



FACULTAD  
DE CIENCIAS  
ECONÓMICAS

Licenciatura en Administración  
Especialidades: Finanzas y Dirección General  
Trabajo Final de Licenciatura

**Los fondos inmobiliarios de inversión en Argentina ¿Qué condiciones los hacen factibles?**

Un aporte realizado por:

Cañas, Mariana	29.739.699
Domig, Virginia Sabrina	39.304.188
Echenique, Santiago Elias	39.621.723
Flumian, Albertina	39.318.059

**Director - Experto:** Lic. Arreguy Agustín

**Coordinador de Cátedra:** Dr. Bruno Juan Manuel

**Tutor:** Mgter. Rezzonico Diego

Córdoba, Argentina, septiembre 2021



Los fondos inmobiliarios de inversión en Argentina ¿Qué condiciones los hacen factibles? por Mariana Cañas, Virginia Sabrina Domig, Santiago Elías Echenique, Albertina Flumian se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-  
NoComercial 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

*Agradecimientos:* Queremos agradecer en primer lugar a nuestras familias y amigos, quienes nos acompañaron durante todo este proceso apoyándonos y dándonos energía para seguir adelante, a nuestras parejas. A los docentes que nos compartieron sus conocimientos, experiencias y valores a lo largo de nuestra carrera; en especial al Lic Agustín Arreguy y su familia, por la paciencia; al equipo de Drama, Ignacio por sus buenas ideas y predisposición por compartimos su experiencia y conocimientos en esto de los fondos, a nuestro director Dr. Juan Manuel Bruno, y a nuestro tutor, al Mgter. Diego Rezzonico, por su acompañamiento, comentarios y sugerencias durante esta última etapa y en el desarrollo de este Trabajo Final de Licenciatura. Y a la Universidad Nacional de Córdoba por darnos acceso a una educación de calidad y excelencia. Como así también a la querida Facultad de Ciencias Económicas por darnos la oportunidad de formarnos como profesionales y personas socialmente responsables.

A todos ellos, muchas gracias por formar parte de nuestras vidas y hacer posible que todo esto suceda.

## **RESUMEN ESTRUCTURADO**

*Propósito:* En la presente investigación profesional centrada en los siete Fondos Cerrados de Inversión Inmobiliaria, en adelante se llamarán FCCI, emitidos en Argentina entre el año 2015 y el año 2020, se busca establecer variables económicas, sociales, comerciales, operativas, políticas y legales a fin de determinar su factibilidad en el territorio argentino.

*Metodología:* Para el análisis se conformaron las premisas que *conducen al éxito de un instrumento financiero*. Se realiza una revisión bibliográfica realizando un estudio exploratorio sustentado en fuentes de información oficiales y, por lo tanto, confiables con el objetivo de determinar la factibilidad de los FCCI en nuestro país. Para complementar el análisis realiza una revisión bibliográfica, pero ahora sobre las variables en las mismas categorías de documentos en los países: Colombia y EEUU.

*Resultados:* Luego de un análisis del macroentorno y la profundización sobre el microentorno del instrumento, se obtuvieron aquellos factores que lo vuelven exitoso dentro de Argentina. Por último, se realizaron conclusiones sobre su desempeño en base a los resultados obtenidos.

*Limitaciones:* Para el caso de Argentina encontrar una fuente de datos secundaria fidedigna y actualizada. Con respecto a los restantes países, obtener información estandarizada que sea susceptible de ser homogeneizada y que lo haga comparable, como fue necesario para nuestro trabajo.

*Originalidad-valor:* Éste trabajo permitirá no sólo generar una visión más completa sobre estos instrumentos financieros, sino que también brindará información sobre los beneficios que presentan a la hora de invertir en los mercados inmobiliarios.

**Palabras clave: Mercados Inmobiliarios, Fondos Comunes, Mercado Financiero.**

***Modalidad:* adoptada para la realización del Trabajo Final de Licenciatura es la de investigación exploratoria y descriptiva de tipo cualitativa.**

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	6
2. OBJETIVOS	7
3. MARCO CONCEPTUAL	8
4. METODOLOGÍA	10
<i>a) Justificación elección países</i>	10
<i>b) Investigación bibliográfica</i>	10
<i>c) Índices macroeconómicos de mercado</i>	10
<i>d) Índices microeconómicos</i>	11
<i>e) Lista factores de éxito</i>	11
A. Análisis descriptivo de las variables macroeconómicas relevantes	12
<i>A.1. - Análisis de variables económicas comparadas</i>	12
<i>A.1.1 - PBI per cápita (anual y en dólares a precios actuales)</i>	12
<i>A.1.2. - Variación total porcentual del PBI (anual)</i>	13
<i>A.1.3. - Coeficiente de Gini y situación sociodemográfica</i>	13
<i>A.1.4. - Riesgo País.</i>	14
<i>A.1.5. - Desempleo (porcentaje anual)</i>	15
<i>A.1.6. - Inflación</i>	16
<i>A.2 Análisis segregado de variables económicas por país</i>	18
<i>A.2.1 - PBI y % de contribución de la Actividad al Producto Bruto Interno argentino</i> <i>(porcentaje anual)</i>	18
<i>A.2.2 - Índice del costo de Construcción (ICC)</i>	18
<i>A.2.3 - Evolución del crédito</i>	19
<i>A.2.4 - Rentabilidad de los Activos Financieros en Argentina</i>	21
<i>A.2.5 - Evolución de las principales Tasas de Interés de Argentina</i>	21
B. Análisis descriptivo de las variables microeconómicas relevantes	22
<i>B.1- Cantidad de fondos y tipos de vehículos financieros inmobiliarios en el mercado</i>	22
B.2 Clasificación de cuotapartes / participaciones	23
<i>B.3. - Conformación institucional de los instrumentos financieros</i>	24
<i>B.4. - Variables de desempeño de los FCCI</i>	25
<i>B.4.1. - Calificaciones de riesgo</i>	25

<i>B.4.2. - Cantidad de capital invertido en los fondos</i>	26
<i>B.4.3. - Rendimientos medios esperados</i>	27
<i>B.4.4. - Situación impositiva general</i>	28
<i>B.4.5. - Plazo del fondo</i>	29
<i>B.5. - Sobre el mercado inmobiliario argentino</i>	30
<i>B.5.1. - General e internacional: variables que intervienen</i>	30
<i>B.5.2. - Instituciones inmersas en el sector</i>	31
<i>B.5.3 - Mercado: Demanda</i>	31
<i>B.5.4. - Mercado: Oferta</i>	31
<i>B.5.5. - Incentivos y desincentivos al sector</i>	31
<b>5. RESULTADOS</b>	32
A. Determinación de los factores del éxito del instrumento.	32
A.1. - El desarrollo de la securitización promueve la utilización del instrumento financiero	32
A.2. - Un crecimiento sostenido del PBI fomenta la confianza en los instrumentos de análisis	33
A.4. - Idoneidad de las políticas gubernamentales	33
A. 5. - Estrategia de la Administración.	34
<b>6. CONCLUSIONES / IMPLICACIONES / LIMITACIONES</b>	34
<b>7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	37
<b>8. ANEXOS</b>	38
ANEXO 1. PBI per cápita dólares actuales	38
ANEXO 2. Variación porcentual PBI	38
ANEXO 3. Coeficiente GINI	39
ANEXO 4. Tabla resumen de los siete fondos cerrados de Argentina.	38
ANEXO 5. Mapa - Ubicaciones	39
ANEXO 6. REITs	40
ANEXO 7. Fondos de Capital Privado de Colombia.	41

## ÍNDICE DE GRAFICOS

Gráfico I PBI per Cápita ajustado por Paridad del Poder Adquisitivo.....	12
Gráfico II Variación total porcentual del PBI (anual)* .....	13
Gráfico III Comparación de Coeficiente Gini* .....	14
Gráfico IV EMBI vs Tasa 10Y (EEUU)* .....	15
Gráfico V Porcentaje de Desempleo (anual)* .....	16
Gráfico VI Inflación* .....	17
Gráfico VII Contribución de la Actividad de Construcción en el PBI de Argentina* .....	18
Gráfico VIII Índice del costo de construcción* .....	19
Gráfico IX Evolución del crédito Hipotecario* .....	20
Gráfico X Rentabilidad de los Activos Financieros en Argentina .....	21
Gráfico XI Evolución de las tasas de interés.....	22

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla I Cantidad de fondos y tipos de vehículos financieros inmobiliarios en el mercado .....	22
Tabla II Clasificación de cuotapartes / participaciones .....	23
Tabla III Estructura y conformación institucional.....	25
Tabla IV Calificación de riesgo.....	26
Tabla V Cantidad de capital invertido en los fondos .....	27
Tabla VI Rendimientos medios esperados .....	27
Tabla VII Situación impositiva .....	28
Tabla VIII Plazo de los fondos.....	29

# 1. INTRODUCCIÓN

El sector inmobiliario de un país es un sector estratégico de la economía ya que existe una relación positiva entre el mismo y el crecimiento del PBI. Esto es así por su poderosa participación en la inversión y su consecuente efecto financiero, y por su amplio impacto en el empleo y en el gasto, lo que implica que el sector inmobiliario tiene un peso macroeconómico y estratégico superior. Este posibilita no solo estimular el crecimiento por medio del ahorro y la inversión, con beneficios para el mediano y largo plazo para una nación, sino también brindar rendimientos a los inversores, articulando así el sector financiero con el productivo.

Existen diferentes opciones a la hora de invertir en el mercado inmobiliario internacional, la denominación y las formas varían dependiendo del país en el que se desarrolle. En Argentina se recurre a los fideicomisos financieros en mayor medida, y luego a FCCI y crowdfunding en una menor proporción. En Colombia, se utilizan a los Fondos de Capital Privado de ahora en adelante FCP, y finalmente en los Estados Unidos, los Real Estate Investment Trusts de ahora en adelante REIT. Estos últimos se encuentran en el mercado desde 1960.

En los últimos 5 años se intentó incentivar el sector inmobiliario mediante FCCI, a través de sucesivas reformas legales que intentaron mejorar su atractivo. Tal como dijera el presidente de la Comisión Nacional de Valores Marcos Ayerra cuando se promulgó la Ley 27.440 Ley de Financiamiento productivo: *“Buscamos fomentar la canalización del ahorro nacional hacia inversiones productivas de largo plazo con herramientas eficientes: fideicomisos y fondos comunes cerrados”*. El mayor cambio se planteó en la Ley 27.440, específicamente el Artículo 206, regulación que permitía obtener beneficios impositivos y fiscales, y que favorecía un mejor funcionamiento de los fondos. Es así que los FCCI en Argentina se fomentaron sinérgicamente en torno a la ley de sinceramiento fiscal que posibilitó declarar en la AFIP moneda nacional, moneda extranjera y otros bienes que las personas físicas tenían en el país o en el exterior y que no habían declarado antes sin mayores penalidades. Se tiene en cuenta aquí que nuestro país sufre una deficiencia habitacional por la gran ausencia de políticas integrales en torno al hábitat, desarrollo territorial, suelo y vivienda.

Los FCCI son utilizados con frecuencia en los países de Latinoamérica por su flexibilidad, que entre sus principales ventajas, está su legalidad dada la fiscalización a la que se encuentran sujetos. Además, permiten diversificar el riesgo dentro de una inversión, a través del acceso a la información sobre negocios que como inversionista individual no se podría acceder. A esto se suma, la posibilidad de invertir en una amplia gama de bienes raíces de diferentes formas, permitiendo tener un portafolio diversificado en una sola inversión. Este instrumento resulta atractivo, ampliamente difundido, y es una opción fuertemente utilizada por los inversores de los países desarrollados, impulsados siempre por administradoras de fondos, bancos de inversiones, desarrolladores y agentes de liquidación.



La situación actual muestra que la profundidad del mercado de FCCI en Argentina es escasa. La sumatoria de los capitales de los 7 fondos actuales<sup>1</sup> representan 0,065%<sup>2</sup> del PBI Nacional<sup>3</sup> y el 1,70% dentro de la actividad de la Construcción (siendo la actividad de la Construcción el 3,84% del PBI Nacional) ambos para el año 2019. Esto implica que en la industria argentina la proporción de utilización de los FCCI en el sector inmobiliario, es limitada con respecto a otros instrumentos. Esto lo atribuimos a que el instrumento es relativamente nuevo, dado que el primer fondo creado data de diciembre de 2016. Además, no existen suficientes incentivos para virar hacia este instrumento, debido a que son regulados y controlados extensivamente por entidades públicas o autárquicas. En consecuencia, la falta de utilización y difusión de este instrumento, desaprovecha potencial de crecimiento del sector inmobiliario dentro del país.

Entonces la pregunta es ¿Qué condiciones determinan la factibilidad del desarrollo FCCI en el sector inmobiliario argentino?

## 2. OBJETIVOS

### General:

Determinar las factibilidades de los fondos cerrados de inversión en el sector inmobiliario argentino.

### Específicos:

1. Describir las variables económicas que permitan la comparación del mercado de fondos cerrados inmobiliarios de Argentina, Colombia y Estados Unidos.
2. Analizar la composición y estructura de los fondos cerrados existentes en Argentina y contrastarlos con los de Colombia y de Estados Unidos.
3. Identificar los factores del éxito que favorecen el desarrollo de los fondos cerrados inmobiliarios en los países de análisis.

---

<sup>1</sup> Los siete fondos cerrados de inversión inmobiliaria actuales de Argentina son:

1. Allaria Residencial Casas ARG I FCCI.
2. Consultatio Inmobiliario FCCI.
3. Quinquela + Predial FCCI.
4. Allaria Argencons Distrito Quartier Puerto Retiro FCCI Inmobiliario.
5. FCCI Inmobiliario al Río.
6. Allaria Residencial I FCCI Inmobiliario.
7. SBS Creaurban Desarrollo FCCI Inmobiliario.

<sup>2</sup> Para el cálculo de los porcentajes realizado, obtuvimos un promedio anual histórico del valor de venta del Banco Nación, que publica la editorial Errepar. Los datos obtenidos del PBI y de la actividad de construcción, provienen del INDEC.

<sup>3</sup> Para hacer más homogénea la comparación y análisis de datos, se toman los valores en dólares (a la cotización del periodo mencionado).

### 3. MARCO CONCEPTUAL

Los fondos de inversión, que las normas contables definen genéricamente como “*instrumento financiero es cualquier contrato que dé lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una entidad y a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra entidad*” (Norma Internacional de Contabilidad 32, 2008, pp 1533).

