



Revista INVI

ISSN: 0718-8358

Universidad de Chile. Facultad de Arquitectura y  
Urbanismo. Instituto de la Vivienda

Socoloff, Ivana  
Fondos inmobiliarios cotizados y financiarización de la vivienda en Argentina  
Revista INVI, vol. 36, núm. 103, 2021, pp. 85-111  
Universidad de Chile. Facultad de Arquitectura y Urbanismo. Instituto de la Vivienda

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=25869557004>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

UAEH  
redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc  
Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso  
abierto

# Fondos inmobiliarios cotizados y financiarización de la vivienda en Argentina

Recibido: 2021-05-31

Aceptado: 2021-10-18

## Ivana Socoloff

Investigadora CONICET en el Instituto de Estudios de América Latina y el Caribe, Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Buenos Aires, Argentina, [ivisoc@gmail.com](mailto:ivisoc@gmail.com)  
<http://orcid.org/0000-0001-6675-4372>

### Cómo citar este artículo:

Socoloff, I. (2021). Fondos inmobiliarios cotizados y financiarización de la vivienda en Argentina. *Revista INVI*, 36(103), 85-111. <https://doi.org/10.4067/S0718-83582021000300085>

Esta investigación contó con el apoyo del CONICET (Argentina), proyecto PIP 0946 “Crecimiento urbano y producción de suelo en la Región Metropolitana de Buenos Aires: actores, instrumentos y valorización (2002-2017)”, dirigido por el Dr. Pedro Pérez y radicado en el IEALC-UBA.



# Fondos inmobiliarios cotizados y financiarización de la vivienda en Argentina

## Resumen:

En este trabajo se analizan los fondos inmobiliarios cotizados privados en Argentina como expresión del proceso de financiarización del mercado inmobiliario en general y de la vivienda en particular. En discusión con otros regímenes nacionales abordados por la bibliografía disponible, se interpreta el exiguo desarrollo de estos fondos a la luz de la condición subordinada de Argentina en el proceso de financiarización, que intensificó tanto la volatilidad macroeconómica como la dependencia de la moneda hegemónica. En ese marco, los esfuerzos para canalizar el excedente desde/hacia la vivienda, aparecen para los agentes como un arduo proceso de construcción de un mercado, en el cual los incentivos fiscales y la orientación del crédito por parte del sector público resultan ineludibles. Sin embargo, como se explicará, condiciones específicas de la producción de vivienda y del mercado de capitales en Argentina muestran tensiones en su articulación, además de un desarrollo más bien *taylor-made* de los fondos inmobiliarios para inversores nacionales que aprovechan esas ventajas fiscales en coyunturas de “oportunidad” de ganancias extraordinarias.

**Palabras clave:** financiarización de la vivienda; fondos inmobiliarios cotizados; mercado inmobiliario; REIT.





## Abstract

The paper analyzes the private listed real estate funds in Argentina as an expression of the process of real estate and housing financialization. Taking into consideration other national REITs regimes analyzed by current research, this paper argues that the limited expansion of these funds ought to be interpreted in light of the subordinate condition of Argentina in the process of financialization, which intensified both macroeconomic volatility and dependence on the hegemonic currency. In this context, the efforts to channel surplus from/to housing, appear to the agents as an arduous process of marker making, in which fiscal incentives and credit orientation are unavoidable conditions. However, as explained, specific elements of housing production and capital market functioning in Argentina show tensions in their articulation, and a rather tailor-made development of real estate funds for national investors that take advantage of these fiscal benefits in conjunctures of “opportunity” for extraordinary gains.

## Real Estate Funds and Housing Financialization in Argentina

**Keywords:** housing financialization; listed real estate funds; real estate market; REIT.

## Introducción

Los fondos inmobiliarios han transformado el negocio inmobiliario y la producción urbana en una magnitud que aún debemos comprender. En la actualidad, se calcula que los principales fondos inmobiliarios globales controlan activos por un valor aproximado de 1,447 billones de dólares, de los cuales más o menos la mitad corresponden a fondos radicados en Estados Unidos (FTSE Russell, s. f.)<sup>1</sup>, donde adoptan la forma de REIT (Real Estate Investment Trust) que otorga importantes ventajas impositivas. Por sus características, la existencia misma de estos fondos inmobiliarios ha sido descripta como un indicador de la financiarización del sector inmobiliario en general (Aalbers *et al.*, 2020) y de la vivienda en particular, en tanto convierten progresivamente “a la tierra en activo financiero”, parafraseando a Harvey (1982). Es decir, los fondos inmobiliarios cotizados transforman un bien real, vinculado espacialmente a los devenires y avatares de un territorio determinado, en un título transable en el mercado de capitales de manera –potencialmente- desterritorializada (Gotham, 2009). Al mismo tiempo, convierten a ese territorio en un objeto de intervención por parte del sector financiero, el que, con el poder de sus métricas, altera su naturaleza misma, promoviendo de manera selectiva tipologías, escalas, arquitecturas, etc. (Halbert *et al.*, 2014).

En América Latina, la expansión de los fondos inmobiliarios cotizados es mucho más restringida, pero la legislación y las ventajas fiscales otorgados a los REITs –inspiradas en la legislación norteamericana de la década de los 60s- han sido introducidas en Brasil (1993), en Costa Rica (2009)<sup>2</sup> y en México (entre 2004 y 2010). En países como Chile, fondos similares –llamados fondos de inversión inmobiliaria- funcionan desde hace décadas (Cattaneo Pineda, 2011; Daher, 1995; Vergara Arribas y Gasic, 2021), mientras que la experiencia es más reciente en Colombia, Perú y Uruguay, donde los fondos también cuentan con numerosos beneficios impositivos. En el caso argentino, si bien los fondos inmobiliarios fueron introducidos en 1994, podría decirse que recién en 2018 se incorporaron los principales elementos de la legislación de tipo REIT, especialmente en lo referente a los incentivos fiscales.

Estudios sobre el caso brasileño han enfatizado el gran impacto de los fondos cotizados (Nakama y Rufino, 2021; Sanfelici, 2017; Sanfelici y Magnani, 2021), que según los datos actuales ascienden a 333 cotizados en la Bolsa de Valores de Brasil (B3), que junto con los no cotizados (246) controlan un patrimonio líquido de 144 mil millones de reales (aproximadamente 27,5 mil millones de dólares) (B3, 2021). En México doce FIBRAS comerciales (REITs mexicanos) administraban 1.600 propiedades en 2019 (Gasca-Zamora, 2017; Gasca-Zamora y Castro Martínez, 2021), mientras que en Chile los fondos inmobiliarios alcanzaron un récord de seis mil millones de dólares bajo administración en 2009 (Cattaneo Pineda, 2011). Estas cifras

1 Corresponde a datos de capitalización de mercado de los fondos a abril de 2021 de los 314 principales fondos, producidos por “FTSE EPRA Nareit Global REITs Index”.

2 De acuerdo con datos recopilados por NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts), una sociedad nacida en USA que hoy agrupa y produce información sobre REITs a nivel global.

son comparativamente muy altas si tenemos en cuenta que en una economía como la argentina solo se han lanzado 22 fondos cotizados de tipo *equity* (de desarrollo y gestión, es decir, no hipotecarios) desde la década de 1990, que han administrado un total de solo 464 millones de dólares.

