.097	26,20	2.070.829	17,45	2.086.420	13,84
Locales	2.361.804	53,71	2.880.674	42,22	4.993.052	42,08	8.205.765	54,46
Galpones y Edif. Indust.	97.820	2,22	99.353	1,46	172.921	1,46	454.394	3,01
Otros	931.019	21,17	985.367	14,44	867.810	7,31	927.655	6,16
Total	4.397.518	100,00	6.823.540	100,00	11.863.576	100,00	15.067.306	100,00

El Decreto Supremo nº864 (1990), que aprueba el reglamento de la Ley Nº18 815, especifica entre otros aspectos, que

Las adquisiciones o enajenaciones de bienes raíces por un monto igual o inferior al menor valor entre el 5% del activo total del fondo y 10 000 unidades de fomento a la fecha de la operación, deberán estar sustentadas con, a lo menos, dos tasaciones de peritos independientes no relacionados con la sociedad administradora (...), [y que las operaciones sobre bienes raíces por montos superiores al menor valor referido] "deberán contar previamente con una tasación comercial del inmueble, la que deberá realizarse por auditores externos inscritos en el Registro de Auditores que tiene la Superintendencia (...)" (artículo 25º).

Así pues, las variables y criterios a considerar al momento de tomar decisiones de inversión inmobiliarias quedan, como es lógico en el contexto de una economía de mercado, a consideración de cada FII. De aquí el interés del análisis comparado, y a la vez agregado, de la conducta de cada fondo y del sistema en su conjunto.

Debe tener presente, sin embargo, la conjunción de dos situaciones al momento de evaluar el desempeño inicial de los FII: de un lado, ciertamente su irrupción reciente en el mercado, con un carácter de hecho experimental (al punto que la ley original es modificada antes de un quinquenio); de otro, el mismo dinamismo del mercado inmobiliario durante el período observado, caracterizado por un auge importante del sector de la construcción.

3. INVERSIONES POR COMUNA Y REGION

Las decisiones de inversión en bienes raíces involucran, ciertamente, una opción de localización amén de la opción por un cierto tipo funcional. Es más, ambas opciones resultan en gran medida indisociables, y la rentabilidad será en general una función de ambas. A plazo largo, esta última estará más ligada a las externalidades propias de la localización, sien-

do esta variable por lo demás la que en definitiva segmenta el mercado en su dimensión no sólo funcional, sino también social.

Pero si la rentabilidad de las inversiones inmobiliarias depende del factor locacional, también éste resulta determinante del impacto agregado de los FII en las comunas u en las regiones. En efecto, dado el volumen de los recursos financieros actuales y potenciales de los FII, y el rol estratégico que pueden jugar en el mercado inmobiliario y en los sectores económicos más vinculados a él, la orientación locacional de sus inversiones puede resultar clave para el desarrollo local y regional.

Se trata pues, ciertamente, de un vector económico de gran fuerza cuya dirección estará tal vez en un número menor de administradoras, y en cuya propiedad se reiterarán a menudo los mismos inversionistas.

Interesará a continuación analizar las conductas y tendencias de localización de las inversiones inmobiliarias de los FII, verificando probables patrones de concentración comunal y regional de las mismas. Una tal concentración no sólo podría acentuar la previamente existente en términos geoeconómicos, sino de paso agudizar la concentración socio-territorial de ingresos, toda vez que en gran parte los recursos en cuestión pertenecen al fondo de pensiones, son propiedad de todos sus afiliados, y se originan en función de sus contribuciones en cada una de la regiones del país.

Por consiguiente, además de un probable efecto geográfico concentrador, puede darse también un posible efecto regresivo en términos distributivos.

Pues bien, iniciando este análisis, los cuadros 6a, b, c, d y e muestran la evolución temporal de la orientación por comuna, tanto en la Región Metropolitana, RM, como en el resto del país, de las inversiones en bienes raíces de cada uno de los FII.