Por la naturaleza de la inversión y el horizonte temporal de largo plazo, una de las herramientas utilizadas es el Fondo Cerrado de Inversión que se define como “*una forma de inversión colectiva que permite agregar fondos de varios inversores con objetivos similares... donde... el número de cuotas partes es fijo y no puede haber rescate anticipado... estos fondos cotizan en bolsa y, de esa manera, sus cuotas partes tienen un mercado secundario.*” (Fanelli, 2010, pp. 11 y 14). La comprensión de sus características, su funcionamiento y modalidad de composición resultó el eje de nuestra investigación.

Por otra parte, ya adentrados en nuestros objetivos específicos se hace necesario definir el término factibilidad. Cuando hablamos de factibilidad nos referimos a la disponibilidad de los recursos necesarios para llevar a cabo los objetivos o metas señaladas, es decir, si es posible cumplir con las metas que se tienen en un proyecto, tomando en cuenta los recursos con los que se cuenta para su realización (Sapag Chain, 2011).

Por último, se hace necesario unificar criterios en cuanto a conceptos utilizados y muy difundidos en finanzas. Comenzando por el más importante, que es el *Riesgo*, y que es inherente a toda inversión. El riesgo es la probabilidad de un evento adverso y sus consecuencias. El riesgo financiero o no sistemático, se refiere a la probabilidad de ocurrencia de un evento que tenga consecuencias financieras negativas para una organización, debido a los cambios producidos en el sector en el que se opera, a la imposibilidad de devolución del capital por una de las partes y a la inestabilidad de los mercados financieros, es por ello que a mayor riesgo deberá ofrecerse mayor rendimiento (Brealey et al, 2010) . Para disminuir el riesgo, existe una herramienta que es la diversificación, permite equilibrar el rendimiento de la cartera de inversiones, entendida esta como el conjunto de instrumentos financieros que mantiene el inversor en donde se equilibran los riesgos individuales, disminuyendo la varianza de la cartera (Brealey et al, 2010). Muy relacionada se encuentra la noción de *Riesgo país*, que es la sobretasa de interés que paga cada país para financiarse en el mercado internacional. En esencia, mide la probabilidad (el riesgo) de que un Estado logre o no pagar los vencimientos de sus obligaciones (deuda externa, bonos, letras del tesoro) cuando corresponda. Para finalizar los conceptos relacionados al mundo de la finanzas, mencionamos las Securities, siendo estas documentos que confirman los derechos de propiedad o la emisión factual de un préstamo por parte del titular.

La *estabilidad macroeconómica es entendida* como una de las bases para el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico. (Fanelli, 2010). Y, en línea con la acepción de riesgo país y la estabilidad, tenemos la *Confianza*, en el presente trabajo se relaciona esta acepción con

la seguridad, en lo que respecta a lo institucional, y en cómo se cumplen las obligaciones contractuales contraídas; que se verá reflejado en la medición del riesgo país, ya que hace a la credibilidad, sostenimiento de los compromisos y, además del entorno macroeconómico, la estabilidad política y el marco jurídico e institucional (Vilariño Sanz, 2001).

## **Premisas**

Para comprender el análisis del presente trabajo, es necesario tener en cuenta las siguientes premisas, que incorporan las interrelaciones del marco teórico y, que servirán de base para el análisis posterior:

1. El crecimiento económico tiene una relación positiva con el mercado inmobiliario: cuando el mercado inmobiliario crece, el bienestar del hogar y la capacidad de tomar deuda incrementan, estimulando el gasto y la inversión en la economía que sirve como base para el crecimiento económico (Daher, 2013; citando a Miller et al, 2011; Schmalz et al, 2016). Por el contrario, las recesiones en el mercado inmobiliario disminuyen el gasto y la inversión, y luego tienen un impacto negativo en el crecimiento económico (Daher, 2013; citando a Nneji et al., 2013).
2. Relación entre el mercado inmobiliario y financiero: fluctuaciones positivas en los mercados financieros dan un aumento a los retornos de los inversores, así como la demanda por los inmuebles residenciales y para inversión, potenciando como consecuencia el mercado inmobiliario. A la inversa cuando el mercado inmobiliario crece, es más fácil para los propietarios de inmuebles acceder a hipotecas respaldadas por securities, que aumenta y mejora el mercado financiero.(My-Linh Thi Nguyen, 2019 )
3. Los ciclos de precios de la vivienda, y más ampliamente del sector inmobiliario, han estado estrecha y recurrentemente relacionados con las crisis bancarias y financieras (Daher, 2013; citando a Laeven & Valencia, 2008). Desde el siglo XIX al menos, y tanto en países desarrollados como emergentes de los diversos continentes, se verifica dicha relación (Daher, 2013; citando a Marichal, 2010; Roubini & Mihm, 2010). Históricamente, esta precede con mucho a los procesos más recientes de bancarización generalizada y financiarización. Estos últimos, y más específicamente la titularización y otros derivados, lejos de causar por sí mismos las crisis, actúan más bien como instrumentos de multiplicación y contagio (Daher, 2013; citando a Stiglitz, 2010).
4. La creciente movilidad geográfica de capitales (Daher, 2013; citando a Soros et al., 2008) a escala global se ha demostrado como una de las causas que, con cierta regularidad y en conjunto con otras endógenas, incrementa la disponibilidad de créditos con intereses menores, el endeudamiento, el consumo y la especulación, con un efecto precio en los activos, sobre todo con los inmobiliarios y bursátiles (Daher, 2013; citando a Roubini y Mihm, 2010). Los ciclos y burbujas en los respectivos mercados, de manera más o menos simultánea o secuencial, han

sido la consecuencia más clara y constante de tales procesos. La crisis del sudeste asiático y más actualmente la de los Estados Unidos y España, entre otras, ilustran la vinculación de sus burbujas inmobiliarias con el ingreso de capitales externos, sumado a otros factores crediticios locales (Daher, 2013; citando a Shiller et al., 2009).

## 4. METODOLOGÍA

El presente trabajo incorporó la modalidad consistente en una investigación con un enfoque principalmente cualitativo sobre 7 fondos comunes de inversión inmobiliarios argentinos. Asimismo, obtener el número total de fondos emitidos en Colombia y Estados Unidos al año 2020 y, también variables cualitativas y **características de riesgo** en los dos países. Respecto a la metodología, en términos generales se aplicó de manera exploratoria descriptiva de tipo cualitativa; en este TFL se utilizaron las herramientas que se detallan a continuación:

### *a) Justificación elección países*

La selección del análisis de los tres países analizados radica en el origen y difusión del instrumento. Por una parte, el origen de los fondos se desarrolló en Estados Unidos y la inversión en ellos está ampliamente difundida. Los Estados Unidos de América son un país soberano constituido en una república federal constitucional *compuesta* por cincuenta estados y un distrito federal.

Por otra parte, por razones de disponibilidad de información y de idiosincrasia se decidió comparar los fondos argentinos con un país latinoamericano como la República de Colombia, por las similitudes en cuanto a lo estructural y cultural se refiere, siendo esta un país soberano, que se constituye en un estado unitario, social y democrático de derecho cuya forma de gobierno también es presidencialista, organizada políticamente en treinta y dos departamentos descentralizados y el Distrito Capital de Bogotá, sede del Gobierno Nacional.

### *b) Investigación bibliográfica*

Para comenzar se realizó el estudio detallado de los siete Fondos actualmente constituidos en Argentina para así recuperar información sobre **la estructura** de los mismos en base a prospectos, reglamentos, balances, leyes y reglamentaciones. Para continuar se efectuó una investigación bibliográfica sobre el contexto internacional que consistió en el relevamiento de información confiable en torno a instituciones que realizan investigación económica validadas por los Países Latinoamericanos: Banco Mundial, INDEC, BCRA, Cámara de la Construcción, CNV.

### *c) Índices macroeconómicos de mercado*

Tras recabar información el *análisis descriptivo* de índices considerados relevantes nos permitió inferir las posibilidades de los fondos a la economía del sector en los países mencionados. Este análisis

se realizó considerando que existen relaciones empíricas y es complejo realizar afirmaciones del entorno macroeconómico, ya que no corresponde al alcance de este trabajo homogeneizar la información teniendo en cuenta las diferentes unidades de medida (moneda).

Se hizo necesario agregar este análisis al trabajo para encontrar las *premisas económicas* de las que se partió, y desde allí poder establecer relaciones con un microanálisis de los FCCI puntualmente, es decir entender que funcionan en un contexto donde se marcan grandes diferencias entre los países de análisis. Todo esto a fin de complementar la evidencia histórica y el análisis teórico de la investigación.

#### *d) Índices microeconómicos*

El apartado de análisis microeconómico se desarrolla en dos secciones. La primera describe los números grandes de los fondos y la segunda se enfoca en las variables de desempeño con una mirada orientada a la vista de un inversor.

Para comentar sobre la primera sección, en cuanto a los países de análisis se buscó la forma más representativa de concluir la *situación actual del éxito* de los fondos en cada uno de ellos para lo cual se realizó la identificación de los fondos emitidos en dichos países hasta el año 2020 según los organismos oficiales y se apoyó sobre investigaciones y trabajo integrales que expresaron la tendencia de los mismos. En la segunda sección, tras recabar información se hizo un **análisis exploratorio descriptivo** de índices promedio, variables y características considerados relevantes a los inversores, que nos permitieron inferir las mejores posibilidades de los fondos en su mercado.

Para expresar las conclusiones de todas las fuentes de datos analizadas en Argentina se confeccionó una tabla que describe: el nombre con el cual se emitió cada uno de los fondos, la cantidad de dinero en dólares emitida, la calificación de riesgo otorgada al fondo y la clase social a la que van destinados los activos específicos (inmuebles) de los fondos. (Anexo 4)

Para completar el microanálisis se analizó el mercado inmobiliario argentino identificando las variables claves del sector A fin de analizar la distribución geográfica de los activos subyacentes invertidos hasta el 2020 fue necesario desarrollar un mapa con las ubicaciones de las propiedades en las que se han invertido desde el año 2016 hasta el 2020.

#### *e) Lista factores de éxito*

Con un análisis en profundidad de la información, se pudo realizar una lista de los factores de éxito, en relación a la factibilidad, dentro del conjunto. Fue necesario, en este punto, restringir el trabajo a las *ideas centrales* y premisas que fomentaron esta investigación presentados en la introducción de nuestro trabajo.

## A. Análisis descriptivo de las variables macroeconómicas relevantes

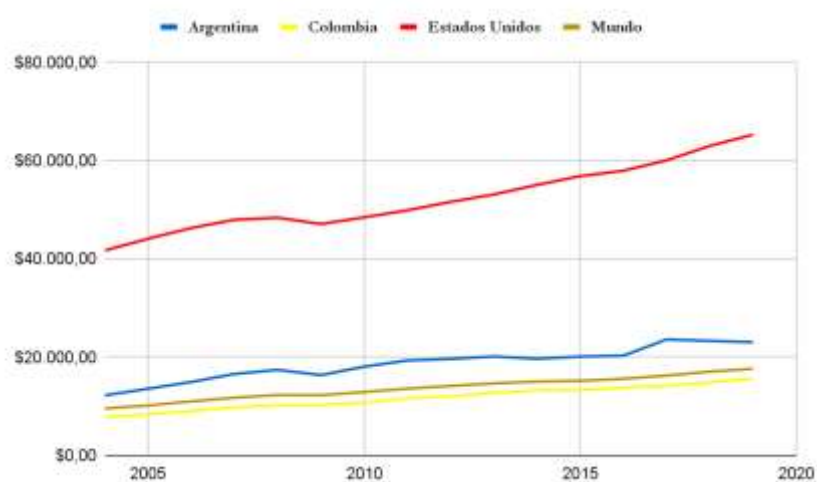
### A.1. - Análisis de variables económicas comparadas

#### A.1.1 - PBI per cápita (anual y en dólares a precios actuales)

Para la situación bajo análisis, utilizaremos el PBI per cápita corregido por paridad de poder adquisitivo<sup>4</sup>, esto significa medir la capacidad de compra de los países en dólares corregidos por su poder de compra, ya que el mismo salario en dólares constantes rinde de distintas maneras en cada país estudiado. Esto permite así, realizar una comparación más objetiva entre los países, por medio de lo que realmente pueden comprar los individuos en sus respectivas localidades.

Con frecuencia se emplea como medida de comparación entre diferentes países, para mostrar las diferencias en cuanto a condiciones económicas. Dicho esto, podemos ver en el gráfico de línea anterior que se evidencia un crecimiento sostenido para el caso de Estados Unidos desde el año 2009 y, en menor medida, Colombia crece a un ritmo relativamente estable hasta el 2014. Teniendo en cuenta un período de 5 años, comenzando desde el 2015 se observa un lento y tímido crecimiento hasta el último período observado. Para Argentina, el crecimiento es irregular pero sostenido y por encima del de Colombia, pero Argentina desde el 2015 comienza a caer para casi igualarse a Colombia. El último período del cual se disponen datos sin distorsiones por la pandemia, es el 2019, cuyos valores observados son USD 23.040,29 para Argentina, USD 15630,08 para Colombia y USD 65297,52 para Estados Unidos.

Gráfico 1 PBI per Cápita ajustado por Paridad del Poder Adquisitivo



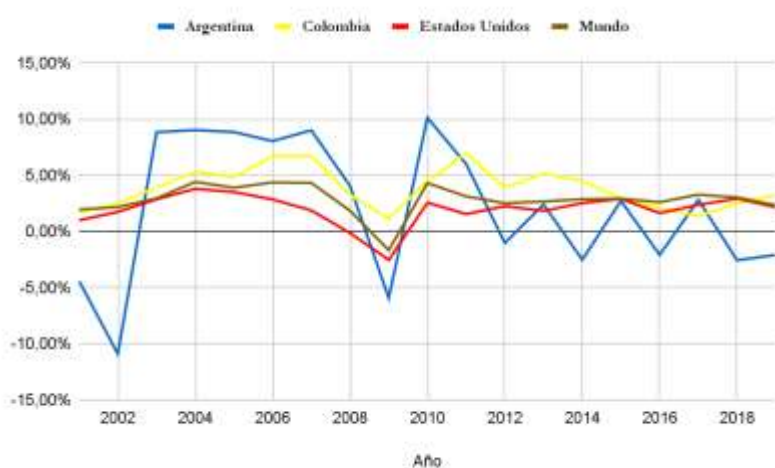
\*Fuente: elaborado a partir de la base de datos del Banco Mundial. Anexo nº 1

<sup>4</sup> **PBI per cápita** es un indicador económico que mide la relación existente entre el nivel de renta de un país y su población

### A.1.2. - Variación total porcentual del PBI (anual)

Es de gran utilidad observar las fluctuaciones que se dan en el índice analizado, de la misma manera que en el anterior, se deduce entonces que tanto Colombia como Estados Unidos se comportan con un crecimiento estable y que por su parte, Argentina se encuentra sometida a múltiples variaciones<sup>5</sup>, la importancia radica en que el PBI es el principal indicador global de crecimiento y estabilidad económica, que son necesarios para lograr un crecimiento sostenido.