Este desarrollo comparativamente más restringido de los fondos inmobiliarios nos lleva a preguntarnos nuevamente por las particularidades del proceso de financiarización de la vivienda para el caso argentino en relación a la región, cuestión que hemos abordado en otros trabajos en lo referente a los créditos hipotecarios (Socoloff, 2019a, 2019b). Para explicar dichas particularidades, es innegable la necesidad de atender en primer lugar a las condiciones macroeconómicas -en el marco de un proceso de financiarización subordinada que impacta sobre los países de la región de manera diferente- así como resulta importante considerar elementos regulatorios de orden nacional. Sin embargo, y partiendo de un abordaje de tipo cualitativo que pone el foco en el funcionamiento efectivo de la articulación entre el sistema financiero y el sector inmobiliario, sostenemos que es necesario también observar las dimensiones históricas y sociales que estructuraron la articulación entre el sector financiero e inmobiliario/construcción. En base a esa indagación, sostenemos que el proceso de financiarización subordinada intensificó tensiones ya existentes en la relación entre el mercado de capitales y el sector inmobiliario, lo que explicaría su escaso desarrollo. A la vez, consideramos que los fondos efectivamente estructurados parecerían adoptar una forma *tailor-made* que cobra sentido en ocasiones de rentabilidad extraordinaria generadas por la legislación nacional.

El trabajo está organizado de la siguiente manera. En primer lugar, se presenta el debate relativo a los fondos cotizados, cuya expansión global puede sin dudas vincularse a las condiciones posteriores a la crisis del 2008, cuando la competencia internacional permitió la proliferación de reformas normativas tendientes a una mayor penetración de inversores globales y especialización de los instrumentos, que comenzaron a volcarse al segmento residencial. En contraste, como mostraremos en la segunda sección, la postcrisis argentina muestra un escenario marcado por condiciones de volatilidad macroeconómica, que dieron lugar a un contexto diferente al discutido por la bibliografía. Allí explicaremos cómo la interacción entre diversas condiciones propias del sector inmobiliario argentino con dinámicas macroeconómicas y regulaciones normativas ha contribuido a que los fondos cotizados sean un vehículo marginal en la centralización de ahorros para la vivienda, muy a pesar de los esfuerzos realizados tanto por los desarrolladores inmobiliarios como por diversas autoridades políticas. Finalmente, en las conclusiones de este trabajo discutiremos los principales resultados de la investigación, atendiendo en particular a las consecuencias que tiene la existencia de un sistema financiero “para-formal” en el proceso de financiarización de la vivienda.

## Los fondos cotizados en contextos de subordinación financiera

Como ya destacara tempranamente Gotham, los fondos inmobiliarios contribuyen a transformar los activos inmobiliarios fijos en “activos líquidos”, permitiéndoles a los inversores diversificar el riesgo asociado a la tenencia y gestión de bienes inmuebles (Gotham, 2006, pp. 264–265). Al hacerlo, pulverizan la propiedad, admitiendo transacciones veloces de derechos y participaciones asociadas a esas propiedades. Aunque –por supuesto- eso ocurre solo cuando los mercados son lo suficientemente “profundos” como para que vendedores y compradores realicen estas transacciones de manera rutinaria.

Sin dudas, el alcance y el impacto del accionar de estos fondos en el territorio dependen en gran medida de los regímenes nacionales de financiamiento al sector inmobiliario (Gotham, 2006, 2009), más allá del papel de los gobiernos locales (Beswick y Penny, 2018; Peck y Whiteside, 2016; Weber, 2010). Esto se debe a que los fondos inmobiliarios cotizados nacen y se perpetúan gracias a la regulación (Boisnier, 2011, 2015; Gotham, 2006; Waldron, 2018; Wijburg, 2019). Cuando hay liquidez global e inversores interesados en alocar y extraer recursos de un sector inmobiliario particular, la figura legal de los fondos se convertirá (o no) en un canal legal y financiero adecuado, solo en la medida en que “el mercado” perciba una rentabilidad acorde al riesgo, siendo esta impulsada por “facilidades” y “ventajas” comúnmente asociadas a estos productos: diversificación del riesgo, ventajas fiscales, protección de activos (que quedan en manos del fondo), horizonte de rentabilidad esperado, flujos de fondos, etc.

El grado de especialización y el tipo de activos que controlan, así como la temporalidad de estos fondos, son variables y dependen en gran medida de las condiciones específicas del mercado. En países como Estados Unidos, los REITs son hiper-especializados y funcionan en todos los segmentos y subsegmentos del mercado inmobiliario, desde hoteles suburbanos hasta residencias estudiantiles, o aún en unidades de viviendas *single-family* (Chilton *et al.*, 2018). Fuera de Estados Unidos, los fondos muchas veces tienen activos mixtos y se dedican tanto a la gestión como al desarrollo.

Una de las cuestiones importantes que emerge en el debate reciente sobre los fondos inmobiliarios cotizados es la difusión del modelo norteamericano. La misma ha implicado la introducción de ventajas fiscales muchas veces por medio del lobby (Boisnier, 2015, pp. 42–43; Vives-Miró, 2018), junto con una serie de requisitos relativos a la cantidad de inversores, orientación de la cartera de inversiones y distribución de dividendos. También se ha señalado que en países desarrollados el papel de las crisis económicas -sea la crisis inmobiliaria de los 90s o la crisis internacional de 2007-2009 (Nappi-Choulet, 2013)- ha sido aprovechado como un momento de oportunidad para la difusión de los REITs y su ingreso en segmentos “en estrés” como el residencial, tanto para el caso español (García-Lamarca, 2020), como en el francés (Nappi-Choulet, 2012; Wijburg, 2019) o el irlandés (Waldron, 2018). En este último caso, la venta de activos públicos y los defaults hipotecarios configuraron un escenario de “oportunidad” para este tipo de producto financiero (Waldron, 2018), mientras que en el caso español se ha señalado que los fondos de tipo REIT promovieron

la profundización de las desigualdades espaciales, y la emergencia de un “rentismo financiarizado” en el contexto del manejo de la postcrisis (García-Lamarca, 2020; Yrigoy, 2018). En condiciones macroeconómicas y demográficas diferentes, los trabajos sobre el funcionamiento y gerenciamiento de los REITs en Hong Kong y Japón muestran divergencias en los impactos espaciales con respecto a los casos europeos, pero verifican la importancia de los mediadores estatales en alianza con los desarrolladores para la proliferación de los fondos (Aveline-Dubach, 2016, 2020).

Como mencionábamos, estudios sobre el caso brasileiro han puesto el énfasis en el gran impacto de los fondos cotizados. Su patrón de localización muestra una alta selectividad espacial, concentración de las inversiones y una preferencia de los fondos por productos “prime” localizados en las zonas más ricas de San Pablo y Río de Janeiro (Sanfelici, 2017; Sanfelici y Halbert, 2018). En Chile, en cambio, la diversificación de los productos y el horizonte temporal del inversor que atrae cada fondo habrían determinado una mayor especialización (Cattaneo Pineda, 2011), así como una importante participación en la compra de suelo (Gasic, 2018). Pero el padrón de alto grado de concentración (Daher, 1995), selectividad geográfica, sesgo metropolitano y su impacto en la verticalización y elitización de Santiago hablan también de una convergencia en ese sentido (Cattaneo Pineda, 2011).