El FII con mayor diversificación geográfica es Aeftin, con una cobertura que incluye a trece comunas de la RM y seis de otras regiones, un número extraordinariamente bajo en relación al total de comunas con áreas urbanas en el país. El cuadro 6a muestra que, en las cuatro fechas, la comuna de Providencia ocupa casi siempre el primer lugar, creciendo fuertemente en 1993. En 1992, Viña del Mar,

Cuadro 6a
FII Aetfin-Mixto
Inversiones en Bienes Raíces por Comuna
(en miles de pesos de cada año)

Comunas	31-Mar-92	30-Sep-92	31-Mar-93	30-Sep-93
<i>RM</i>				
Las Condes	245.449	688.973	810.410	991.405
Santiago	100.370	361.365	476.297	506.225
Providencia	618.104	680.107	2.471.713	2.556.429
Vitacura		89.965	293.802	433.114
Nuñoa			10.886	11.339
Lo Barnechea		108.686	144.040	197.453
Quilicura		165.892	173.445	205.677
La Reina	26.557	27.881	29.319	30.994
Maipu			201.990	
Recoleta				40.707
Est. Central	25.558	26.228	27.228	29.212
San Bernardo			18.563	19.408
Lo Prado		16.623	17.252	17.639
<i>Resto de Chile</i>				
Antofagasta		29.327	28.527	27.524
Zapallar				19.658
Maintencillo		72.454	74.508	76.793
Viña del Mar	306.602	318.940	378.125	417.954
Concepción		28.484	29.293	29.993
Temuco		125.411	133.238	

Fuente: SVS (1992 y 1993a)

Las Condes y Santiago son también destinos principales de las inversiones, registrándose en el mismo año la inclusión de algunas comunas industriales, en el caso de la RM, y de varias otras en el resto de Chile, en general en ciudades importantes o centros turísticos. A septiembre de 1993 tres cuartas partes de las inversiones acumuladas se radican en el sector suroriente de la capital, que concentra los ingresos medios y altos. Esta localización preferente es concordante con la especialización funcional de Aetfin en la categoría oficinas, departamentos y casas.

El cuadro 6b, correspondiente al FII Cimentita, especializado en locales, galpones y edificios industriales, acusa una preminencia permanente de la comuna de Santiago, correspondiente al centro tradicional de la ciudad, y un fuerte crecimiento de la participación de Las Condes, comuna con una fuerte concen-

tración de comercios y servicios para los sectores de mayores ingresos.

Los cuadros 6c, d y e no permiten detectar tendencias claras, al registrar inversiones menores sólo durante 1993. Aunque se trata de fondos ciertamente en etapa de iniciación —y por ende acogidos a las normas de excepción correspondientes— llama la atención la orientación extrametropolitana del FII Américas, diferenciándose de manera singular del resto de los fondos.

El cuadro 7 totaliza las inversiones del conjunto de los FII en la comunas de la RM: sólo 15 de ellas, menos de la mitad de las que conforman el Área Metropolitana de Santiago, que es a su vez sólo una parte aunque la principal de la Región, reciben recursos de los FII.

Como se registra en el cuadro 7, durante 1992 la comuna de Santiago es el principal destino de las inversiones inmobiliarias,

Cuadro 6b

FII Cimenta-Expansión

Inversiones en Bienes Raíces por Comuna

(en miles de pesos de cada año)

Comunas	31-Mar-92	30-92	31-Mar-93	30-Sep-93
<i>RM</i>				
Las Condes	931.019	1.365.136	1.426.768	2.045.715
Santiago	2.115.952	2.239.470	2.499.390	2.666.364
Providencia		65.016	76.669	81.852
Vitacura		328.190	455.826	488.116
Nuñoa		85.252	98.939	229.188
La Reina			140.851	150.374
Maipu			72.367	77.260
San Joaquín			72.025	77.260
Puente alto				211.966
<i>Resto de Chile</i>				
Concepción				284.491

Fuente: SVS (1992 y 1993a)