Gráfico II Variación total porcentual del PBI (anual)\*



\* Fuente: Elaborado a partir de la base de datos del Banco Mundial. Anexo n° 2

### A.1.3. - Coeficiente de Gini y situación sociodemográfica

*Calidad de vida:* Para poder comparar las distintas calidades de vida, el PBI per cápita no es suficiente para garantizar buenas condiciones. Se deben incorporar otros factores relacionados con las necesidades humanas básicas y oportunidades para las personas, en complemento con el PBI. Hacer crecer a la economía no es condición suficiente para que mejoren las condiciones de vida de la sociedad.

Para esto una ONG creó el indicador “Progreso Social”<sup>6</sup>, el índice no mide la felicidad o satisfacción, se enfoca en resultados medibles, desde refugio y nutrición hasta derechos y educación. Analizando los resultados obtenidos por la página, Estados Unidos se encuentra en un Nivel 2, ranking 28 a nivel mundial. Mientras que Argentina y Colombia se encuentran en un 3 nivel, con un ranking de 41 y 60 respectivamente. Este índice implica que puestos más bajos en el ranking, tienen mejores calidades de vida, y por lo tanto un mejor bienestar para la sociedad. Además, la agrupación por niveles está definida por las características en común que mantienen los países de la categoría.

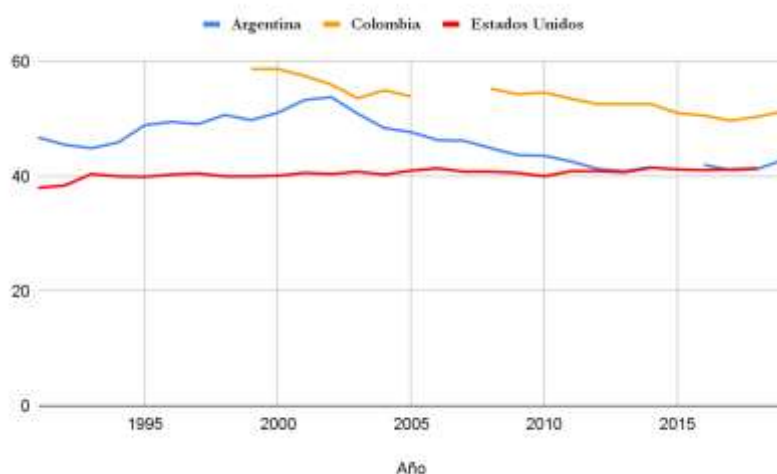
<sup>5</sup> **Tasa de variación del PBI**, permite analizar el crecimiento económico de un país, y a su vez permite comprobar los cambios en la productividad de una nación en determinado momento.

<sup>6</sup> El **progreso social** es la capacidad de una sociedad para conocer las necesidades básicas de sus ciudadanos, construir los pilares fundamentales que permitan a los ciudadanos y sus comunidades mejorar y mantener su calidad de vida, y crear condiciones para todos los individuos para alcanzar su máximo potencial.

La calidad de Vida está relacionada íntimamente con el mercado inmobiliario y con la segregación de la población en los sectores residenciales, que se agrupan por las similitudes que comparten (principalmente por aspectos socioeconómicos en Latinoamérica) “... existe una correlación directa entre la calidad de vida y el valor del suelo en la ciudad [...] cuanto mayor sea el valor del suelo, mayor será la calidad de vida. (Mayorga, 2016).

Como conclusión podemos establecer que, en las urbes de países con mejores calidades de vida, los precios del suelo y por lo tanto los inmuebles será mayor, beneficiando al mercado inmobiliario y por consecuencia a mejores condiciones para la creación y subsistencia de fondos comunes de inversión inmobiliarios. Pero trae consecuencias negativas en aquellos países, como en Latinoamérica, donde existe mayores índices de desigualdad en los ingresos y menores niveles de ingreso también, ya que los mismos están más concentrados y genera una polarización de la sociedad, barrios de altos poderes adquisitivo con mayores valores en la vivienda, y como contrapartida, barrios o “guetos” donde se crean condiciones para la delincuencia, violencia y estigmatización de quienes ocupan dichas zonas. Para demostrar la desigualdad en el ingreso se utiliza el gráfico n° 3 de los **coeficientes de gini**.<sup>7</sup>

Gráfico III Comparación de Coeficiente Gini\*



\* Fuente: Elaborado a partir de la base de datos del Banco Mundial. Anexo n° 3

#### A.1.4. - Riesgo País.

Para el análisis del Riesgo país se usó el EMBI<sup>8</sup>. La medida es el bono de este país contra el rendimiento exigido por el riesgo del territorio que se analice, en nuestro caso, Argentina y Colombia,

<sup>7</sup> **Coeficiente de gini:** Es una herramienta analítica que suele emplearse para medir la concentración de ingresos entre los habitantes de una región, en un periodo de tiempo determinado.

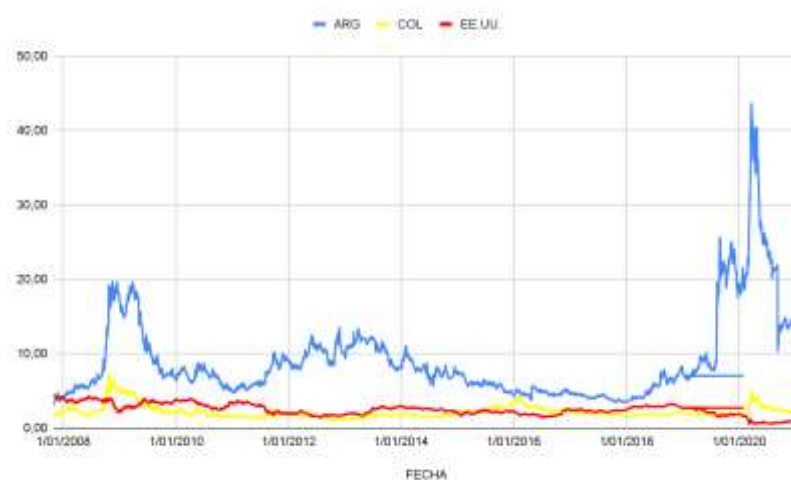
<sup>8</sup> **El EMBI** (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo.



para el caso de Estados Unidos se utilizó la tasa a 10 años para poder observar las fluctuaciones. Esto implica que el mayor rendimiento que tiene un bono riesgoso, es la compensación por existir una probabilidad de incumplimiento. Tanto Estados Unidos como Colombia tienen un número relativamente estable que en 2019 se encontró en torno al 2% en comparación a Argentina que en el mismo año estaba alrededor del 14%. Debe entenderse que el concepto de riesgo país y su medición no se limita simplemente a los riesgos inherentes del cumplimiento de obligaciones del país bajo estudio, sino que el cálculo también incluye el entorno macroeconómico, la estabilidad política y el marco jurídico e institucional. Mientras más bajo sea el índice, es decir, menos Puntos Básicos (unidad de medida del indicador) mejor es la estabilidad macroeconómica y general del país, que se traduce en mayor atraktividad para que los potenciales inversores depositen su confianza en el país.

Se puede observar la considerable diferencia de Argentina versus los dos países restantes, como consecuencia de atrasarse en los pagos de deuda tomada de capitales privados y públicos, cambio en las reglas de juego para los inversores, incumplimiento de las instituciones y fluctuación macroeconómica (Gay, 2019)

Gráfico IV EMBI vs Tasa 10Y (EEUU)\*



\*Fuente: Elaboración propia en base a datos de JP Morgan.

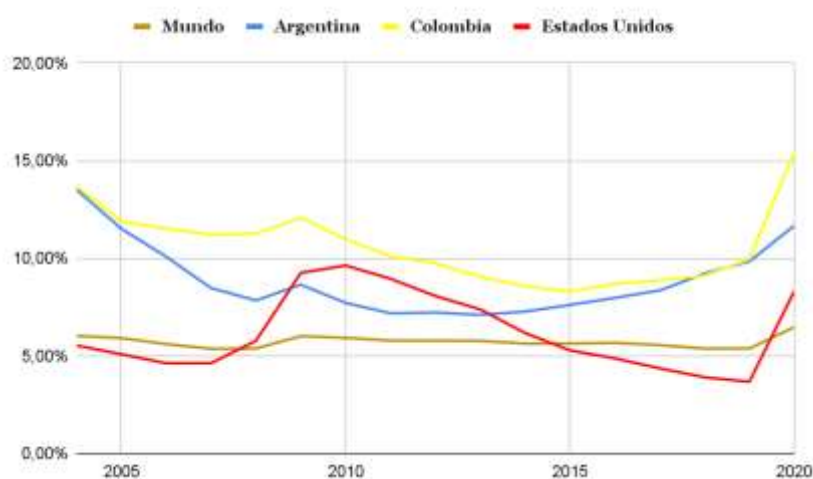
#### A.1.5. - Desempleo (porcentaje anual)

El desempleo<sup>9</sup> genera en la población, una reducción del poder adquisitivo y el deterioro en las condiciones de vida, y para la economía, disminuye el crecimiento porque desaprovecha fuerza laboral que podría ser utilizada para la producción de bienes y servicios, y a mayores niveles de desempleo mayores son los aumentos en la pobreza. Asimismo, el desempleo junto con otros factores de tipo

<sup>9</sup> **Desempleo:** se define como la parte de la población que estando en edad, condiciones y disposición de trabajar (población activa), no tiene un puesto de trabajo.

institucionales que hacen a la flexibilidad del mercado laboral, si el primero es alto y las leyes son rígidas impactan de forma negativa e indirecta en el crédito (Gay, 2019). Analizando el gráfico se puede ver un punto de inflexión en el año 2009 (Crisis Subprime), en los años posteriores una disminución de las tasas de Estados Unidos por debajo del 4% hasta el impacto de la pandemia. Argentina intenta revertir esta tendencia, pero en 2013 comienza a experimentar un crecimiento hasta superar el 10%. Colombia se comporta similar a Argentina, pero siendo el desempleo más alto que su par latinoamericano, la razón por la que la tasa es más alta no puede ser reducida y es un fenómeno multicausal (Gay,2019).

Gráfico V Porcentaje de Desempleo (anual)\*



\*Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

### A.1.6. - Inflación

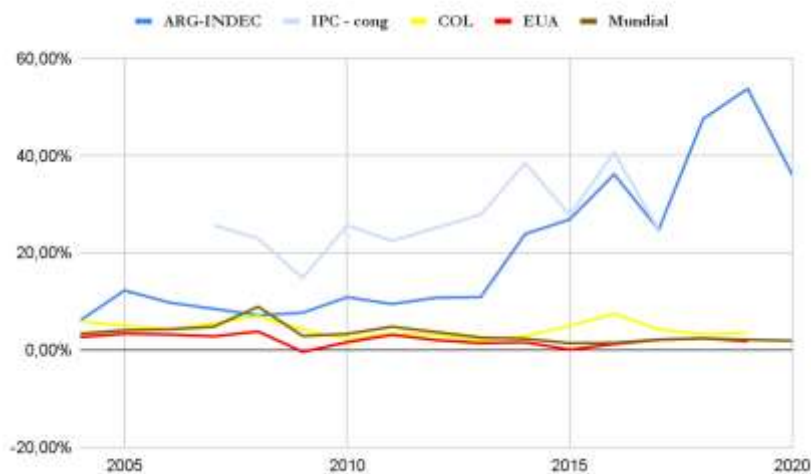
La inflación distorsiona la información sobre los precios de los bienes y servicios en el país y genera incertidumbre, lo que dificulta y retrae a la inversión. Además, como dice Gay (2020), genera incentivos a que la población canalice los ahorros hacia valores seguros (divisas, por ejemplo) y a disuadir actividades que incluyan mayores riesgos (actividades productivas son reemplazadas por actividades de distribución). El análisis central de esta medida es complejo debido a que Argentina tuvo mediciones distorsionadas en el período 2008 a 2015. Para componer esta situación se expone el IPC-Congreso que es un índice confeccionado, calculado por un equipo económico del partido político opositor comparado con el IPC informado por el INDEC. Lo importante a destacar es que la inflación porcentual viene fluctuando cercana a los restantes países hasta 2008, según los números oficiales, para luego despegarse de Colombia y Estados Unidos y estar muy por encima del 20% a diferencia de los mencionados países que están en torno a 4 y 2 por ciento por año, respectivamente.

Como podemos observar en los indicadores anteriores, Argentina, para el periodo de tiempo analizado, en todos tiene un punto de vista desfavorable: existe una gran diferencia con el promedio

mundial. Esto implica un terreno hostil para los mercados financieros y por consecuencia, los fondos comunes de inversión inmobiliaria. Asimismo, esta elevada tasa de inflación (al menos para nuestro país) requiere un ajuste de precios constante, precisamente en el mercado inmobiliario y las modificaciones a la ley de alquileres, que establece un índice compuesto que incluye el efecto de la inflación en la actualización de los precios, que no permite las fluctuaciones propias del mercado, respecto del equilibrio de la oferta y la demanda. Otra consecuencia es que la valuación de los inmuebles se mide en dólares estadounidenses, y que si bien genera una unidad de medida que se comporta de manera estable, la variación del tipo de cambio termina impactando en toda la economía y, particularmente, en los precios de los inmuebles, porque los créditos hipotecarios se valúan en pesos de la moneda nacional. Más aún, el tipo de cambio genera un efecto en la inflación y esta se traduce en aumentos de los costos de construcción, los salarios y la rentabilidad.

Para un análisis en mayor profundidad, realizaremos *un estudio sobre indicadores más específicos del mercado inmobiliario nacional* con el fin de verificar si las desventajas de condiciones macroeconómicas son suficientemente negativas como para traducirse en desventajas para el instrumento financiero. Analizaremos: PBI y % de participación en la construcción, Índice de Costo de la Construcción, Escrituraciones, Evolución del crédito, Rentabilidad de los Activos y la Evolución de las principales tasas de interés. Todas estas medidas fueron consideradas por tener impacto directo en el sector inmobiliario.