En México, donde los fondos están fuertemente generalizados, ha sido documentada su orientación al financiamiento del segmento de centros comerciales ubicados en áreas de clases medias (Gasca-Zamora, 2017, pp. 80-89), así como su participación en otra serie de megaproyectos urbanos en el marco de “un desarrollo urbano intensivo” y “gentrificador” (Delgadillo, 2016). Mediante alianzas con lo que ha sido denominado un nuevo tipo de desarrollador o “desarrollador-plataforma” (David, 2013, 2017), los fondos institucionales extranjeros han disputado la imposición de un modelo de producción inmobiliaria en la región dominada por una nueva división internacional del trabajo inmobiliario (David, 2017).

En consonancia con las investigaciones sobre regímenes nacionales de financiarización de la vivienda por medio de fondos inmobiliarios, este trabajo pone el foco en el nivel nacional del fenómeno de la difusión de los fondos. Como tal, es de carácter exploratorio, dado que no encontramos investigaciones que hayan abordado esta temática para el caso argentino. La finalidad será, entonces, mostrar las particularidades del desarrollo de los mismos, en el marco de un proceso de financiarización subordinada en América Latina (Abeles *et al.*, 2018).

La subordinación financiera internacional en las economías emergentes «se expresa a través de las restricciones sobre la agencia de estos actores [en esos países], la transferencia geográfica de valor en el mercado mundial y patrones más amplios de desarrollo espacial desigual» (Alami *et al.*, 2021). La subordinación financiera, como proceso histórico, sistémico y estructural (Alami *et al.*, 2021), además se manifiesta en las economías periféricas como alta inestabilidad macroeconómica, cambios en los flujos internacionales de capital y presión sobre la moneda (Bonizzi *et al.*, 2020; Lapavitsas, 2013; Powell, 2013). Desde esta perspectiva, el concepto no debe entenderse como una reproducción acrítica de la dicotomía centro-periferia que se ha debatido durante mucho tiempo (ver Alami *et al.*, 2021 para una discusión sobre esto). Contrariamente a esta visión, la subordinación financiera de ser entendida como una resultante histórica que configuró una jerarquía monetaria y una



hegemonía financiera de ciertos agentes, prácticas, reglas y mercados concretos, cuyas dinámicas producen respuestas en otras geografías; pero las luchas de clases, la explotación y la dominación son los procesos clave que subyacen y dan forma al sistema financiero global.

Como han señalado Abeles *et al.* (2018), América Latina ha profundizado su histórica subordinación financiera en las últimas décadas. En comparación con otras regiones, América Latina es la región en desarrollo donde más se liberalizaron los flujos de capital transfronterizos (CEPAL, 2012), lo que intensificó la fuga de capitales y condicionó la ya débil estructura tributaria de la región. Así, la financiarización ha impuesto más restricciones a las acciones de política contracíclica en el corto plazo y ha afectado profundamente la posibilidad de revertir la creciente desigualdad y el atraso tecnoproductivo en América Latina. Además, el sesgo de corto plazo en la toma de decisiones y la creciente gravitación de las élites financieras han esterilizado los esfuerzos públicos industriales y tecnológicos de largo plazo para revertir estas tendencias (Abeles *et al.*, 2018).

La subordinación financiera en la región también está estrechamente vinculada al rol de los grupos empresariales y las corporaciones multinacionales. Si bien en muchos países desarrollados los mercados de valores y los bancos (privados) fueron las fuentes de inversión productiva a largo plazo, en América Latina los grupos empresariales controlados por familias y las corporaciones globales siempre han sido las instituciones privadas responsables de movilizar capital para la inversión (Schneider, 2013), con fuerte apoyo del estado. Una miríada de académicos latinoamericanos ha considerado el papel de estos grupos en todos los sectores económicos y, más recientemente, los investigadores han profundizado en las estrategias de estos grupos hacia la tierra y los bienes raíces (Rufino, 2019; Socoloff, 2018).

Pero estas tendencias se presentan mostrando trayectorias variadas (Fernández y Aalbers, 2020). Aunque la fuga de capitales de grupos empresariales y elites económicas es un fenómeno estructural en América Latina, Argentina y Venezuela muestran una mayor tasa de activos líquidos en comparación con otros países de la región (Rua, 2019). Y de alguna manera, esto podría ser un indicador de que los inversionistas más pequeños acceden y retienen moneda hegemónica líquida fuera del sistema financiero, teniendo esto profundas implicaciones para el funcionamiento del mercado inmobiliario, como se verá más adelante.

Algo similar ha sucedido con las tasas de interés y la inflación, donde Argentina muestra un patrón diferente al de la región luego de la crisis financiera de 2008. Mientras que otros países de América Latina experimentaron bajas tasas de interés entre 2008 y 2015 -lo que permitió la expansión de los Fondos RE (ver en el caso de Brasil, Nakama y Rufino, 2021)-, Argentina mostró una alta inflación y altas tasas de interés como consecuencia de la crisis internacional, que impactó negativamente en el surgimiento de vehículos financieros de mediano y largo plazo (Lanche Bode, 2017). Además, debido al alto «riesgo país» de Argentina, tanto el endeudamiento internacional como los flujos de inversión extranjera directa se mantuvieron bastante limitados hasta 2015, en comparación con la región.

Como resultado, el mercado de capitales de Argentina es bastante pequeño en relación con el tamaño de la economía y en comparación con la región, y está organizado en torno a valores públicos (Dapena, 2009). Por

lo tanto, mientras que en países como Brasil y Colombia la capitalización bursátil del PIB fue superior al 60% en 2010, la capitalización de Argentina se mantuvo alrededor del 10% después de la crisis.

En ese contexto, trabajos anteriores ya han mostrado que el boom inmobiliario 2002-2010 se organizó por fuera del mercado de capitales, en el marco de una proliferación de fondos o círculos de ahorro no cotizados (Cánepa y Pantanetti, 2011; Socoloff, 2019a) y de inversión directa de los hogares (Bebczuk y Garegnani, 2012). Asimismo, se ha comprobado la existencia de una cúpula de desarrolladores muy pequeña articulada con el mercado de capitales mediante empresas emisoras de papeles bursátiles (Socoloff, 2018). En lo relativo a los intentos por conectar al mercado de capitales con el financiamiento a la vivienda, otros trabajos han analizado la desintegración del sistema de crédito hipotecario de los 90s con la crisis argentina de 2001 (Agarwal *et al.*, 2005; Banzas y Fernández, 2007; Kiguel y Podjarny, 2007; World Bank, 2017), que se basaba en la traslación del riesgo de tipo de cambio a los tomadores que obtenían un crédito en dólares (Allami, 2013). Sucesivamente, han sido abordados por la literatura reciente, tanto la articulación de un fondo público que otorgaba créditos a tasas reales negativas en el periodo 2012-2015 (Socoloff, 2019c) como los intentos fallidos de promover el financiamiento a la vivienda indexado en unidad de cuenta entre 2015-2019 (Socoloff, 2019b).