Cuadro 6c

FII Santiago

Inversiones en Bienes Raíces por Comuna

(en miles de pesos de cada año)

Comunas	31-Mar-92	30-Sep-92	31-Mar-93	30-Sep-93
<i>RM</i>				
Las Condes			397.532	431.675
Santiago				177.405
Providencia				139.355
Vitacura			171.260	219.960
Maipu				36.350
<i>Resto de Chile</i>				
Antofagasta		-		71.900

Fuente: SVS (1992 y 1993a)

Cuadro 6d

FII Las Américas-Raíces

Inversiones en Bienes Raíces por Comuna

(en miles de pesos de cada año)

Comunas	31-Mar-92	30-Sep-92	31-Mar-93	30-Sep-93
<i>RM</i>				
Santiago				159.807
<i>Resto de Chile</i>				
La Serena			183.264	196.563
Chillan				543.323
Temuco				306.913

Fuente: SVS (1992 y 1993a)

siendo el segundo Las Condes y el tercero, Providencia. En septiembre del mismo año, el número de comunas receptoras de recursos de los FII se había duplicado, incorporándose Vitacura en un cuarto lugar, y otras áreas residenciales e industriales. En 1993, Las Condes desplaza a Santiago como orientación principal de los FII, y el conjunto de las comunas

del área suroriente de Santiago concentra, en septiembre de ese año, el 67,7% de todas las inversiones localizadas en la RM, es decir, más de dos tercios del total regional. En igual fecha, sin embargo, el número de comunas receptoras de recursos de los FII se ha triplicado respecto del inicial, registrado sólo 18 meses antes.

Cuadro 6e

FII Santander-Plusvalía
Inversiones en Bienes Raíces por Comuna
(en miles de pesos de cada año)

Comunas	31-Mar-92	30-Sep-92	31-Mar-93	30-Sep-93
<i>RM</i> Las Condes			802.651	860.395

Fuente: SVS (1992 y 1993a)

Cuadro 7

Fondos de Inversión Inmobiliaria
Inversiones en Bienes Raíces por Comuna en la RM
(en miles de pesos de cada año y porcentajes)

RM	31-Mar-92		30-Sep-92		31-Mar-93		30-Sep-93	
COMUNAS	M\$	%	M\$	%	M\$	%	M\$	%
LAS CONDES	1.176.468	28,96	2.054.109	32,87	3.437.361	32,16	4.329.690	33,07
SANTIAGO	2.216.322	54,55	2.600.835	41,62	2.975.687	27,94	3.509.801	26,81
PROVIDENCIA	618.104	15,21	745.125	11,92	2.548.382	23,85	2.776.636	21,21
VITACURA			418.155	6,69	920.888	8,62	1.141.190	8,72
ÑUÑO A			85.252	1,36	109.825	1,03	240.527	1,83
PUENTE ALTO							211.966	1,62
LO BARNECHEA			108.696	1,74	144.040	1,35	197.453	1,51
QUILICURA			165.892	2,65	173.445	1,62	205.677	1,57
LA REINA	26.577	0,65	27.861	0,45	170.170	1,59	181.368	1,38
MAIPU					72.367	0,68	113.610	0,87
SAN JOAQUIN					72.025	0,67	77.534	0,59
RECOLETA							40.707	0,31
EST. CENTRAL	25.558	0,63	26.358	0,42	27.228	0,25	29.212	0,22
SAN BERNARDO					18.563	0,17	19.408	0,15
LO PRADO			16.623	0,27	17.252	0,16	17.639	0,13
TOTAL RM	4.063.009	100,00	6.248.906	100,00	10.687.233	—	13.092.418	100,00

(1) Incluye todos los FII existentes en cada fecha.

Fuente: Cuadros 6 a,b,c,d y e.

Pues bien, siendo esta la situación en la RM, es de interés observarla a continuación en relación al conjunto del país. El cuadro 8

muestra las inversiones en bienes raíces de todos los FII en cada región, y su evolución en cada uno de los cortes temporales del análisis.