Gráfico VI Inflación\*



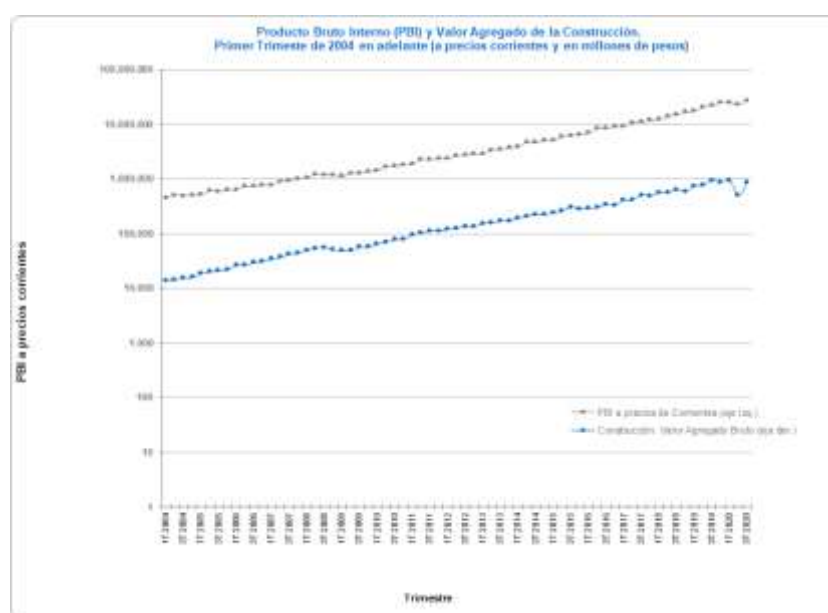
\*Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial, Indec, Congreso.

## A.2 Análisis segregado de variables económicas por país<sup>10</sup>

### A.2.1 - PBI y % de contribución de la Actividad al Producto Bruto Interno argentino (porcentaje anual)

Como puede verse en el gráfico (en escala logarítmica) en el período observado desde 2004 al tercer trimestre de 2020, el crecimiento del PBI es sostenido, teniendo solo un período de descenso consecuente con el aislamiento obligatorio, debido a la ocurrencia de la pandemia. También se evidencia que el crecimiento de la actividad de la construcción ha acompañado de forma muy estable el crecimiento del PBI, llegando a ser en el tercer trimestre de 2019 cercano a los mil millones de pesos argentinos, es decir un 5% del PBI total.

Gráfico VII Contribución de la Actividad de Construcción en el PBI de Argentina\*



\*Fuente: Dirección de Cuentas Nacionales - INDEC.

### A.2.2 - Índice del costo de Construcción (ICC)

Dadas las distorsiones que genera la inflación sobre los precios, se calcula un índice que mide la variación en los costos de la construcción. Comprende cuatro índices: costo de la construcción privada de edificios destinados a la vivienda, costo de los materiales, costo de la mano de obra y costo de los gastos generales. Dado que cada provincia confecciona su propio índice, se toma el más representativo, que es el del Gran Buenos Aires (ICC)<sup>11</sup>. Este índice permite analizar la evolución histórica de la

<sup>10</sup> El siguiente análisis se basa en datos relevados e informes confeccionados por Institutos oficiales del país, el INDEC y el Banco Central de la República Argentina. Se toma como año base el 2004 para todas las estadísticas confeccionadas.

<sup>11</sup> El ICC mide la evolución promedio del costo de la construcción privada de edificios destinados a vivienda en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y 24 partidos del conurbano bonaerense.

rentabilidad de la construcción de la vivienda y hacer estimaciones en el corto plazo. Como puede observarse, el crecimiento del costo es sostenido y acompaña a la inflación, y como resultado, es que esta última genera una gran distorsión en los precios de toda la economía y particularmente una alteración en la estructura de precios relativos, por ello, se hace necesario realizar una medición específica que resulte un termómetro para el sector. ¿Por qué? Porque los costos proyectados pueden no corresponderse con los observados y así disminuir la rentabilidad del proyecto. El ICC solo se confecciona en nuestro país y se hace relevante un análisis interno, ya que ningún otro país de la región, excepto Venezuela, posee una inflación tan alta, que lo haga comparable. Lo interesante es que las últimas diferentes devaluaciones mostradas como puntos marrones en el gráfico (2014, 2015, 2018 y 2019) han causado aún mayores distorsiones y el ICC se ubica por debajo de la tasa de inflación, lo que hace que el costo de la inversión sea menor y de lugar a mayor rentabilidad.

Gráfico VIII Índice del costo de construcción\*



\*Fuente: elaboración propia en base a datos de la Cámara de la Construcción Buenos Aires.

### A.2.3 - Evolución del crédito

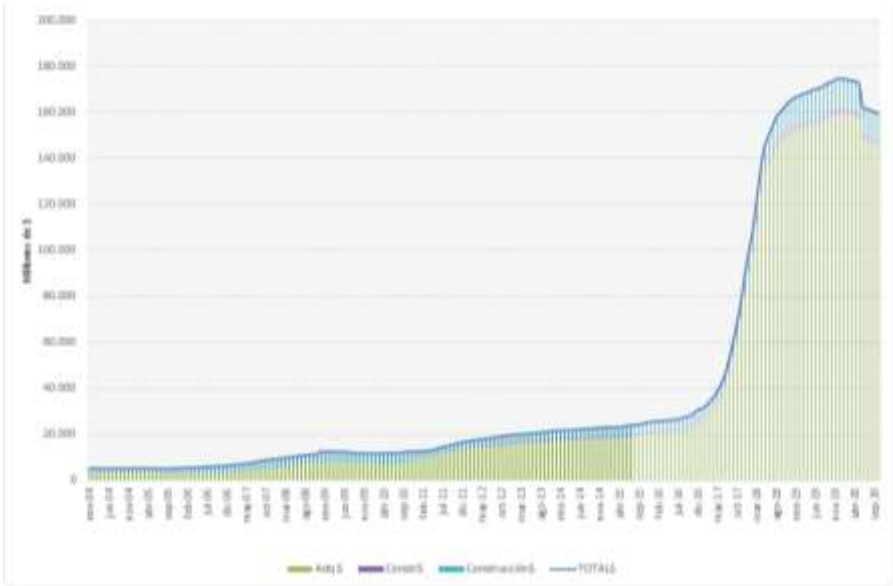
Resulta de gran valor incluir en el análisis la evolución del crédito, debido a la vinculación que existe entre este y el acceso a la vivienda. Anualmente, el BCRA publica un informe de Perspectivas de crédito y política de crédito, según este informe y, tal como se evidencia en el gráfico, el crecimiento en millones de pesos ha experimentado un gran salto en 2017, para recién frenar a mediados del 2020, por el impacto de la pandemia. Este “salto” pasó de tener un gasto total cercano a los 20.000 millones de pesos para llegar a un máximo de casi 180.000 millones de pesos, es decir, 9 veces la cantidad inicial. La evolución del crédito hipotecario en Argentina muestra la baja incidencia que tuvieron a lo largo del tiempo en la economía, este comportamiento se contrapone al de otras modalidades de crédito de las familias. Los créditos personales pasaron de representar el 2,4% del PIB en 2010 al 3,3% en 2017, en comparación con los créditos hipotecarios que llegaron a representar el 1,8%. En los años siguientes la

demanda de créditos se contrajo debido a un aumento sostenido de las tasas de interés, las expectativas de devaluación y su ocurrencia.

Argentina está lejos de contar con una buena oferta de créditos para el acceso a la vivienda propia. En nuestra historia, hubo pocos momentos donde se fomentó el crédito hipotecario, una durante el primer peronismo, otra en los '90 y la tercera fue con los créditos UVA. Hoy, los expertos usan adjetivos muy desalentadores a la hora de hablar del acceso a estas herramientas. Para resumirlo: es casi inexistente. Lo que existe hoy son planes oficiales de vivienda, a los que se accede por sorteo y, si bien los bancos siguen ofreciendo créditos hipotecarios, resultan casi prohibitivos por las tasas y requisitos para acceder.

La oferta por parte de los bancos disminuyó y tampoco hay mucho esfuerzo por promocionar lo poco que queda, porque con los altísimos niveles de inflación que azotan a la Argentina, ya no es negocio para ninguna de las partes. La situación de los créditos hipotecarios es bastante pobre: a julio 2020 representan menos del 1% del PBI, cuando con los UVA habían llegado a representar arriba de 1,5%. Recordemos que los préstamos UVA se basaban en una unidad de medida diferente al peso donde el saldo adeudado se expresa en Unidades de Valor Adquisitivo (UVAs). El saldo de deuda, así como el valor de las cuotas, se ajusta por esta unidad de medida que acompaña la evolución del CER, este último es el Coeficiente de Estabilización de Referencia, es un índice que elabora el BCRA diariamente para reflejar la evolución de la inflación, con tasas y expectativas inflacionarias superiores al 40% es difícil pensar que esta situación se revierta.

Gráfico IX Evolución del crédito Hipotecario\*

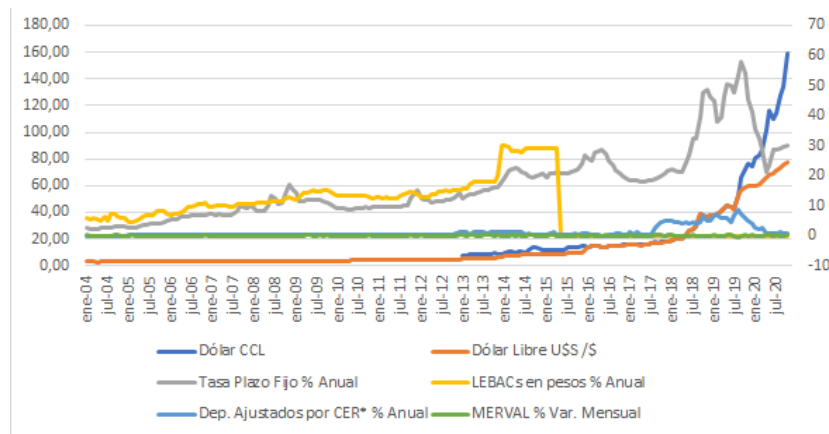


\*Fuente: BCRA.

#### A.2.4 - Rentabilidad de los Activos Financieros en Argentina

Este análisis resulta relevante desde la perspectiva del inversor, ya que representa las distintas opciones existentes con las que puede obtener rentabilidad, esto es, visto como costo de oportunidad, se toma el Informe realizado por el Banco Central. Como se sabe, Argentina tiene diversas alternativas de inversión en el mercado de valores y en el mercado financiero, las principales son los diferentes tipos de dólares (CCL y Libre), Plazo fijo, depósitos ajustados, LEBACs y rendimiento porcentual del Merval, que si bien no tienen un riesgo similar, se encuentran en el mercado financiero, y por lo tanto la comparación se constituye con los instrumentos más utilizados por las personas físicas a la hora de invertir, ya que intenta alcanzar un mercado masivo, donde se convierta en un complemento de bajo riesgo al portafolio. Lo destacable es que desde el año 2015 en adelante, se ve una amplia fluctuación en los rendimientos de los activos en general y alta volatilidad. Contrastado con los índices de inflación, la evidencia empírica muestra que el rendimiento en términos reales es bajo o negativo.

Gráfico X Rentabilidad de los Activos Financieros en Argentina



Fuente: BCRA

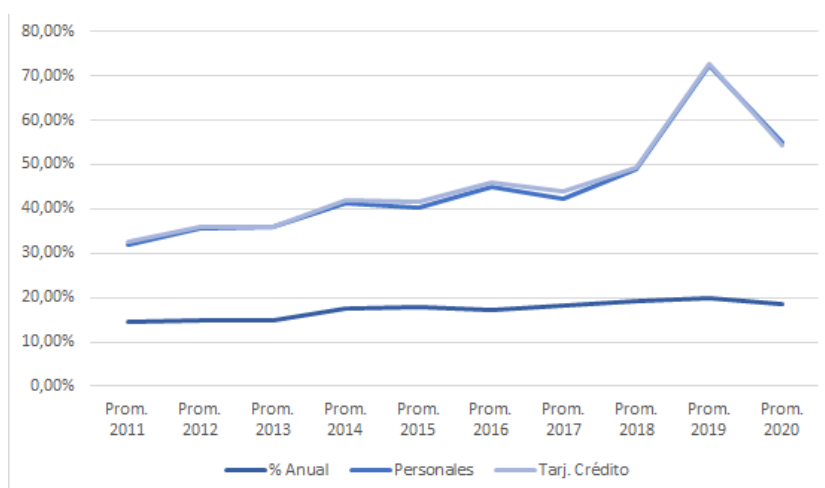
#### A.2.5 - Evolución de las principales Tasas de Interés de Argentina

Dada la relación que existe entre la tasa de interés y el acceso al crédito con la compra de inmuebles, se analizan las principales tasas de interés y su evolución en Argentina. Se toma como referencia de la tasa nominal hipotecaria a la tasa promedio, a 30 años de Estados Unidos, que es alrededor de 3%<sup>12</sup>. Como puede verse, la tasa hipotecaria de nuestro país es siempre muy superior al 10%, que se aleja bastante del 3% de Estados Unidos. Se toma, además, la tasa de tarjeta de crédito y de préstamo personal ya que son los sustitutos próximos, donde sucede que los costos del uso del

<sup>12</sup> Fuente: Freddie Mac, 2020 (Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios).

dinero son del 30% o más. Es importante destacar que ya hemos explicado la incidencia de los préstamos personales como sustitutos de los préstamos hipotecarios.

Gráfico XI Evolución de las tasas de interés



Fuente: BCRA

## B. Análisis descriptivo de las variables microeconómicas relevantes

Por medio de una introducción sobre los países de análisis se comenta la estructura y estado de los fondos inmobiliarios en cada uno de ellos, comenzando con la cantidad de fondos emitidos en el mercado y clasificación de categorías inmobiliarias, clasificación de cuotas partes o participaciones, estructura y conformación institucional de los mismos, finalizando con la mención de las instituciones que intervienen para su conformación.