## Metodología

La investigación presentada se basa en información primaria y secundaria producida entre 2020 y 2021, junto con material recolectado en investigaciones previas sobre la temática (ver Socoloff, 2019a, 2019b). Una cuestión importante a resaltar es que no existen estadísticas ni documentos públicos o privados sobre los fondos inmobiliarios cotizados en Argentina. Por ello, uno de los aportes de este trabajo es la reconstrucción histórica de una base de datos que agrupa información al respecto (ver Anexo).

Debido a esta primera limitación, las fuentes secundarias son diversas y heterogéneas. Entre ellas, hemos utilizado: a) información financiera fragmentaria publicada por el ente regulador y entidades privadas en sus sitios web<sup>3</sup> y material de archivo de los agentes; b) información gráfica y audiovisual producida por las cámaras empresariales inmobiliarias<sup>4</sup>; c) relevamientos, entrevistas e información periodística producida por los principales consultores inmobiliarios<sup>5</sup>; d) material producido en el marco de eventos del sector inmobiliario<sup>6</sup>; e) prensa gráfica de gran circulación<sup>7</sup>; f) información y documentos legales e impositivos publicados en el Boletín Oficial, así como información legislativa publicada en la web de las cámaras de diputados y senadores.

3 Comisión Nacional de Valores, Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión, Instituto Argentino del Mercado de Capitales, entre otros.

4 Principalmente, la Cámara Argentina de Desarrolladores Urbanos, la Asociación de Empresarios de la Vivienda, y Cámara Inmobiliaria Argentina.

5 Reporte Inmobiliario, Argenprop, RealEstateTV, entre otros.

6 Expo Construir, Expo Real Estate, BATEV (Exposición Internacional de la Construcción y la Vivienda), Expo “Economía, Finanzas e Inversiones”, tanto en sus versiones presenciales como digitales.

7 Principalmente Diario La Nación y Cronista Comercial.

Dentro de las fuentes primarias, se incluye el análisis de 21 entrevistas realizadas entre 2020 y 2021 a especialistas financieros, gestores de fondos cotizados de todo el país, desarrolladores que promovieron la constitución de fondos inmobiliarios y reguladores. La mayoría de los entrevistados son hombres de entre 30 y 70 años en posiciones de liderazgo tanto en la gestión de los fondos como del lado de los reguladores. En las entrevistas se conversó sobre la articulación entre el mercado de capitales y el sector inmobiliario en Argentina en los últimos años, indagando sobre las estrategias financieras e inmobiliarias de los fondos, así como sobre la relación entre los agentes reguladores y los empresarios, entre otras cuestiones. La mayor parte de los entrevistados accedió a que se grabase la entrevista y a que su nombre fuera utilizado en este trabajo, pero por razones de protección de la identidad, se han borrado los elementos que permiten identificar a los entrevistados en los fragmentos extraídos.

Resulta necesario aclarar que esta investigación se centra en el estudio de los fondos inmobiliarios privados para desarrollo y gestión inmobiliaria autorizados por el ente regulador -la Comisión Nacional de Valores, en adelante CNV-, que llamamos fondos de tipo *equity* y que emitieron series entre 1994 y 2020. Se trata de Fondos Comunes Cerrados de Inversión Inmobiliaria o de Fideicomisos Financieros Inmobiliarios. No se incluye aquí a los fondos inmobiliarios privados y públicos de securitización de hipotecas bancarias (algunos de los cuales han contado con participación del Estado), ya que han sido analizados de manera fragmentaria en otros trabajos anteriores (Gonzales Arrieta, 2002; Kiguel y Podjarny, 2007; Socoloff, 2019c).

## La formación del sistema cotizado de financiamiento inmobiliario

Desde su creación a la actualidad, el mercado de capitales argentino tuvo un papel limitado en el financiamiento a la construcción y la vivienda. Su rol más importante quizás haya sido entre fines del Siglo XIX y principios del XX, dada la alta participación que tenían los títulos securitizados de las carteras hipotecarias de los bancos (Cortés Conde, 2011)<sup>8</sup>. Luego de la crisis internacional de 1930, una parte del financiamiento a la vivienda pasó a ser asumido por las compañías de crédito recíproco, que canalizaron el ahorro privado por fuera del mercado de capitales (Gómez, 2015; Gómez y Gilbert, 2019). Sin embargo, con la nacionalización de los depósitos y la modificación de la carta orgánica del Banco Hipotecario Nacional en 1946, el BHN absorbió esas carteras (Gómez, 2015) y pasó a financiarse principalmente mediante el mecanismo de redescuento y la recuperación de los créditos hasta 1959, dando lugar a una considerable expansión de los créditos hipotecarios (Yujnovsky, 1984). Luego de esto, se alternaron períodos de contracción crediticia con otros de una cierta expansión del financiamiento a la vivienda, apuntalados por programas de financiamiento no bancario público (provincial y nacional) y préstamos internacionales (Yujnovsky, 1984, pp. 282–290). Razón por la cual, el sistema privado de crédito hipotecario bancario no volvió a generalizarse hasta los años 90s, cuando las tasas reales positivas

8 Los datos disponibles incluyen importantes volúmenes de transacción de cédulas basadas en créditos hipotecarios que no estaban necesariamente destinados a la edificación.

y la posibilidad de trasladar el riesgo de tipo de cambio a los tomadores le permitieron a los bancos privados la participación del financiamiento a largo plazo. Tampoco el mercado de capitales parece haber tenido una participación en el financiamiento a la construcción hasta los 90s, más allá de la oferta pública a la que accedió una fracción del sector más concentrado (Socoloff, 2018).

Todo esto condujo a que en enero de 1995 se introdujera la llamada Ley de “Financiamiento de la Vivienda y la Construcción” (Ley 24.441). Con ella, Argentina incluyó regulación precisa sobre el fideicomiso financiero y las letras hipotecarias, convirtiéndose además en uno de los primeros países de la región en incorporar normas específicas para los fondos inmobiliarios cotizados<sup>9</sup>. A poco de su creación, fueron lanzados los primeros Fideicomisos Financieros Inmobiliarios (en adelante, FFIs) –para desarrollo o gestión- y securitizadas las primeras carteras hipotecarias bancarias y no bancarias (Ver Anexo). Los mismos, se estructuraron para hacer un pequeño número de emprendimientos dispersos, muchas veces orientados al segmento residencial para clase media y media baja que podía acceder a un crédito hipotecario. Ejemplos de ello, son:

- a) El FFI “Torre de los Naranjos” organizado por la empresa Creaurban SA<sup>10</sup>, orientado a la captación de capitales para la realización de un emprendimiento de viviendas de clase media y media baja en el barrio de Villa del Parque<sup>11</sup>, vinculado al programa de titulación de hipotecas del BHN (devenido en 1997 BHSA -Banco Hipotecario Sociedad Anónima- su denominación actual)<sup>12</sup>.
- b) Los FFIs que dieron lugar a desarrollos de oficinas en el área central de Buenos Aires (Edificio “La Nación”) y en la ciudad de Córdoba (“Ecipsa Tower”), segunda más importante en población luego del área metropolitana del Buenos Aires.
- c) El FCII “Superfondo Inmobiliario” del recién arribado Banco Santander, que hasta ese momento funcionaba como banco de inversiones. El mismo se lanzó con dos emprendimientos en barrios de clase media y media baja, como eran entonces los barrios de Flores y Paternal en la Ciudad de Buenos Aires.