Cuadro 8

Fondos de Inversión Inmobiliaria (1)
Inversiones en Bienes Raíces por Región
(en miles de pesos de cada año y porcentajes)

REGIONES	31-Mar-92		30-Sep-92		31-Mar-93		30-Sep-93	
	M\$	%	M\$	%	M\$	%	M\$	%
I								
II			29.327	0,43	28.527	0,25	99,424	0,66
III								
IV					183.624	1,59	196,563	1,30
V	306.602	6,97	397.414	5,82	452.633	3,93	514,403	3,41
VI								
VII								
VIII	27.817	0,63	28.484	0,42	29.193	0,25	857,807	5,69
IX			125.411	1,83	133.238	1,16	30,913	2,04
X								
XI								
XII								
RM	4.063.009	92,39	6.248.906	91,50	10.187.233	92,82	13.092.418	86,89
PAIS (2)	4.397.428	100,00	6.829.542	100,00	11.514.088	100,00	15.067.528	100,00

(1) Incluye todos los FII existentes en cada fecha.

(2) Los totales difieren levemente de los correspondientes al Cuadro 5.

Fuente: Cuadros 6a,b,c,d, y e.

De las trece regiones de Chile, los FII sólo invertían en tres de ellas a marzo de 1992, y en seis en septiembre de 1993. Aunque en esta última fecha la RM registra una caída en términos porcentuales, prácticamente siempre bordea una cifra cercana al 90% de todas las inversiones inmobiliarias de los FII. Entre marzo de 1992 y marzo de 1993, la única otra región con una participación significativa es la V, Valparaíso. Recién en septiembre de 1993 la octava del Bío-Bío, cuya capital es Concepción, adquiere una proporción relevante superando a la de Valparaíso. En general, el cuadro 8 indica que, más allá de la altísima concentración metropolitana, los recursos de los FII se orientan a las regiones sedes de las mayores ciudades (algunas de las cuales tienen además relevancia turística).

Dada esta fuerte concentración, y conocido el origen previsional de cerca del 50% de los recursos financieros de los FII, es sugerente

—aunque no concluyente— contrastar el porcentaje de afiliados a las AFP por región (como un indicador aproximado de captación) frente a la distribución regional de las inversiones inmobiliarias de los FII.

Las cifras del cuadro 9 deben ser observadas considerando, de un lado, que gran parte del fondo de pensiones se invierte en otros instrumentos (bancarios, bursátiles, bonos de empresas, etc.), los cuales pueden presentar, directa o indirectamente, una asignación territorial distinta a la de las inversiones inmobiliarias (Daher, 1993). De otro lado, debe tenerse presente que los fondos inmobiliarios incluyen recursos ajenos al fondo de pensiones, y que además los FII destinan una proporción importante de sus recursos a inversiones financieras cuya traducción territorial puede diferir de la inmobiliaria, aunque lo más probable es que la confirme e incluso la agudice.

Cuadro 9

AFP: Afiliados por Región (Captaciones) (1)
e Inversiones Inmobiliarias (Colocaciones)
de los FII (2) por Región
(en porcentajes)

REGIONES	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	RM
Afiliados (captación)	2,8	3,3	1,8	3,0	10,2	5,0	5,2	11,2	4,0	6,1	0,6	1,4	45,3
Inversiones (colocación)		0,7		1,4	3,6			6,0	2,2				86,1

(1) A septiembre de 1990

(2) A septiembre de 1993. Se excluye el FII Santander-Plusvalía, único sin aporte de los fondos de pensiones. En consecuencia, los porcentajes difieren del cuadro anterior.

Fuentes: (1) Iglesias et al. (1990).

(2) Elaborado según información de la SVS (1992 y 1993a), (1993d) y (1993e).

Si bien la naturaleza del fondo de pensiones es de orden estrictamente previsional, su historia lo ha transformado –sin desvirtuarlo– en un pilar de la economía nacional constituido por las cotizaciones de millones de trabajadores afiliados. Si su impacto en el crecimiento convierte al fondo de pensiones en un instrumento macroeconómico, su efecto redistributivo es de interés macrosocial. Y ambas dimensiones resultan decisivas para el desarrollo regional.