### B.1- Cantidad de fondos y tipos de vehículos financieros inmobiliarios en el mercado

Tabla I Cantidad de fondos y tipos de vehículos financieros inmobiliarios en el mercado

Concepto/ Países	Colombia	Estados Unidos	Argentina
Cantidad de fondos emitidos	36 Fondos de Capital Privado Inmobiliario.	221 REITs que son parte del índice FTSE Nareit All REITs <sup>13</sup>	7 Fondos Comunes Cerrados Inmobiliarios

<sup>13</sup> FTSE Nareit US Real Estate Index; La serie de índices inmobiliarios estadounidenses FTSE Nareit, centrada en REIT, rastrea el desempeño de la industria REIT estadounidense tanto a nivel industrial como sector por sector.



<b>Clasificación en categorías inmobiliarias</b>	Los FCP se clasifican según el estado en el que se encuentran: En etapa de inversión en el año 2020 existían 21 FCP, En etapa de desinversión, en el año 2020 existían 15 FCP inmobiliario. (Anexo 7) .	Para nuestro trabajo se mencionan los tipos relevantes: 26 REITs residenciales (Anexo 6) 23 REITs oficinas; 39 REITs minoristas y 25 REITs diversificados	Se clasifican según los proyectos a realizar y pueden ser: Residenciales, hasta el 2020 existían 3 Comerciales, hasta el 2020 existía 1 Mixtos, es decir que tienen inversiones tanto residenciales como comerciales, hasta el 2020 existían 3
<b>Creados desde</b>	Año 2007	Año 1960	Año 2016
<b>Antigüedad</b>	13 años	60 años	4 años

Fuente Colombia: Anuario de la Industria de Fondos de Capital Privado, 2020; Decreto 2555 de 2010 parte 3 (el cual modificó el Decreto 2175 de 2007; Decreto 1877/ 2004; Santana Viloria L., 2015 / Fuente EEUU: NAREIT, 2021; / Fuente Arg: CAFCI, 2021. Aclaraciones: Datos medidos al año 2020.

Ahora bien ¿Existen entidades especializadas en las categorías inmobiliarias que se desempeñan? Se observa que en los EEUU se desarrollan por la parte privada más de 13 categorías inmobiliarias<sup>14</sup>, las cuales se dividen según la clasificación de los inmuebles proyectados a invertir, incluyendo salud y educación. Una diferencia con la Argentina es que la construcción privada desarrolla proyectos inmobiliarios dedicados a lo residencial, oficinas o comerciales y se traslada hacia el desarrollismo público o empresas constructoras que orientan su estrategia ampliamente a los que conforman obras de infraestructura para sector salud y educación.

## ***B.2 Clasificación de cuotapartes / participaciones***

Tabla II Clasificación de cuotapartes / participaciones

<b>Concepto/ Países</b>	<b>Colombia</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Argentina</b>
<b>Denominación</b>	Participaciones	Acciones	Cuotapartes
<b>Cantidad mínima de inversionistas</b>	2	100	3

<sup>14</sup> Timberlands (extracción y venta de madera); Infraestructura; Auto-almacenamiento; Especiales (carteras compuestas); Industriales; Alojamiento/Resort; Atención Médica; Hipotecas; Oficina; Diversificados (carteras compuestas); Residenciales; Minoristas; centros de datos REIT.

<b>Inversión mínima</b>	2600 salarios mínimos colombianos legales mensuales vigentes	No se detalla	U\$S 20.000.000 (dólares estadounidenses veinte millones) y
<b>Observaciones</b>	<p>Ninguno de los inversionistas podrá poseer directa o indirectamente a través de una cuenta ómnibus<sup>15</sup> más de 60% del patrimonio del fondo.</p> <p>En 2016 los principales inversionistas de los FCP inmobiliarios eran los fondos de pensiones y cesantías nacionales.</p>	<p>A partir de su segundo año contributivo, debe cumplir con la Prueba 5/50 impone que cinco o menos individuos no pueden poseer más del 50% del valor de las acciones del REIT durante la última mitad de su año contributivo</p>	<p>Se detalla que las cuotapartes clase A corresponde exclusivamente a los sujetos que suscribieron las cuotapartes con fondos provenientes del Régimen de Sinceramiento Fiscal establecido por la ley 27.260. Por otro lado las cuotapartes clase C permiten a entidades gubernamentales ser parte de estas inversiones como así de sus ganancias y pérdidas. Y por último las cuotapartes clase B corresponde a cualquier sujeto que no corresponda incluir en la Clase A o la Clase C.</p>

Fuente Colombia: Decreto 2555; 2010 Libro I Título 2 Art 3; Ministerio de Hacienda, 2016 / Fuente EEUU: Código Uniforme de Fideicomiso; Sección 602 / Fuente Arg: Reglamentos de los siete FCCI.

### *B.2.1. - Argentina*

La Resolución General 763 que reglamenta la Ley 27440, protocoliza la gestión de los FCCI y establece los criterios base para la creación, administración, gestión y disolución de los fondos. Por otra parte, el Decreto 382/2019 hace referencia al objeto de constitución de los fondos que comprende además de al sector inmobiliario, a los sectores que fueron considerados estratégicos por el Gobierno y los Legisladores de la República Argentina.

### *B.3. - Conformación institucional de los instrumentos financieros*

A disposición de los temas desarrollados en esta tesis se tuvieron en cuenta tres tópicos importantes: confianza del inversor, beneficio impositivo percibido por los inversores en los FCCI y por último la posibilidad de diversificación de la inversión. Es nuestra intención describir brevemente las funciones principales de las entidades intervinientes, marcando la característica de especialización en las tareas de administración del fondo, que permiten llevar a cabo el instrumento bajo análisis:

<sup>15</sup> La Cuenta Ómnibus es una cuenta administrada por AdCap Colombia S.A. Comisionista de Bolsa

Tabla III Estructura y conformación institucional

Colombia	Estados Unidos	Argentina
<p>Los FCP están conformados por:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sociedad administradora,</li> <li>▪ Comité de inversiones,</li> <li>▪ Comité de vigilancia,</li> <li>▪ una asamblea de inversionistas y</li> <li>▪ Gestor profesional</li> <li>▪ Revisor fiscal de la sociedad administradora.</li> <li>▪ Custodio de valores , y,</li> <li>▪ Administrador de inversiones inmobiliarias.</li> </ul>	<p>Un REIT puede tener tres clasificaciones legales diferentes,</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ se puede cotizar en bolsa,</li> <li>▪ puede ser un REIT público no comercializado o</li> <li>▪ puede ser una empresa privada.</li> </ul> <p>Deben formarse en uno de los 50 estados de los EEUU o en el Distrito de Columbia como entidad sujeta a impuestos para fines federales como corporación.</p> <p>Debe estar gobernado por directores o fideicomisarios y sus acciones deben ser transferibles.</p> <p>Se recomienda la consulta a los asesores legales de impuestos y valores antes de formar un REIT.</p>	<p>Cuentan con un mínimo de siete entidades intervinientes que hacen posible su administración y control.</p> <p>Estas son:.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Agente de Administración</li> <li>▪ Agente de Custodia de Productos de Inversión Colectiva</li> <li>▪ Organizador de la Colocación; -Desarrollador;</li> <li>▪ Agente de Registro de las Cuotapartes;</li> <li>▪ Agente colocador;</li> <li>▪ Asesores varios: Auditores y Asesores Impositivos y asesores Legales.</li> </ul>

Fuente Colombia: Decreto 2555 de 2010 Libro I Título 2 Art 3; / Fuente EEUU: NAREIT, 2021; / Fuente Arg: Ley 27440, Título 9, Art 99

A fin de ampliar la información de la Tabla III, se menciona que una de las principales características de los fondos cerrados, es la posibilidad de ser comercializados a través de la bolsa de valores. Es aquí que se describe una de las funciones más importante del mismo: la elección del segmento objetivo. Identificar la porción de mercado más factible para cubrir, entendiendo las necesidades del cliente y actuando en consecuencia es una de sus tareas al momento de diseñar el instrumento, por lo tanto se hace necesario la correcta delimitación del cliente dirigiendo la estrategia ya sea hacia personas físicas y/o Jurídicas, teniendo en cuenta también un perfil de inversión.

#### ***B.4. - Variables de desempeño de los FCCI***

Teniendo en cuenta los FCCI de todos los países bajo análisis se definen con los siguientes tópicos, a fin de profundizar un poco más cómo se desempeñan, y por otro lado servirán de claves para relacionar con el contexto y entorno macroeconómico en el que se encuentran funcionando:

##### ***B.4.1. - Calificaciones de riesgo***

Las calificaciones de riesgo de los fondos son una medida que sirve para transmitir (o no) *confianza* en los inversores y promocionar positiva o negativamente el instrumento financiero bajo

análisis. Se intentó recuperar análisis de riesgos integrales para los fondos de Colombia y Estados Unidos. En el caso de Argentina, tras la construcción de nuestra base de datos, se pudo concluir los porcentajes de calificaciones específicos para cada uno de los siete fondos.

Tabla IV Calificación de riesgo

<b>Concepto/ Países</b>	<b>Colombia</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Argentina</b>
<b>Controlados por</b>	SFC - Superintendencia financiera de Colombia	SEC - Securities and Exchange Commission	CNV - Comisión Nacional de Valores
<b>Calificados por</b>	S&P y Fitch Ratings	Fitch Ratings	Universidad Nacional de Tres de Febrero // Fix S.C.R. S.A. (afiliada a Fitch Ratings)
<b>Calificación general</b>	A enero 2020, las fiduciarias sobresalieron frente a las sociedades comisionistas	En el año 2020 una tendencia de calificación estable y los emisores restantes tuvieron una calificación de 'CCC' e inferior, que Fitch optó por no asignar una perspectiva.	A diciembre 2020 el 57% presentaban una calificación buena o muy buena, mientras que el otro 43% se encontraba dentro de estándares razonables, pero aun así con calificaciones aceptables como "BBB+(cc)" y "FI3".
<b>Razones de la calificación</b>	Gracias a la evolución de los activos inmobiliarios que compensaron los efectos de los fondos expuestos en mayor proporción al mercado.	La perspectiva del sector REIT de EEUU estaba mejorando, sin embargo, y en relación a la propagación del coronavirus se podía influir en el rendimiento a corto plazo de los sectores con una alta exposición a la interrupción relacionada con la pandemia. A pesar de ello, se ingresó en la pandemia con una base financiera inusualmente sólida .	Los fondos contaban con capacidad de desempeño, administración, capacidad operativa y rendimiento muy buena y con altos estándares para cumplir en el largo plazo los objetivos de inversión de los mismos. Cada calificación contempla no sólo las características particulares del Fondo como, sino también contempla la trayectoria y reputación de los entes intervinientes haciendo de la misma un todo abarcativo.

Fuente Colombia: *Value and Risk Rating S.A, 2020*, / Fuente EEUU: Fitch Ratings, 2020 / Fuente Arg: base de datos propia.

#### ***B.4.2. - Cantidad de capital invertido en los fondos***

Es importante para nuestro análisis mencionar la cantidad de capital que hacen circular en las diferentes sociedades que apoyan el sector inmobiliario a través de sus inversiones.

Tabla V Cantidad de capital invertido en los fondos

Concepto/ Países	Colombia	Estados Unidos	Argentina
<b>Cantidad de capital invertido \$ al año 2019</b>	USD 2,9 billones	USD 3,5 billones	USD 385 millones
<b>Cantidad de inmuebles invertidos al año 2019</b>	500 PROPIEDADES	516000 PROPIEDADES	28 PROPIEDADES

Fuente Colombia: ColCapital ,2019; / Fuente EEUU: NAREIT, 2021 ; Fuente Arg: Cafci, 2020; base de datos propia.

### B.4.3. - Rendimientos medios esperados

Como existen distintos objetivos de desarrollo, existen también distintos riesgos para el inversor, que va a depender de los activos en los que se materializa la inversión del fondo. Por lo tanto esta variable nos introducirá a un cálculo aproximado del rendimiento promedio para esta clase de instrumentos, no obstante, no es objetivo centrarse ni profundizar el cálculo pormenorizado de los mismos, ya que excede el alcance de este trabajo.

Tabla VI Rendimientos medios esperados

Concepto/ Países	Colombia	Estados Unidos	Argentina
<b>Moneda de emisión</b>	COP	USD	USD
<b>Rendimiento medio</b>	8% y el 17% anual de pesos colombianos	10% en dólares estadounidenses <sup>16</sup>	10%-12% en pesos argentinos
<b>Perfil del inversor</b>	moderados y agresivos,	conservador/moderado/agresivo	moderado

<sup>16</sup> FTSE Nareit US Real Estate Index: La serie de índices inmobiliarios estadounidenses FTSE Nareit, centrada en REIT, rastrea el desempeño de la industria REIT estadounidense tanto a nivel industrial como sector por sector. La serie FTSE Nareit US Real Estate Index es una familia integral de parámetros de rendimiento de REIT que abarcan el espacio de bienes raíces comerciales en toda la economía de EE. UU.

<b>Observaciones</b>	Los rendimientos de estos fondos son muy diversos y son afectados por el grado de madurez o desarrollo del fondo	Los REIT históricamente ofrecen rendimientos totales competitivos, basados en ingresos por dividendos altos y constantes y una apreciación del capital a largo plazo	Se observa que los rendimientos van a experimentar fluctuaciones en relación a la variación del tipo de cambio. Teniendo en cuenta la lógica del análisis de escenario en el que se debe contemplar el tipo de cambio, el precio de venta de los inmuebles, la inflación y los costos en dólares
----------------------	--	--	--

Fuente Colombia: Sfc, 2020 / Fuente EEUU: NAREIT 2021; / Fuente Arg: base de datos propia.

#### ***B.4.4. - Situación impositiva general***

Esta variable y su comportamiento es clave para incentivar o no, el instrumento y sector de la economía, por lo tanto, el análisis del mismo es crucial a la hora de tomar la decisión de emitir o invertir aquí.

*Tabla VII Situación impositiva*

<b>Concepto/Países</b>	<b>Colombia</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Argentina</b>
<b>Legislación</b>	Reforma tributaria aprobada mediante la Ley 1819 de 2016	La legislación se rige por las Leyes Federales de cada Estado	Ley N° 27.440, conocida como “Ley de Financiamiento Productivo”
<b>Condición del Fondo sobre el Impuesto a las Ganancias/Renta.</b>	Condición de no contribuyentes para los FCP y FCCI	Condición de no contribuyentes para los REITs	Condición de no contribuyentes si las cuotas partes son colocados por Oferta Pública con autorización de la CNV y no realizan inversiones en el exterior
<b>Situación Impositiva de los Inversionistas/Beneficiarios</b>	Tributan el Impuesto a la Renta	Tributan el Impuesto a las Ganancias	Tributan el Impuesto a las Ganancias
<b>Porcentaje del Impuesto a la Ganancia/ Renta</b>	La mayoría de los dividendos se gravan como ingresos ordinarios hasta la tasa máxima del 37%, más una sobretasa separada del 3,8% sobre los ingresos por inversiones	Las rentas del capital se encuentran entre 0% y 39%, pasando por los intervalos de 19%, 28%, 33%, 35% y 37%	Para personas físicas el 13% y para personas jurídicas el 25%.