Al comienzo, se trató más bien de experimentos con el mercado de capitales, en base a los estímulos impositivos que recibieron los fondos por un breve período de tiempo<sup>13</sup>, ya que luego dichas ventajas fueron reservados sólo para fondos que controlaran activos financieros<sup>14</sup>. Por esta razón, sólo se lanzaron dos fondos

9 Se trata de dos figuras legales: los fideicomisos financieros inmobiliarios (en adelante FFI) y los fondos comunes de inversión con destino inmobiliario (en adelante FCII), modificando así la Ley de Fondos Comunes sancionada en 1992 (Ley 24.083)

10 Perteneciente en ese entonces al grupo Sideco Americana/Socma, bajo titularidad del fallecido Franco Macri (padre del ex presidente argentino Mauricio Macri).

11 “segmento C2 y C3” según la definición dada por la empresa en sus estados contables.

12 El mecanismo consistía en que la empresa Creaurban organizaba el emprendimiento financiándose parcialmente mediante el mercado de capitales, a la vez que los compradores finales accedían a un crédito hipotecario del BHN.

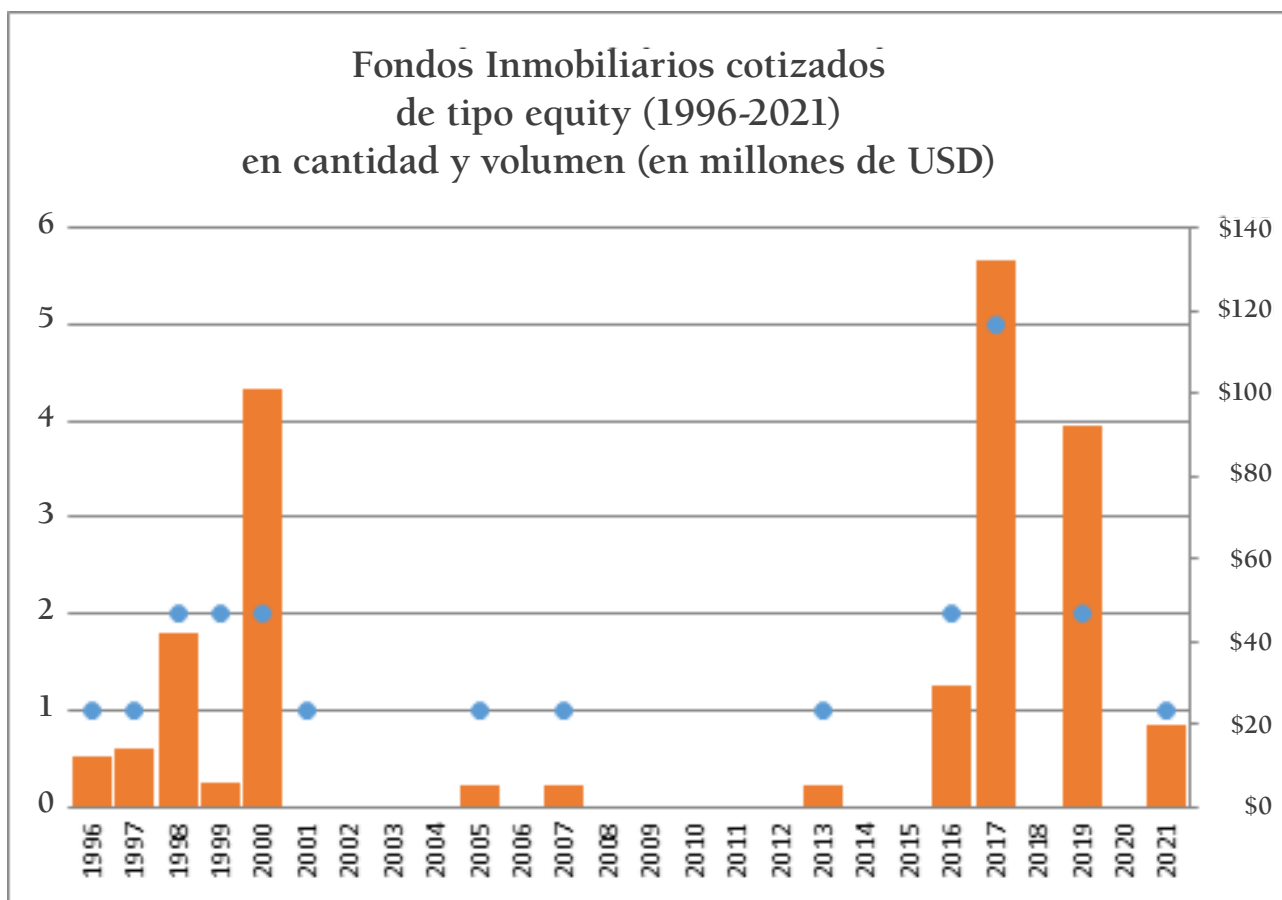
13 En el caso de los FCII, en 1997 recibieron un tratamiento impositivo favorable, quedando exentos del Impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado (Ley 24.781).

14 La autoridad impositiva interpretó que no cabía dicha excepción cuando se trataba de fondos comunes cerrados inmobiliarios (con objeto de específico), según “Dictamen N° 18/98” del Departamento Asesoría Legal Tributaria. Texto disponible en: <http://sill.com.ar/soft/IMPOSITI/IVA/dictamen/D1898.htm> [consultado el 17 de mayo de 2021].

comunes cerrados inmobiliarios (en adelante, FCII) de desarrollo bajo esta modalidad, que fue prácticamente abandonada hasta el año 2016.

**Figura 1.**

*Fondos inmobiliarios cotizados de tipo equity lanzados por año (1996-2021) en cantidad y volumen.*



Fuente: Elaboración propia en base a CNV (2020), Banco Central de la República Argentina (2009), García Varón (2006), Franceschini (2001), Kiguel y Podjarny (2007) y Universidad Católica Argentina (2002).



Así, y a pesar de la expectativa que había generado para los agentes del sistema inmobiliario una ley específica orientada al financiamiento a la vivienda en los años 90s, solo un pequeño número de fondos fue organizado en el mercado de capitales: nueve fondos de *equity* por aproximadamente 176 millones de USD y nueve fondos hipotecarios por 707 millones de USD (16 títulos emitidos), de los cuales 616 corresponden al público-privado Banco Hipotecario (cinco títulos emitidos) (Ver Figura 1). Lo cual contrasta con el papel de los fideicomisos financieros en la securitización de carteras de consumo que fue –y sigue siendo– abrumador, pues estas representan más del 70% del monto y de la cantidad de fondos colocados anualmente (CNV, 2020).

## UN MERCADO DE CAPITALES PEQUEÑO Y FONDOS *TAILOR-MADE*

Como nos hemos propuesto, uno de los objetivos de este trabajo es mostrar a qué responde este limitado desarrollo de los fondos inmobiliarios cotizados en Argentina en comparación con los otros desarrollos en la región, que contrasta con las declaraciones de las autoridades –de todos las corrientes ideológicas– tendientes a orientar los capitales a la “economía real” y a la “construcción”.