A propósito de ésto, el gestor del nuevo sistema previsional en Chile afirmaba:

Si la previsión para algunos debe ser un canal redistributivo, por qué no convertirla también en un canal para regionalizar el país, objetivo social también muy atendible?, [concluyendo a continuación que] estas opciones pueden parecer absurdas –y lo son–, pero en definitiva llevan al mismo tipo de distorsiones que genera cualquier sistema cuando es alejado de las funciones que naturalmente le conciernen (Piñera, 1992:73).

Se ha demostrado en un estudio anterior que un 75% de las colocaciones del fondo previsional en bonos de empresas tienen una

orientación extrametropolitana (Daher, 1993), contribuyendo así a una redistribución potencial de las oportunidades de desarrollo. Aquí se ha podido verificar, en cambio, que la fracción del fondo de pensiones invertida en los FII presenta un fuerte sesgo concentrador, tanto en términos geográficos (RM) como sociales (comunidades con población de mayores ingresos).

Ambos estudios permiten afirmar que, con un signo u otro, el sistema previsional contribuye indirecta pero eficazmente a la transferencia territorial de vastos recursos de origen laboral, redistribuyéndolos tanto espacial como socialmente y, con ellos, concentrando o dispersando las oportunidades de desarrollo.

CONCLUSIONES

Los principales resultados alcanzados en este estudio pueden formularse en relación a las tres dimensiones centrales del análisis expuesto, a saber: la vinculación entre los FII y el fondo de pensiones; la especialización de la cartera inmobiliaria de los FII en función de ciertos sectores de demanda; y la orientación territorial de las inversiones de los fondos inmobiliarios.

Respecto del primer punto, las conclusiones más importantes apuntan al rol de los inversionistas institucionales, y específicamente del fondo de pensiones, en los aportes y el control de la propiedad de los FII. Los diez mayores aportantes son dueños del 70 al 99% del patrimonio de los FII. Entre ellos, cinco fondos de pensiones concentran el 70% de los aportes totales del sistema previsional, el cual a su vez controla cerca del 50% de la propiedad de los FII y, en dos de los cinco casos, más del 60%.

En relación a la segunda dimensión del análisis, cabe destacar la marcada especialización en los tipos de bienes raíces que integran la cartera inmobiliaria de los FII, orientándola en más de un 50% a locales comerciales, y en casi tres cuartas partes del total a satisfacer la demanda inmobiliaria propia de las funciones empresariales. En contraste, sólo cerca de un 25% de las inversiones de los FII apuntan a responder a la demanda habitacional.

El tercer ámbito de conclusiones del estudio, referido a la orientación territorial de las inversiones en bienes raíces de los FII, se resume en la acentuada concentración regional y comunal de estas mismas. De hecho, sólo seis de las trece regiones del país captan recursos de los FII, correspondiéndole a la Región Metropolitana cerca del 90% del total nacional. Esta concentración geográfica se especifica más aún en términos sociales, ya que las comunas de altos ingresos de la capital representan dos tercios de todas las inversiones inmobiliarias de los FII en la Región Metropolitana.

Si esta es la realidad actual de los FII, es necesario hacer algunos alcances relativos a su probable desempeño futuro, considerando el reciente cambio legislativo y el potencial crecimiento de los recursos de los fondos inmobiliarios. La irrupción de los FII en el mercado, en medio de un boom del sector de la construcción, les permitió crecer en un 190% en sólo 18 meses. Sin embargo, los FII podrían multiplicarse 60 veces si el fondo de pensiones optara por incrementar su participación en ellos dentro del límite legal vigente.

La misma ley, a su vez, faculta a los FII para operar con todo tipo de bienes raíces —ya no sólo urbanos— y, lo que es más importante, también para renovar, remodelar, construir y desarrollar bienes raíces a través de terceros.