Fuente Colombia: Ley 1819 de 2016 Parte I, Título V, Cap I Art 6°; / Fuente EEUU: NAREIT 2021. Fuente Argentina: Ley N° 27.440 Título XII Art 205 y 206.

Existe una similitud en el tratamiento impositivo para los Fondos en los tres países. En Colombia, Estados Unidos y Argentina los fondos están exentos de tributar el Impuesto a las Ganancias lo que beneficia a los mismos en cuestiones de ganancias netas, sin embargo, no es igual para los Inversionistas quienes sí están obligados a pagar el impuesto correspondiente según la renta que perciben de los Fondos.

#### B.4.5. - Plazo del fondo

Esta variable muestra, cómo se desempeñan en el mercado, ya sea eligiendo un mediano plazo o plazos muy largos. Fue posible establecer un plazo medio actual, enfocándonos en los fondos destinados a los residencial en los tres países.

Tabla VIII Plazo de los fondos.

Concepto/ Países	Colombia	Estados Unidos	Argentina
Duración/plazo máximo	80 años	47 años	5 años
Duración/plazo medio	23,6 años	14,12 años	5 años
Duración/plazo mínimo	7 años	1 años	5 años
Observaciones	Podrán estar conformados por uno o más compartimentos. <sup>17</sup> Esto corresponde a una partición y distribución del activo con planes de inversiones diferentes, pero bajo el mismo objetivo general del Fondo, según las condiciones establecidas en su reglamento.	Centrándonos únicamente en los 26 fondos de categoría residencial actuales asociados como miembros de NAREIT	Se observó que algunos ya informan en sus estados contable que se extienden a 7 años de plazo, pero aún no se superó los 10.

Fuente Colombia: ColCapital, 2020; Fuente EEUU: NAREIT, 2021; Fuente Arg: Cafci, 2020; CNV, 2021. Aclaración: Datos medidos al año 2020.

En Argentina, el panorama por la situación política, legal y económica del país, los FCCI tienden a obtener los rendimientos en el menor plazo posible, mas no como sucede en EEUU que los

<sup>17</sup> Proyectos o unidades en las que invierte un fondo. Cada Compartimento podrá tener **periodos de duración independientes** definidos en su reglamento correspondiente.

fondos tienden a una renta perpetua. Si bien aún no se cumplen 10 años de la primera emisión, la perspectiva es una estrategia orientada a la comercialización para venta, y no tanto especializarse en la renta de los inmuebles.

### ***B.5. - Sobre el mercado inmobiliario argentino***

En este apartado se pretende justificar porque las estrategias de inversión de los fondos contribuyen a la diversificación del instrumento financiero, mostrar además la contribución tan especial que representa CABA y provincia de Buenos Aires para Argentina, y porque los primeros siete fondos emitidos en nuestro país, se focalizaron con inversiones en la capital de nuestro país. Para que todo sea posible es necesario exista un mercado atractivo sobre los activos subyacentes que administran en los fondos. Esto es a través de la venta o alquiler de los inmuebles tanto los administrados como los construidos durante los años de plazo de los fondos.

#### ***B.5.1. - General e internacional: variables que intervienen***

El sector inmobiliario suele ser uno de los más expuestos y sensibles a: las políticas monetarias, los flujos privados y estatales de inversión externa, las colocaciones de los fondos de inversión - incluidos los previsionales y de seguros-, la oferta crediticia hipotecaria, los mercados de valores e incluso, al lavado de dinero y blanqueo de capitales. (Antonio Daher, 2013)

El crecimiento de las ganancias de FCCI generalmente se origina por mayores ingresos, menores costos y nuevas oportunidades comerciales. Las fuentes más inmediatas de crecimiento de ingresos son las tasas más altas de ocupación de edificios y el aumento de los alquileres. Para dar algunas aclaraciones sobre nuestro análisis del sector, observamos un tipo de mercado con características distintivas de alta segmentación<sup>18</sup> por su distribución geográfica.

Introduciéndonos a Argentina, nos pareció correcto trabajar con los índices de CABA, en primer lugar, porque la información se encuentra a disposición y muy detallada en análisis en muchos servidores web, y, por otro lado, al ser la mayoría de los proyectos inmobiliarios proyectados para esta ciudad, representa un buen indicador para proyectar la situación futura. La Ciudad de Buenos Aires ocupa una gran parte de Argentina por sus dimensiones y su densidad demográfica. Además, la provincia junto con Ciudad Autónoma concentran el 32% de la población Argentina y por su contribución al PBI superan el 50%<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Para consolidar esta idea, se conformó un mapa (Anexo n°5) con las ubicaciones de las propiedades en las que se han invertido desde el año 2016 hasta el 2020

<sup>19</sup> según el ISAP (Indicador sintético de la Actividad de las provincias)



### *B.5.2. - Instituciones inmersas en el sector*

La cadena de la construcción tiene un importante peso relativo en la economía argentina<sup>20</sup>, con un aporte significativo en materia de inversión, amplia vinculación con otras ramas productivas y capacidad para generar empleo. Tiene un comportamiento pro cíclico en relación con la economía en su conjunto. En momentos de crisis y de bajas expectativas, suele evidenciar caídas más pronunciadas que la actividad en general, y si además agregamos las variaciones en el dólar, se observa un comportamiento particular, al estar asociados los materiales de la construcción transmitiendo así los valores a los precios de venta de los inmuebles.

### *B.5.3 Mercado: Demanda*

Por el lado de la demanda es importante mencionar que el objetivo de venta final son inmuebles, en su mayoría residenciales para clase alta en Argentina. Estos activos subyacentes (los inmuebles) están siempre atados al dólar, lo cual da cobertura respecto a la evolución del tipo de cambio. La característica de estas propiedades es que para poder liquidarlas en el mercado se debe contar con clientes finales, esto implica la necesidad de grandes capitales para inversión inicia través de hábitos de financiación para este tipo de compras, como ser un crédito otorgado por una entidad bancaria o por préstamos de un amigo/familiar que disponga de una gran cantidad de dinero ahorrado o capital para poder comprar.

### *B.5.4. - Mercado: Oferta*

Por el lado de la oferta de inmuebles y ampliando lo desarrollado en nuestro análisis macro, la forma de negociar y el tipo de moneda utilizado para cotizar las operaciones en este rubro son particulares: las empresas constructoras y las empresas vendedoras de los insumos necesarios cuentan con un rol muy significativo. Esta industria se ve afectada por los cambios en las reglas políticas como el CEPO cambiario, y como consecuencia, hace variar también el valor de las propiedades considerablemente.

### *B.5.5. - Incentivos y desincentivos al sector*

Como ejemplos de un intento de fomento a la industria, para la compra de inmuebles se expone el caso de 2016 y 2017 cuando se lanzaron los Créditos Hipotecarios UVA. Esto vale aclarar, se dio con un cambio drástico en el ámbito político argentino, que prometía, de manera demasiado optimista, una disminución del porcentaje de inflación. Por lo cual se puso a la disposición de los inversores la opción de tomar créditos de cuotas más bajas pero atado al índice de inflación en contraste con los créditos de tasa fija. Los montos otorgados fueron en aumento hasta mayo 2018, cuando comenzó a disminuir el crecimiento en la toma de este tipo de crédito, consecuencia de la devaluación de la moneda (los precios

---

<sup>20</sup> Ministerio de economía Argentina/ Subsecretaría de Programación Regional y Sectorial: A fin de obtener datos de la cadena de la construcción en el país analizada en para el año 2020.

de las propiedades se siguen manteniendo en dólares mientras que el préstamo otorgado es en pesos) y un marcado aumento en la tasa de inflación. El fracaso de estos créditos se dio como consecuencia del fracaso en los objetivos del banco central con respecto a la inflación, entre otras variables. En definitiva, como se mencionó en la parte macro la industria del crédito no es muy extensa en nuestro país y este intento llevó a desincentivar el sector y a una pérdida de confianza del público.

Para centrarnos en el mercado de alquileres exponemos uno de los grandes problema (MAURE Inmobiliaria, 2021) que tuvo que enfrentar en el último año, el sector inmobiliario en Argentina con la entrada en vigor de las modificaciones a la Ley de Alquileres<sup>21</sup>, que cambió el plazo de los contratos de dos a tres años y estableció que el precio del alquiler se ajustara anualmente bajo un índice controlado por el Estado, no por la oferta y la demanda. Desde entonces, muchos inmuebles que estaban a la oferta en el mercado tradicional fueron retirados o pasaron a locación temporaria. Previo a la nueva ley, era posible negociar y saber con certeza el valor total del contrato antes de reservarlo. Con las reglas anteriores, ambas partes sabían con exactitud el precio del alquiler durante todo el contrato. Hoy ese escenario ya no es posible.

## **5. RESULTADOS**

### **A. Determinación de los factores del éxito del instrumento.**

Cabe aclarar que todas las variables analizadas son relevantes y es por ello que se analizaron, pero es necesario entender y explicitar cuáles son clave, pudiendo afectar el funcionamiento de un fondo y hasta comprometer la concreción del objetivo para el que los mismos fueron creados. A continuación se detallan los factores que hacen posible el correcto funcionamiento del instrumento financiero, a nuestro criterio, que puede inferirse para cualquier país o territorio.

#### **A.1. - El desarrollo de la securitización promueve la utilización del instrumento financiero**

Integralmente para todos los países, antes era difícil lograr la movilidad del capital inmobiliario, y la liquidez de un capital como aquel, físico y fijo, no transable, ni divisible. Esto fue posible gracias a la titularización, que transforma los activos reales, en financieros (hipotecas y obligaciones negociables) y aptos para ser transables en los mercados de valores (Daher, 2013) Es indispensable para los fondos un mercado financiero sólido controlado por un ente arbitrario, donde pueda desenvolverse la comercialización de cuotas que va a ser resultado de un sistema financiero saludable en el país, para que su compra-venta sea posible.

---

<sup>21</sup> La Ley de alquileres se aprobó el 11 de junio 2020 en la cámara de Senadores y se publicó en el boletín oficial el 30 de junio 2020.

## **A.2. -Un crecimiento sostenido del PBI fomenta la confianza en los instrumentos de análisis**

Se debe tener presente que el funcionamiento de los fondos se debe al contexto en el que estén insertos, concretamente, los países y su organización y administración interna. Enfocados en las variables económicas consideramos que el éxito del instrumento en un país es consecuente al aumento del Producto Bruto Interno, traccionado por el Mercado Inmobiliario, que canaliza los fondos del Mercado Financiero (Financiarización). Es necesario un nivel de ingreso mediano o alto (PBI) ya que junto con la estabilidad económica contribuyen al acceso a la vivienda. Estas dos condiciones no son suficientes si no existe una buena calidad de vida y una reducción de las desigualdades. Podemos afirmar que la “triada” del ingreso, el desempleo y la calidad de vida (incluida la reducción de las desigualdades) hace al mentado acceso a la vivienda de los habitantes de un país, que en definitiva son los destinatarios finales de todos los proyectos que pueda tener un fondo.

## **A. 3. - Confianza que transmiten las Instituciones Gubernamentales**

Se considera que para el éxito es necesario un contexto donde se valoren las instituciones, en donde se respeten los derechos de propiedad y estén garantizados, ya que son sustanciales para el funcionamiento eficiente del sistema financiero, y por consecuencia del instrumento en análisis. Más aún, que las Instituciones a las que se alude, sean estables y confiables. Esto puede ser analizado mediante el Riesgo País, que incorpora, no solo el riesgo de incumplimiento de las deudas, el riesgo político y económico del país sino también, el de la estabilidad institucional. Vale decir que el atractivo no se encuentra en el rendimiento, si no en la confianza, visto desde el perfil del inversor convencional, dado que existen fondos de capitales de riesgo que apuntan a países riesgosos por la conveniencia y rentabilidad, a estos últimos no se alude.

## **A.4. - Idoneidad de las políticas gubernamentales**

Este análisis, junto con el del factor Institucional, se complementan. Es necesario considerar políticas fiscales y monetarias sensatas, donde el gasto público se mantenga controlado y, en última instancia, la tasa inflacionaria se mantenga baja porque como se analizó, afecta a todos los precios reales de la economía y en nuestro trabajo de los proyectos. Por otra parte, se debe apuntar a políticas globales macroeconómicas que permitan mantener un crecimiento estable del PBI y del Ingreso per cápita y en lo posible, orientado a la mejora de la calidad de vida. Igualmente, los países deben trabajar en políticas que contribuyan al acceso a la vivienda, con estímulos a los créditos o generándolos, manteniendo tasas accesibles y convenientes al mercado. Además, es preciso que lo impositivo acompañe al instrumento financiero para que no solo no le quiten rentabilidad, sino que lo impulsen.

## **A. 5. - Estrategia de la Administración.**

El último factor a mencionar abarca todas aquellas decisiones que van a impactar en la supervivencia y el resultado del fondo, tomadas por el órgano de administración a la hora de la creación y desarrollo del instrumento: lo primero es tener identificado el cliente objetivo, para identificar la correcta estrategia en base a sus necesidades particulares. Asimismo, debe existir una correcta relación entre el valor de la cuota parte y el valor de los proyectos a realizarse, y un adecuado canal de comunicación, que se ajuste al objetivo y cliente al cual se dirige el fondo. También, la administración debe contemplar tanto las particularidades de la cultura de su país como la elección de la categoría de inmuebles a desarrollar con la ubicación geográfica de los proyectos.

Por último se debe tener en cuenta para el éxito, que el país cuente con un grado de **especialización** en las siete entidades intervinientes<sup>22</sup> en el funcionamiento de los fondos para las diferentes categorías inmobiliarias. Además, según lo afirma la Conferencia (2019) llevada a cabo por expertos de ColCapital, debe existir coordinación entre los desarrolladores y los administradores de capitales y deben ser conscientes que el conocimiento del negocio y las curvas de aprendizajes en cada categoría inmobiliaria a desarrollar, promoverá la permanencia en el largo plazo.