Sin duda, las razones son de diversa índole, pero creemos que, más allá de las condiciones propias de los mercados de capitales en América Latina (Manuelito y Jiménez, 2010), algunas de las principales causas podrían resumirse de la siguiente manera<sup>15</sup>. En primer lugar, podríamos decir que cuestiones históricas han llevado a la existencia de un mercado de capitales pequeño en relación al tamaño de la economía, organizado en torno a títulos públicos, considerados más rentables que los títulos privados (Dapena, 2009). Por otro lado, se explica por la existencia de un limitado número de inversores institucionales, especialmente luego de la renacionalización del sistema de pensiones en 2008, que centralizó al conjunto de los fondos de pensiones creados en la década de los 90s en un fondo nacional público (el Fondo de Garantía de Sustentabilidad) (Salvatierra, 2011). Asimismo, no se puede soslayar el factor de la inestabilidad de la moneda, tanto en su relación con el dólar norteamericano, como en relación a la inflación, que ha dificultado la vigencia de instrumentos a mediano y largo plazo (Lanche Bode, 2017).

Por el lado de los inversores, los entrevistados aluden a una percepción de los inversores calificados de baja rentabilidad en relación al riesgo asumido de los productos financieros inmobiliarios, si se los compara con otros productos financieros. Por su parte, en relación a la población en general y de acuerdo con datos del Banco Central, existe un desconocimiento de los productos ofrecidos en el mercado de capitales, que se manifiesta en que menos del 1% de los encuestados por esa institución declara tener inversiones en fondos comunes, títulos públicos o acciones (Corporación Andina de Fomento y Banco Central de la República Argentina, 2018, pp. 20-80)<sup>16</sup>.

15 Para un desarrollo más extenso de varios de estos elementos, ver: Socoloff, 2019a.

16 Aunque este valor es cercano al 10% cuando se considera sólo el segmento ABC1, también en ese grupo social, los títulos públicos y los fondos vinculados a activos financieros no inmobiliarios tienen preponderancia.

Otro de los elementos centrales tiene que ver con la mencionada cuestión impositiva y la orientación del financiamiento, a la que se refirieron la mayoría de los entrevistados. Al analizar los momentos en los que se expandieron los fondos, se apreció una correlación directa con desgravaciones impositivas o con normativas de orientación del financiamiento (vía exigencias en ciertos rubros), destacándose en los últimos años al menos tres momentos: 1) la obligación de las aseguradoras a que orienten parte de sus recursos a productos financieros vinculados a la “economía real” (años 2012-2015); 2) el llamado “sinceramiento fiscal”, de 2016/2017, que permitió desgravar del impuesto a las ganancias a los inversores que declararan capitales “en negro” por medio de instrumentos cotizados<sup>17</sup>; y 3) la reforma fiscal en el tratamiento a los FFIs y FCII, ocurrida en 2018-2019, que desgravó del impuesto a las ganancias a los fondos y llevó el impuesto al cuotapartista, quedando exento si se trataba de una persona física no habitualista, y gravada si era una entidad jurídica.

Al igual que en otros casos nacionales previamente mencionados (Boisnier, 2011; Sanfelici, 2017), la legislación impositiva ha establecido oportunidades para el desarrollo de estos fondos que, sin embargo, no han tomado escala ni volumen en tanto se crearon con la finalidad de aprovechar dichas oportunidades. Así, como relataba un entrevistado, los fondos parecen adoptar una forma *tailor-made* (hechos a medida) a las necesidades de un pequeño grupo de inversores vinculados al grupo *sponsor*:

“Estos fondos terminan siendo *tailor made*, están hechos a medida para un grupo de inversores, por las ventajas impositivas, por distintas cuestiones estratégicas que pueda tener un grupo respecto de la utilización de este tipo de herramientas, pero la verdad es que no hay mercado.” (Entrevistado 15).

Sin dudas, todas estas condiciones son estructurantes del modo en que los capitales se centralizan y se articulan con el ambiente construido. Creemos que hay, además, algunos otros elementos que explican el limitado número de fondos inmobiliarios bajo oferta pública, a los que nos referiremos en las próximas secciones.

## LOS TIEMPOS Y LA CONSTRUCCIÓN DEL MERCADO

Una de las cuestiones señaladas por los entrevistados tiene que ver con el reconocimiento a los “esfuerzos” realizados por las autoridades públicas y privadas para el desarrollo de estos fondos. Dentro de las políticas de facilitación, ya hemos mencionado las reformas normativa e impositiva, pero ha resultado también fundamental la simplificación de los procesos de diseño y aprobación de los instrumentos, articulando de manera cercana el área técnica estatal con las demandas de los desarrolladores inmobiliarios. Así, y como señalaba un representante del área técnica, las resoluciones de 2018-2020 surgieron de consultas hechas al sector inmobiliario con el propósito de “saldar esa deuda pendiente” con el sector (Entrevistado 1). Asimismo, al menos desde 2015, ha habido voluntad política de las dos gestiones a cargo del gobierno nacional “que han puesto el foco en este instrumento” (Entrevistado 3), como explicaba otro representante del organismo

17 Ya sea porque estaban en el exterior o porque estaban fuera del circuito formal; aunque los fondos inmobiliarios permanecieron gravados por el impuesto a las ganancias (como cualquier sociedad anónima que hace un desarrollo inmobiliario).

de control. Sin embargo, tanto para el sector privado como para las autoridades públicas, tuvo relevancia la cuestión de la inexperiencia en el desarrollo de estos productos, que ha llevado a un aprendizaje de todas las áreas involucradas en la estructuración de este tipo de fondos. El mismo representante mencionaba que:

“Y en ese momento [2016] yo te puedo asegurar que las gestoras de fondos comunes de inversión tampoco estaban habituadas a sentar a la mesa en su producto financiero a un actor que es ajeno al mercado de capitales, que son estos desarrolladores inmobiliarios. Algunos tendrán más conocimiento del mercado de capitales que otros, pero en ese momento los fondos comunes de inversión, como es ahora también, y la gestora, fundamentalmente, tienen un gran *expertise* en lo que es el manejo de los fondos abiertos (...) A lo que no estaban acostumbrados y no tenían experiencia era en estructurar estos productos. Entonces, bueno... para ellos fue también un desafío, fue un desafío para todos.” (Entrevistado 3).

Por el lado de los desarrolladores, uno de ellos argumentaba:

“A nosotros nos tocó por un lado un momento muy particular, pero también transitamos el camino de ser los primeros. O sea, como en todo, siempre que te toca ser el primero, nos tocó en alguna medida ser el *map maker* de varios organismos” (Entrevistado 6).

Ahora bien, esta percepción de ser *map-maker*, también la han experimentado otros empresarios entrevistados que organizaron fondos en décadas pasadas, dado que –como hemos mencionado– los FCII tienen más de 20 años de existencia. Surge entonces una primera observación; y es que los *tiempos* de aprobación y de aprendizaje parecen estar en tensión con los tiempos de la inversión inmobiliaria. Por ejemplo, un administrador de un fondo mencionaba:

“A veces, es como el huevo o la gallina, porque a veces uno mete la cáscara [un fondo] sin tener el sustento y la CNV [el ente regulador] se enoja porque ‘me estás haciendo trabajar y no tenés el sustento’, y decís: ‘Bueno, pero si te meto el fondo cuando tengo el sustento, se me va el sustento y no tengo el fondo’. O sea, es el huevo o la gallina. Entonces... no es muy académico lo que te estoy diciendo, pero es cómo funciona.” (Entrevistado 19).