La conjunción del enorme crecimiento potencial de los fondos inmobiliarios con los nuevos mercados y campos de acción abiertos en la reciente ley hace posible, prospectivamente, un singular posicionamiento estratégico de los FII tanto en la demanda como en la oferta de bienes raíces, involucrando de paso a la intermediación bancaria y financiera en general.

Este decisivo rol, respaldado por una enorme disponibilidad de recursos, no resultará indiferente al crecimiento comunal y regional y a las opciones de desarrollo en su dimensión socioterritorial.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Cheyre, Hernán (1991) *La previsión en Chile ayer y hoy. Impacto de una reforma*. Centro de Estudios Públicos (segunda edición). Santiago, Chile.
- Daher, Antonio (1993) "Territorios del capital bancario y previsional", en *Desafíos de la Descentralización* (245-272), I. Yrarrázaval (ed). Centro de Estudios Públicos, Santiago, Chile, y en *Revista Interamericana de Planificación*, Vol. XXVI, nº103:55-73, San Antonio, Texas.
- Decreto Supremo nº864 (1990) "Aprueba reglamento de la Ley nº18 815 sobre Fondos de Inversión" *Diario Oficial de la República de Chile*, 23 de febrero de 1990 (y sus rectificaciones en el *Diario Oficial* de 5 de marzo de 1990).
- Estrategia (1991). "10 años de AFP", *Estrategia*, 29 de abril de 1991. Santiago, Chile
- Iglesias Augusto *et al.* (1991) *10 años de historia del sistema de AFP. Antecedentes estadísticos 1981-1990*. Editado por AFP Habitat, Santiago, Chile.
- Informes Gémines (1990) "Análisis de la coyuntura económica" *Informe Gémines* nº114, Santiago, Chile.
- Ley nº18 815 (1989) "Regula Fondos de Inversión". *Diario Oficial de la República de Chile*, 29 de julio de 1989.

- Ley nº19 301 (1994) "Modifica diversos cuerpos legales relativos a mercados de valores, administración de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otras materias". *Diario Oficial de la República de Chile*, 19 de marzo de 1994.
- Piñera, José (1991) *El cascabel al gato. La batalla por la reforma previsional*. Zig-Zag, Santiago, Chile.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (1994a): *Boletín Estadístico* nº121, 29 de abril de 1994.
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (1994b) *Texto actualizados al 20 de marzo de 1990 del Decreto Ley nº3500 y Reglamentos del Sistea de Pensiones de Capitalización Individual*. Santiago, Chile.
- Superintendencia de Valores y Seguros (1992 y 1993a): *Cartera de Inversiones en Bienes Raíces (FII)*, 31 de marzo y 30 de septiembre de 1992 y 1993. SVS, Santiago, Chile.
- Superintendencia de Valores y Seguros (1992 y 1993b). *Cartera de Inversiones en capital de riesgo y del sector inmobiliario (FII)*, 31 de marzo y 30 de septiembre de 1992 y 1993. SVS, Santiago, Chile.
- Superintendencia de Valores y Seguros (1992 y 1993c). *Cartera de inversiones en valores de oferta pública: (FII)*, 31 de marzo y 30 de septiembre de 1992 y 1993. SVS, Santiago, Chile.
- Superintendencia de Valores y Seguros (1992 y 1993d). *Ficha Estadística Codificada Uniforme de estados financieros para Fondos de Inversión*, 30 de septiembre de 1993. SVS, Santiago, Chile.
- Superintendencia de Valores y Seguros (1992 y 1993e). *Modelo de presentación de estados financieros para Fondos de Inversión*, 30 de septiembre de 1993. SVS, Santiago, Chile.

Antonio Daber
Pontificia Universidad Católica de Chile
Instituto de Estudios Urbanos
El Comendador 1916
Casilla 16002-Correo 9
Santiago, Chile
Fax: 2328805
E-MAIL: IEU@LASCAR.PUC.CL