## **6. CONCLUSIONES / IMPLICACIONES / LIMITACIONES**

Luego de descubrir los factores que hacen posible el funcionamiento del Instrumento en análisis, el último paso a realizar, está en verificar si los mismos pueden aplicarse en Argentina:

Actualmente el contexto nacional argentino no es un factor que favorezca o incentive el crecimiento en el uso de este tipo de instrumentos, por sus constantes fluctuaciones que deterioran la confianza para invertir en el país, que puede verse reflejado en los gráficos N° IV y II. Sin embargo, un cambio de perspectiva podría llevar al éxito de los FCCI mediante políticas gubernamentales sensatas, medidas y eficientes que generen condiciones de crecimiento estable, disminuyan la tasa de desempleo y generen confianza suficiente como para crear un terreno sólido, donde puedan funcionar el sistema financiero y el mercado inmobiliario sin obstáculos, y donde la economía se convierta en un factor que impulse y favorezca. Además, se deba mantener controlado el gasto público y no deba financiarse los excedentes con emisión monetaria, que en el largo plazo, modifica y distorsiona la relación de precios, generando inflación como un factor de riesgo, dado su efecto sobre los costos, ya que ejerce un efecto negativo sobre el instrumento (Gay, 2019). Por lo tanto, al momento del proceso de conformación de los fondos, tanto los administradores como los desarrollistas deberán tener en cuenta el fenómeno inflacionario y consecuentemente el ICC, ya que es de relevancia en la proyección

---

<sup>22</sup> En Argentina hablamos de dos categorías: comercial y residencial, mientras que en EEUU y Colombia se pueden ampliar las categorías educación y salud.

y la obtención de beneficios para sus inversionistas. Esto, sumado a las condiciones institucionales que rigen la Argentina, justificó la elección de moneda extranjera como base para 6 de los primeros 7 fondos originales para resguardar el valor (como lo detalla en tabla N° VI ), aunque se observó que al momento de la creación de los fondos no regía un cepo cambiario. Considerando este actual obstáculo, y en contra de la cultura y del pensamiento intuitivo, la elección de la moneda nacional a los fines de valuación, podría presentar en el futuro mayores beneficios que en moneda extranjera.

Para el territorio nacional, la transformación de activos físicos en vehículos financieros es un terreno que se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo. Esto implica la inexperiencia del mercado inmobiliario dentro del mercado financiero. Se observó en la tabla I que, si bien Estados Unidos fue el precursor de los REITs y posee una gran diversificación y especialización en trece categorías inmobiliarias, tienen una estructura diferente al de los fondos en los otros dos países, ya que aquí se constituyen primero como empresas y luego se inscriben como fideicomisos. En Argentina, es un buen comienzo para apostar al crecimiento de la securitización y el apoyo de la economía desde un lugar diferente al tradicional, de la mano este tipo de instrumento cotizado en bolsa.

Si bien los incentivos impositivos sirvieron para impulsar las emisiones de los primeros fondos, no representan un incentivo importante a largo plazo para mantenerlos. Siguiendo esta última afirmación, al principio de nuestro análisis, se pronunciaba como un gran beneficio el blanqueo de los capitales invertidos, aunque en realidad representó una simple disminución de penalidad a través de la inmovilización de los capitales invertidos por un mínimo de 5 años. En resumen, aunque el gobierno de turno inició un plan de fomento y exposición para este instrumento, se hace imprescindible una adecuada estrategia de difusión donde se logre transmitir los beneficios de su utilización y aumente su demanda.

Tomando como base este contexto y nuestro análisis del mercado inmobiliario, no existían suficientes estímulos para virar hacia este instrumento, por lo que los FCCI sufrieron una serie de adaptaciones para poder funcionar. Se orientó el objeto de inversión solo en el desarrollo de categorías residencial y comercial (como muestra la tabla I), y en segunda media, se priorizó la estrategia de venta al de la renta, con la finalidad de recortar años en los horizontes de inversión, para hacerlo líquido en menor tiempo y tener comprometido al cuotapartista. Esto fue motivado por la cultura argentina, que se caracteriza con una visión de tendencia cortoplacista, y la desconfianza inherente moldeada por constantes agravios en la economía, condicionaron el horizonte del proyecto. En resumen, para lograr captar a una mayor demanda en el país, es necesaria la posibilidad de liquidez en el menor tiempo posible, sacrificando rentabilidad, para darle tranquilidad y confianza al inversionista.

En cuanto a la rentabilidad, se encuentra la posibilidad de que funcionen en nuestro mercado, siempre y cuando exista un muy buen conocimiento del sector y una idónea gestión por parte de la administración mencionada anteriormente. Por esta razón es que los FCCI apostaron su desarrollo en aquellos lugares donde los terrenos tienen mayor valor, y concentraron el capital en pequeñas porciones de territorio, a causa de la selectividad geográfica de la inversión. Tras un breve análisis de la variable operativa, se observó que, en Argentina, estos instrumentos cumplían con todos los requerimientos legales y operativos para funcionar correctamente al año 2020 y se encontraban bajo la mirada de instituciones especializadas para ser medidos en cuanto a riesgos de mercado, entre otros, generando el incentivo y la oportunidad de transmitir más confianza a quienes estuviesen interesados en invertir. Para mantener este estado, la comunidad que involucra al mercado inmobiliario como el financiero deben seguir cumpliendo con los reglamentos y condiciones legales.

En conclusión, resulta claro que existe la posibilidad de que el incentivo por ampliar la industria de los FCCI en nuestro país y el aprovechamiento de la oportunidad de aumentar el aporte a la economía nacional cambien la forma de invertir en los mercados inmobiliarios y de fomentar la urbanización tal cual la conocemos durante los últimos años. Podemos pensar a los FCCI como un complemento a las formas de inversión de las finanzas tradicionales.

**Implicaciones:** El análisis de los Fondos Cerrados de Inversión nos brinda un conocimiento de los principales puntos del instrumento complementario a los ya existentes, teniendo en cuenta que es algo novedoso para Argentina actualmente. En primer lugar, dar a conocer a empresas y entidades involucradas o interesadas, una perspectiva sobre esta herramienta particular en el sector inmobiliario, en este caso, permitiendo así la posibilidad de crecer invirtiendo más allá de los caminos tradicionales y propiciar el desarrollo de nuevos proyectos. En segundo lugar, se pretende dotar de información a empresas inversoras y desarrollistas argentinas, dado que es un trabajo de investigación formal cuyo sustento está dado en aquellos factores que permiten el desarrollo de un sector, aplicable desde diversos perfiles como lo son el inversor, desarrollista, administrador, e incluso para la toma de decisiones.

**Limitaciones:** Si bien este trabajo tiene un nivel de grado, se intentó realizar una revisión lo más exhaustiva, objetiva y metodológica posible. Dicho esto, a continuación, se señalan las principales limitaciones del mismo: la calidad, disponibilidad y existencia de información y cantidad de fondos estudiados; la subjetividad de los autores, y en el caso de Argentina encontrar una fuente de datos secundaria fidedigna, con datos actualizados y estandarizados que lo hagan comparable, como fue necesario para nuestro trabajo.

## 7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Boudry, W.I., Coulson, N.E., Kallberg, J.G. et al. (2012) “On the Hybrid Nature of REITs. J Real Estate”. 44, pages 230–249
- Brealey, R. et al (2010). *Principios de finanzas corporativas*, McGraw-Hill (Ed.)
- CAFCI - Cámara Argentina de fondos Comunes de Inversión, (2020) <https://www.cafci.org.ar/>
- Cattaneo Pineda, Rodrigo Andrés. (2011). Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile: ¿Un nuevo paso hacia la financiarización de la ciudad?. *EURE (Santiago)*, 37(112), 5-22.
- CNV Comision Nacional de Valores, (2021) , <https://www.cnv.gov.ar/>
- Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad [IASB] (2008), “*Norma Internacional de Contabilidad 32*”.
- ColCapital - Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (2020) <https://colcapital.org>
- ColCapital - Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado; (2019) <https://colcapital.org>
- Daher, Antonio. (2013). “El sector inmobiliario y las crisis económicas. EURE” vol.39, n.118, pp.47-76
- Fanelli, J.M. (2010), "Fondos comunes de inversión y desarrollo financiero". *Naciones Unidas y CEPAL*.
- Gay, Alejandro (2019) “Política Económica, Analizando el enigma de la Argentina”
- Ley 24.441, Sancionada 1994, Artículo 1°
- Maure Inmobiliaria, (2021) - <http://maureinmobiliaria.com/>
- Mayorga, J. M., García-García, D. M. y Hernández, L. (2017). “Calidad de vida y su correlación con los precios del suelo: aproximación a la segregación residencial en Bogotá”. *Cuadernos de Vivienda y Urbanismo*, 10(19), 22-40.
- My-Linh Thi Nguyen, (2019) “Stock Market, Real Estate Market, and economic growth: an ardl approach” 16(4):290-302
- NAREIT -Asociación Nacional de Grupos de Inversión en Activos Inmobiliarios (2021) [www.reit.com](http://www.reit.com)
- SFC - Superintendencia Financiera de Colombia; (2021) <https://www.superfinanciera.gov.co/>
- Santana Vilorio, Leonardo, (2015), “Estimación del beta para el sector inmobiliario a partir del desempeño de fondos de inversión inmobiliaria en Colombia” 7 (1) 83-95
- The Social Progress Imperative; (2021) <https://www.socialprogress.org/>
- Vilariño Sanz, Angel (2011). “Turbulencias Financieras y riesgo de mercado”. Editorial FT Prentice Hall

## 8. ANEXOS

### ANEXO 1. PBI per cápita dólares actuales

<b>Año</b>	<b>Argentina</b>	<b>Colombia</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Mundo</b>
<b>2004</b>	\$12.214,74	\$7.806,05	\$41.712,80	\$9.545,39
<b>2005</b>	\$13.568,77	\$8.324,76	\$44.114,75	\$10.158,81
<b>2006</b>	\$14.951,73	\$9.035,57	\$46.298,73	\$10.984,97
<b>2007</b>	\$16.570,01	\$9.781,97	\$47.975,97	\$11.748,05
<b>2008</b>	\$17.404,07	\$10.179,24	\$48.382,56	\$12.289,03
<b>2009</b>	\$16.334,74	\$10.258,97	\$47.099,98	\$12.258,25
<b>2010</b>	\$18.061,93	\$10.731,65	\$48.467,52	\$12.902,76
<b>2011</b>	\$19.322,23	\$11.604,10	\$49.886,82	\$13.587,67
<b>2012</b>	\$19.641,35	\$12.018,65	\$51.610,61	\$14.130,56
<b>2013</b>	\$20.131,68	\$12.727,76	\$53.117,67	\$14.650,99
<b>2014</b>	\$19.683,77	\$13.307,42	\$55.064,74	\$15.029,76
<b>2015</b>	\$20.105,20	\$13.265,80	\$56.839,38	\$15.176,61
<b>2016</b>	\$20.307,87	\$13.812,10	\$57.951,58	\$15.592,20
<b>2017</b>	\$23.597,12	\$14.171,32	\$60.062,22	\$16.243,78
<b>2018</b>	\$23.313,82	\$14.837,90	\$62.996,47	\$17.038,92
<b>2019</b>	\$23.040,29	\$15.630,08	\$65.297,52	\$17.633,47

Fuente: elaborado a partir de la base de datos del Banco Mundial



## ANEXO 2. Variación porcentual PBI

<b>Año</b>	<b>Argentina</b>	<b>Colombia</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Mundo</b>
<b>2001</b>	-4,41%	1,68%	1,00%	1,95%
<b>2002</b>	-10,89%	2,50%	1,74%	2,17%
<b>2003</b>	8,84%	3,92%	2,86%	2,95%
<b>2004</b>	9,03%	5,33%	3,80%	4,41%
<b>2005</b>	8,85%	4,83%	3,51%	3,90%
<b>2006</b>	8,05%	6,72%	2,85%	4,37%
<b>2007</b>	9,01%	6,74%	1,88%	4,32%
<b>2008</b>	4,06%	3,28%	-0,14%	1,86%
<b>2009</b>	-5,92%	1,14%	-2,54%	-1,67%
<b>2010</b>	10,13%	4,49%	2,56%	4,31%
<b>2011</b>	6,00%	6,95%	1,55%	3,13%
<b>2012</b>	-1,03%	3,91%	2,25%	2,52%
<b>2013</b>	2,41%	5,13%	1,84%	2,67%
<b>2014</b>	-2,51%	4,50%	2,53%	2,87%
<b>2015</b>	2,73%	2,96%	2,91%	2,92%
<b>2016</b>	-2,08%	2,09%	1,64%	2,61%
<b>2017</b>	2,82%	1,36%	2,37%	3,28%
<b>2018</b>	-2,57%	2,52%	2,93%	3,03%
<b>2019</b>	-2,09%	3,26%	2,16%	2,34%