Sin embargo, más allá de cuestión de “demoras” o “aprendizajes” percibidos por los propios agentes que viven la cotidianidad del mercado, consideramos que la causa de esta desarticulación temporal se debe ubicar más bien en el hecho de que la inestabilidad macroeconómica de Argentina en las últimas décadas se ha visto intensificada por el proceso de financiarización subordinada que mencionábamos (Abeles, *et al.*, 2018; Lampa, 2018; Rua y Zeolla, 2018). De este modo, las oportunidades de rentabilidad extraordinaria que se le exige al sector inmobiliario en el marco de los fondos cotizados para compensar los riesgos y los costos asociados aparecen en períodos “ventana” que se extinguen rápidamente.

Al respecto, sirve mencionar que los FCII de 2016-2017 se enfrentaron a la recesión de 2018, que llevó a un default de fondos y varios atrasos, mientras que los aprobados en 2019-2020 fueron afectados por una fuerte devaluación y por la pandemia global. De igual manera, la crisis de 2001 ya había puesto en serias dificultades a los FFI y FCII creados en los años 90s, alterando la moneda en la que estaban valuados los fondos, los costos de construcción y los precios de los alquileres.

Asimismo, las formalidades que implican los fondos cotizados en términos de la temporalidad de los compromisos asumidos con los inversores en contexto volátil contrastan también con el margen de maniobra de los procesos constructivos propios de los fondos no cotizados. Así, en la estructuración de un fondo inmobiliario se entrecruzan de forma conflictiva diversos *tiempos*: los institucionales, los macroeconómicos, los ciclos de inversión (nacional y extranjera), los de la construcción y los de la administración burocrática. Todo lo cual compite con aquello que ocurre en el desarrollo inmobiliario por medio de fondos privados, como discutiremos en la próxima sección.

## **LAS FORMALIDADES Y LA MONEDA DE LOS FONDOS COTIZADOS**

Otro elemento ineludible a la hora de entender el escaso desarrollo de los fondos cotizados en Argentina tiene que ver con múltiples dimensiones de la “informalidad” propias del sector inmobiliario “formal”. En el caso de los fondos no cotizados, es importante destacar que la dinámica macroeconómica (los cambios en los precios relativos, la inflación, la escasez de crédito, etc.) y las regulaciones (por ejemplo, sobre importaciones y divisas) les imponen a los agentes llevar adelante procesos constructivos más dificultosos que en economías más estables. Por ello, podría pensarse que los numerosos incumplimientos de los desarrolladores (los atrasos en las obras, las discrepancias de calidad y otros shocks de la economía) han sido naturalizados por los agentes para ser resueltos de mutuo acuerdo, siendo más bien excepcionales las judicializaciones de estos conflictos en comparación con los incumplimientos. En contraste, las exigencias de formalidad que atraviesa un fondo cotizado ponen muchas veces en contradicción la temporalidad de la inversión con los intereses de los inversores, pues los compromisos asumidos son evaluados trimestralmente. Así, un desarrollador que ha participado en la articulación de productos financieros inmobiliarios sostenía:

“yo creo que es una locura hacer un desarrollo inmobiliario a través de un fondo (...) tu fuerza viene dada como desarrollador, tu... ¿cómo se dice?... nada, tu manija está en la chequera, o sea, entonces cuando estás medio atrasado, no les pagás y les decís: ‘Flaco no te voy a pagar hasta que termines esa pared’. Y al otro día lo terminó, entonces le sacaste el cheque rápido porque si no, no puede pagar los jornales.” (Entrevistado 6).

En el mercado de capitales, en cambio, las instituciones involucradas y los controles son múltiples. De esta manera, los incumplimientos implican largos procesos de control, judicialización, activación de seguros, y otras instancias de prevención y resolución de conflictos.

La escala es obviamente mayor y la dimensión de los fracasos –que son muchos- toma notoriedad pública.

Ahora bien, muchos de los riesgos vinculados a la volátil macroeconomía argentina son similares a los asumidos por los desarrolladores que organizan fondos fuera del mercado de capitales. Por eso, algunos grandes desarrolladores aún no han participado de mercados regulados. Y aquellos que sí lo hacen, organizan instrumentos públicos que invierten a su vez en otros instrumentos inmobiliarios privados asociados al desarrollador sponsor.

Las promesas de que el mercado de capitales compensaría esos costos con gran volumen, diversidad de inversores, y/o participación de inversores institucionales, como hemos visto, no parecen existir en estos fondos *taylor-made*. Así, en contextos de bruscos cambios macroeconómicos, la estructuración de un fondo inmobiliario de largo plazo cobraría sentido únicamente cuando las condiciones ofrecidas por la regulación orientan la liquidez u otorgan incentivos fiscales que operen positivamente sobre la rentabilidad del instrumento, todo lo cual debe articularse –como decíamos– con un *timing* muy calibrado.

Por otro lado, un elemento ineludible a la hora de entender el escaso desarrollo de estos fondos es la cuestión de la moneda y los inmuebles como resguardo de valor en la economía argentina. Según autoridades públicas, alrededor de 233 mil millones de dólares se encuentran actualmente en manos de argentinos fuera del sistema financiero argentino en forma de efectivo y depósitos, equivalentes al 60% del PIB (INDEC, 2021). Ya sea físicamente ‘debajo del colchón’, en cajas de seguridad o invertidos en paraísos fiscales, los ciudadanos argentinos y de los países de la ex URSS se encuentran entre los mayores acumuladores de dólares en efectivo del mundo (Judson, 2012).

Las dificultades de la moneda nacional para cumplir su función de depósito de valor debido a la inflación han conducido –entre otras razones– al desarrollo de un mercado inmobiliario multdivisa desde la década de 1970 (Gaggero y Nemiña, 2013). Por lo tanto, las transacciones del mercado inmobiliario no solo pasan por contingencias inflacionarias, sino que también se realizan a través de un juego de múltiples monedas entre las que se mueven los agentes: moneda nacional (peso), dólar estadounidense al “tipo de cambio oficial” o al “tipo informal” (llamado “dólar azul”) y “pesos indexados” (por evolución de costos de construcción o por inflación), entre otros (Luzzi y Wilkis, 2018). El dólar funciona como la moneda más utilizada en transacciones de compraventa inmobiliaria, pero también en acuerdos de alquiler de oficinas o alquileres a corto plazo como Airbnb, por lo que el tipo de cambio y la tasa de inflación son variables clave en todo momento del ciclo de construcción, generando ganancias extraordinarias o pérdidas catastróficas en función de las estrategias adoptadas por los agentes<sup>18</sup>.

Dado que tanto los inmuebles como las divisas se consideran como resguardo de valor, los hogares y las empresas ‘ahorran’ en dólares y ladrillos (Luzzi y Wilkis, 2018). Sin embargo, el problema de la fuga de divisas del sistema es tan grave para el comercio internacional y otros objetivos de desarrollo, que todos los gobiernos argentinos en los últimos 50 años se vieron obligados a regular la fuga, especialmente después de la crisis global de 2008. Todo lo cual contribuyó a la constitución de una suerte de “mercado negro” de dólares y transacciones inmobiliarias que funciona en un marco de “ilegalidad tolerada”.