Fuente: elaborado a partir de la base de datos del Banco Mundial

ANEXO 3. Coeficiente GINI

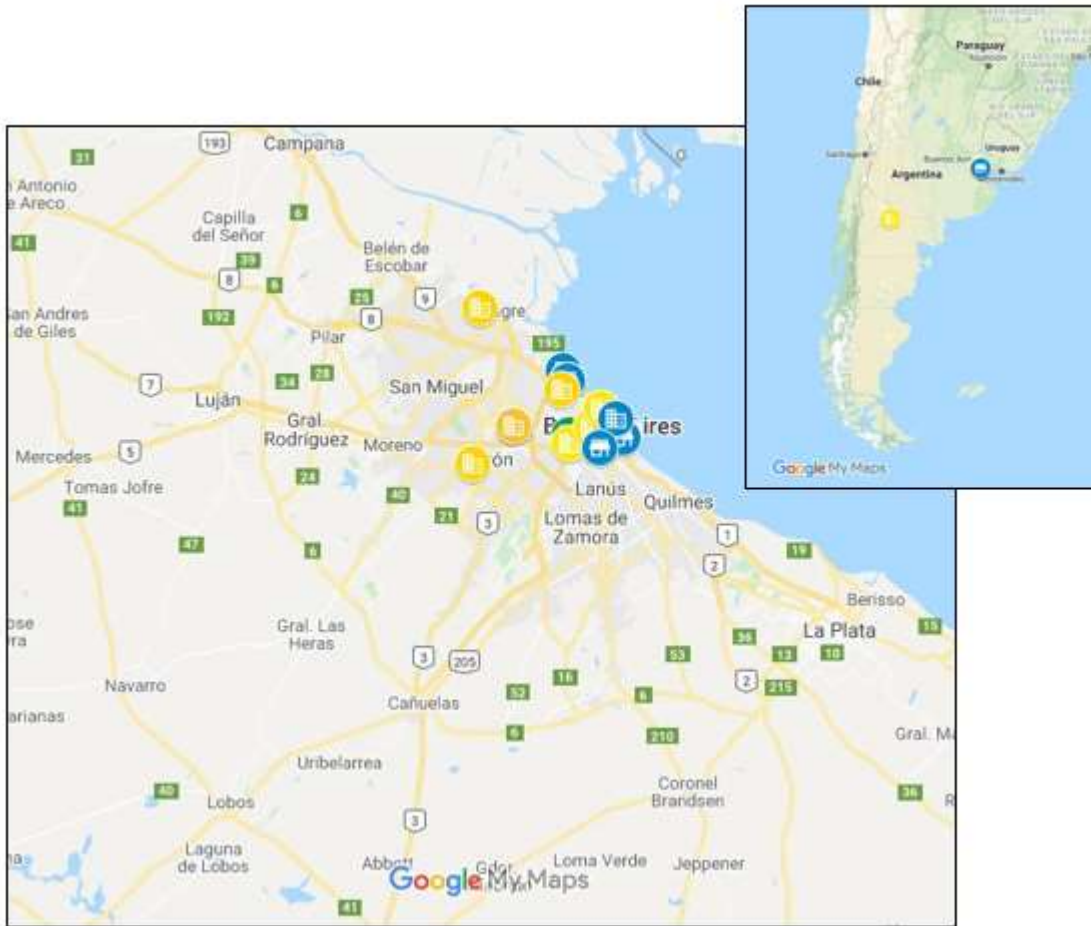
<b>Año</b>	<b>Argentina</b>	<b>Colombia</b>	<b>Estados Unidos</b>
<b>1991</b>	46,8		38
<b>1992</b>	45,5	51,5	38,4
<b>1993</b>	44,9		40,4
<b>1994</b>	45,9		40
<b>1995</b>	48,9		39,9
<b>1996</b>	49,5	56,9	40,3
<b>1997</b>	49,1		40,5
<b>1998</b>	50,7		40
<b>1999</b>	49,8	58,7	40
<b>2000</b>	51,1	58,7	40,1
<b>2001</b>	53,3	57,5	40,6
<b>2002</b>	53,8	56	40,4
<b>2003</b>	50,9	53,6	40,8
<b>2004</b>	48,4	55	40,3
<b>2005</b>	47,7	53,9	41
<b>2006</b>	46,3		41,4
<b>2007</b>	46,2		40,8
<b>2008</b>	44,9	55,3	40,8
<b>2009</b>	43,7	54,3	40,6
<b>2010</b>	43,6	54,6	40
<b>2011</b>	42,6	53,5	40,9
<b>2012</b>	41,3	52,6	40,9
<b>2013</b>	40,9	52,6	40,7
<b>2014</b>	41,6	52,6	41,5
<b>2015</b>		51	41,2
<b>2016</b>	42	50,6	41,1
<b>2017</b>	41,1	49,7	41,2
<b>2018</b>	41,3	50,4	41,4
<b>2019</b>	42,9	51,3	

Fuente: elaborado a partir de la base de datos del Banco Mundial

ANEXO 4. Tabla resumen de los siete fondos cerrados de Argentina.

					SINCERAMIENTO FISCAL		GOBIERNO		
	NOMINACION	COLOCACION M EMISION	PLAZO EN MESES	TIPO	PORCENTAJE PARTICIPACIÓN CLASE A	PORCENTAJE PARTICIPACIÓN CLASE B	PORCENTAJE PARTICIPACIÓN CLASE C	CALIF DE RIESGO	CLASE SOCIAL A LA QUE VA ORIENTADA
1	Allaria Residencial CasasARG I FCCI Ley 27.260	\$ 29.355.115,00	61	mixto	91,48%	6,81%	1,70%	A- (ccn)	medio
2	Consultatio Inmobiliario FCCI Ley 27.260	\$ 44.905.050,00	61	residencial	92,40%	7,60%	0,00%	FI2 (arg)	medio-alto
3	Quinquela + Predial FCCI Inmobiliario Ley 27.260	\$ 10.026.854,00	61	residencial	40,00%	20,00%	40,00%	BBB+(cc)	medio
4	Allaria Argencons Distrito Quartier Puerto Retiro FCCI Inmobiliario Ley 27.260	\$ 62.124.396,00	61	mixto	50,82%	49,18%	0,00%	AA- (ccn)	alto
5	FCCI Inmobiliario al Río Ley 27.260	\$ 15.101.089,00	61	comercial	94,70%	5,30%	0,00%	FI2 (arg)	medio-alto
6	Allaria Residencial I FCCI Inmobiliario	\$ 4.000.000.000,00	122	mixto	0,00%	100,00%	0,00%	sin datos	medio-alto
7	SBS Creaurban Desarrollo FCCI Inmobiliario	\$ 23.000.000,00	61	residencial	30,00%	0,00%	70,00%	FI3(arg)	medio-alto

ANEXO 5. Mapa - Ubicaciones



FONDO	INMUEBLE - ACTIVO	UBICACIÓN - DIRECCION
<b>Allaria Residencial CasasARG I FCICI Ley 27.260</b>	Multiproyecto Prima Caballito	Calles Boyacá, Franklin, Gavilán y Neuquén de la Ciudad de Buenos Aires.
	Fideicomiso Ordinario Inmobiliario Zabala 3838	Zabala 3838 - CABA
<b>Consultatio Inmobiliario FCIC Ley 27.260</b>	Oceana Puerto Madero	Juana Manso 1415, Buenos Aires
	Proyecto "Torre Huergo 475"	Av. Huergo 475, Puerto Madero
	Oceana Nordelta	Av. Del Golf 4415 - Nordelta - Buenos Aires
<b>Quinquela + Predial FCIC Inmobiliario Ley 27.260</b>	Proyecto Huidobro	Barrio de Saavedra de la CABA- Calle Ruiz Huidobro 3055
	Proyecto Malvinas	Neuquén Capital. calle Islas Malvinas 722
	Proyecto Pedernera	barrio de Flores de la CABA. Calle Pedernera 154
	Proyecto Alberdi I	CABA. Calle Alberdi 6683
	Proyecto Alberdi II	CABA Calle Alberdi 5784/5800
<b>Allaria Argencos Distrito Quartier Puerto Retiro FCIC Inmobiliario Ley 27.260</b>	Quartier Plaza	Manzana comprendida por las Avenidas Antártida Argentina, Presidente Ramón Castillo y la calle Pedro Zanni
	Quartier Lofts	
	Quartier Studio	
<b>FCIC INMOBILIARIO AL RÍO LEY 27.260</b>	Proyecto "Docks"	Juan Carlos Cruz 120, Vicente López, Buenos Aires, Argentina
	Proyecto "Torre Sur"	Av. del Libertador 101, Vicente Lopez, Buenos Aires, Argentina
	Proyecto "El Cubo"	Av. del Libertador 77, Vicente Lopez, Buenos Aires
<b>SBS Creaurban Desarrollo FCIC Inmobiliario</b>	FIDEICOMICO TERRAZAS DE BARRIO PARQUE	CABA - ubicadas en Martín Coronado N° 3311, 3481, 3487, 3491 y 3495
	ART MARIA - LOCAL COMERCIAL Y COCHERAS	Barrio Puerto Madero, Ciudad Autónoma de Buenos Aires - Camila O'Gorman 375, Buenos Aires

Referencia: ARGENTINA – Provincia de Bs As - CABA - Ubicaciones de los inmuebles invertidos en Argentina hasta 2020

ANEXO 6. REITs

	Denominación del REIT	Categoría Inmobiliaria	Ubicación	Miembro NAREIT desde	Antigüedad
1	UMH Properties, Inc.	RESIDENCIAL	Freehold, New Jersey	1993	28
2	NexPoint Residential Trust Inc.	RESIDENCIAL	Dallas, Texas	2015	6
3	Independence Realty Trust	RESIDENCIAL	Philadelphia, Pennsylvania	2011	10
4	Clipper Realty Inc.	RESIDENCIAL	Brooklyn, New York	2017	4
5	Bluerock Residential Growth REIT, Inc.	RESIDENCIAL	New York, New York	2014	7
6	Preferred Apartment Communities, Inc	RESIDENCIAL	Atlanta, Georgia	2013	8
7	Invitation Homes	RESIDENCIAL	Dallas, Texas	2017	4
8	American Homes 4 Rent	RESIDENCIAL	Calabasas, California	2013	8
9	MAA	RESIDENCIAL	Germantown, Tennessee	1994	27
10	Camden Property Trust	RESIDENCIAL	Houston, Texas	1993	28
11	American Campus Communities, Inc.	RESIDENCIAL	Austin, Texas	2004	17
12	Sun Communities, Inc.	RESIDENCIAL	Southfield, Michigan	1994	27
13	UDR, Inc.	RESIDENCIAL	Highlands Ranch, Colorado	1974	47
14	Centerspace	RESIDENCIAL	Minot, North Dakota	2011	10
15	Essex Property Trust, Inc.	RESIDENCIAL	San Mateo, California	1994	27
16	AvalonBay Communities, Inc.	RESIDENCIAL	Arlington, Virginia	1993	28
17	Equity Residential	RESIDENCIAL	Chicago, Illinois	1993	28
18	Equity Lifestyle Properties, Inc.	RESIDENCIAL	Chicago, Illinois	1993	28
19	Front Yard Residential Corporation	RESIDENCIAL	Christiansted, Virgin Islands	2013	8
20	Apartment Income REIT Corp.	RESIDENCIAL	Denver, Colorado	2021	0

21	Steadfast Apartment REIT, Inc.	RESIDENCIAL	Irvine, California	2020	1
22	GCP REIT IV	RESIDENCIAL	Chicago, Illinois	2020	1
23	Housing Partnership Equity Trust	RESIDENCIAL	Washington, District of Columbia	2020	1
24	BSR Real Estate Investment Trust	RESIDENCIAL	Little Rock, Arkansas	2021	0
25	The Community Development Trust	RESIDENCIAL	New York, New York	2021	0

ANEXO 7. Fondos de Capital Privado de Colombia.

<b>N</b>	<b>ETAPA</b>	<b>GESTOR PROFESIONAL</b>	<b>DENOMINACIÓN DEL FCP</b>
1	INVERSIÓN	BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa	BTG Pactual rentas inmobiliarias
2	INVERSIÓN	BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa	Fondo de capital privado BTG Pactual Activos Alternativos - Compartimento SMP
3	INVERSIÓN	CCLA Group	FAI Calle 77
4	INVERSIÓN	CCLA Group	Fund I
5	INVERSIÓN	CCLA Group	Fund II
6	INVERSIÓN	CCLA Group	SMA I (GIC)
7	INVERSIÓN	Fiduciaria Bancolombia S.A	FCP Fondo Inmobiliario Colombia
8	INVERSIÓN	Grupo Pegasus	Colvalor Propiedades Colombianas S.A.S
9	INVERSIÓN	Grupo Pegasus	FCP Inmobiliario Grupo Pegasus Colombia Fondo I
10	INVERSIÓN	Jamestown	Jamestown Latin America Fund, L.P.
11	INVERSIÓN	Pactia	Fondo de capital privado Pactia Inmobiliario
12	INVERSIÓN	Paladin Realty Partners	FCP Paladin Realty Colombia.
13	INVERSIÓN	Paladin Realty Partners	Paladin Realty Latin America Investors IV.
14	INVERSIÓN	Paladin Realty Partners	Paladin Realty Latin America Investors V.
15	INVERSIÓN	Quadras	FCP Futuro Inmobiliario Compartimento II.
16	INVERSIÓN	Sura Real Estate	FCP Sura AM Inmobiliario - Compartimento Senior Living I
17	INVERSIÓN	Sura Real Estate	FCP Sura Asset Management - Desarrollo Inmobiliario
18	INVERSIÓN	TC Latin America Partners	Terranum Capital Latin America Real Estate Fund II
19	INVERSIÓN	Terranum	Fondo de Capital Privado Terranum.
20	INVERSIÓN	Yellowstone Capital Partners	Yellowstone Capital Fund I.

21	INVERSIÓN	Yellowstone Capital Partners	Yellowstone Real Estate Opportunity Fund II.
22	DESINVERSIÓN	CCLA Group.	Fondo VIII CIM
23	DESINVERSIÓN	Inverlink Estructuras Inmobiliarias S.A.S.	Fondo de capital privado Inverlink estructuras inmobiliarias - Compartimento fideicomiso SQF.
24	DESINVERSIÓN	Inverlink Estructuras Inmobiliarias S.A.S.	Fondo de capital privado Inverlink estructuras inmobiliarias - Compartimento rentas inmobiliarias
25	DESINVERSIÓN	Inverlink Estructuras Inmobiliarias S.A.S..	Fondo de capital privado Inverlink estructuras inmobiliarias - Compartimento Zona Franca.
26	DESINVERSIÓN	Nexus Capital Partners..	FCP Nexus Inmobiliario Compartimento Diversificado de Desarrollos Inmobiliarios.
27	DESINVERSIÓN	Nexus Capital Partners.	FCP Nexus Inmobiliario Compartimento Inmuebles Alpopular.
28	DESINVERSIÓN	Nexus Capital Partners.	FCP Nexus Inmobiliario Compartimento Inmuebles Banco de Bogotá
29	DESINVERSIÓN	Nexus Capital Partners.	FCP Nexus Inmobiliario Compartimento Inmuebles Banco Popula.
30	DESINVERSIÓN	Nexus Capital Partners.	FCP Nexus Inmobiliario Compartimento Triple A
31	DESINVERSIÓN	Paladin Realty Partners.	Paladin Realty Latin America Investors II.
32	DESINVERSIÓN	Paladin Realty Partners	Paladin Realty Latin America Investors III.
33	DESINVERSIÓN	Plentia Capital.	Plentia Inversiones.
34	DESINVERSIÓN	Quadras	FCP Futuro Inmobiliario Compartimento I.
35	DESINVERSIÓN	TC Latin America Partners.	Terranum Capital Latin America Real Estate Fund I.
36	DESINVERSIÓN	Yellowstone Capital Partners	Amarilo Residential Growth Fund 0

Fuente: ColCapital 2020