En ese sentido, los mercados regulados cotizados implican en Argentina un fuerte encorsetamiento para las operaciones con dólares no declarados propias del mercado inmobiliario argentino, ya que tanto los inversores como los administradores se ven forzados a operar dentro de ciertos márgenes de legalidad. A pesar de lo cual, existen numerosos mecanismos para-legales y vacíos en la normativa que les permiten a los agentes

18 Esto se debe a ciertos insumos dolarizados (bienes importados, algunos insumos nacionales, la tierra, entre otros), mientras que otros se transan en moneda local (trabajo, insumos nacionales, etc.). Asimismo, cuando los desarrolladores se financian con preventas, las cuotas iniciales suelen ser en dólares y las mensuales se suelen ajustar por moneda local, indexada según los costos de la construcción.



financieros moverse entre la moneda local y el dólar, o entre el mercado local y el sistema offshore con cierta legalidad. Pero en todo caso, al asumir participar –al menos parcialmente- dentro del mercado de capitales argentino, quienes invierten en el sector inmobiliario se ven sometidos a constreñimientos que muchas veces no tienen fuera del mercado de capitales. Sobre esto, un desarrollador comentaba:

“El gran tema de Argentina con el *retail* [se refiere a los inversores minoritarios] es que competís con el negro [con las operaciones que se hacen dólares sin declarar]. El tipo de *retail* que ahorra, típicamente ahorra en negro. O sea, la realidad es que son pocos los que generan ahorro. O sea, ya de por sí son pocos los que ahorran en la Argentina, pero dentro del marco de los que ahorran, la mayoría ahorra en negro y esto es solo para gente que ahorra en blanco.” (Entrevistado 6).

Como surge entonces de la información cualitativa recabada, tanto los grandes inversores nacionales como los extranjeros participan de un mercado “para-formal”, dando lugar a instrumentos y vehículos financieros privados que en gran medida prescinden de los mercados regulados. Sin datos cuantitativos al respecto de los fondos no cotizados, puesto que en varios períodos pudieron eludir la registración, contamos con información de que los inversores extranjeros no sólo participan de instrumentos privados, sino que establecen sociedades en el país para no tributar como extranjeros (Entrevistado 12). Al respecto, un administrador de fondos declaraba:

“¿Y cuál es el origen de los fondos? Y esto va para los tributaristas. Personas físicas en su mayoría, algunas jurídicas, pero todas, absolutamente todas ‘residentes en Argentina’ [con ironía]. Porque si llegaran a tener la mala idea de residir en otro lado, como Uds. saben, tratamos muy mal a la gente que reside en otro lado y quiere invertir la plata acá. Y mucho más a los fideicomisos. Así que no tenemos a ninguno. Alguno que dice ‘No, pero yo vivo en Estados Unidos’ Le decimos ‘Vos podés vivir donde quieras, pero por Dios y la Virgen tené número de CUIT en Argentina.’” (Gustavo Llambías, V Foro anual de CAFIDAP, 2013).

De esta manera, aunque los inversores extranjeros permanezcan prácticamente ausentes de los fondos inmobiliarios cotizados, participan activamente –al igual que los pequeños ahorristas- del financiamiento al mercado inmobiliario argentino, pues destinan sus dólares “en negro” a los fondos no cotizados. En consecuencia, y a partir de lo que surge de esta investigación, el reducido mundo de los fondos inmobiliarios cotizados parece atraer a inversores institucionales nacionales, aunque solo en pequeñas magnitudes y cuando son obligados a ello, y a los inversores de tipo “friends and family” –usando la jerga financiera para referir a los inversores cercanos- que optan por las ventajas impositivas ofrecidas por el mercado regulado. Pasaremos ahora a discutir algunas de las consecuencias de lo que ha sido mencionado aquí.

## Conclusiones

Como hemos mencionado, investigaciones recientes han mostrado el crecimiento de los fondos inmobiliarios cotizados y su injerencia cada vez mayor en el segmento residencial. No hace falta ir a economías hegemónicas para ver los enormes volúmenes y el impacto territorial que tienen estos fondos en la producción de la vivienda. Por sus características, ellos mismos han sido descriptos como indicadores de la financiarización de la vivienda, en el sentido en que contribuyen a convertir a la vivienda en títulos transados en los mercados de capitales del mundo.

Sin embargo, su expansión en Argentina es exigua si se la compara con la de otros de la región; y su historia reciente muestra más bien que ya son varias las generaciones de empresarios y autoridades públicas que se proponen “saldar la deuda pendiente” de conectar al mercado de capitales con el de la vivienda. Bajo premisas diversas tales como “destinar el ahorro a la economía real”, “resolver el problema de la vivienda” o “dar profundidad al mercado de capitales”, estos agentes se han propuesto la difícil tarea de articular estas lógicas, no sin numerosas tensiones en los tiempos, en las reglas y en las monedas.

Al respecto, y en contraste con los casos observados en otras geografías, más allá de la facilitación normativa y los incentivos fiscales para atraer a los inversores globales, otros elementos son necesarios para que la centralización de ahorros adopte la forma de fondos inmobiliarios cotizados bajo gestión de agentes y lógicas financieras. En ese sentido, creemos que el concepto de financiarización subordinada permite iluminar, por un lado, el rol histórico limitado del mercado de capitales en la centralización de ahorros por medio del mercado de capitales, siendo más bien las empresas multinacionales y los grandes grupos económicos con apoyo de fondos públicos quienes han mediado en el financiamiento a la economía real. Y, por otro lado, nos permite comprender cómo la intensificación tanto de la dependencia de monedas hegemónicas como de las desestabilizaciones macroeconómicas de las últimas décadas acortan los ciclos en los que las economías periféricas se convierten en terrenos de “oportunidad” para la inversión y la rentabilidad extraordinaria. Sostenemos, entonces, que la profundización del proceso de financiarización de la economía ha incrementado las tensiones antes mencionadas.

Asimismo, nuestro trabajo contribuye a mostrar que, en el marco de los debates sobre la financiarización de la vivienda en nuestra región, el sistema financiero regulado puede -o no- ser el canal de transmisión de recursos desde y hacia el territorio urbano. O al menos, que el canal registrado convive y se yuxtapone con un canal no registrado (“para-formal” y hasta “informal”), del que conocemos muy poco. Y en el caso argentino este último cobra una relevancia particular en tanto el ahorro y la actividad inmobiliaria se articulan en una “ilegalidad tolerada” en lo que hace a la moneda, pero también respecto a los compromisos asumidos en el proceso constructivo, donde los incumplimientos son frecuentes. En contraste, y como hemos dicho, la formalidad de los mercados regulados implica para la actividad inmobiliaria acceso a mayores capitales pero también un encorsetamiento con altos costos económicos en contextos de volatilidad macroeconómica. Por ello, en este contexto, la estructuración de fondos cotizados *tailor-made* y la proliferación de normativa facilitadora, según lo que hemos observado, acaban siendo más instrumentos de desgravación fiscal -para un grupo pequeño de agentes del mercado local- que de canalización de ahorros a la “economía real”.

## Referencias bibliográficas

- Aalbers, M., Fernández, R., y Wijburg, G. (2020). The financialization of real estate. En P. Mader, D. Mertens, y N. Van der Zwan (Eds.), *The Routledge international handbook of financialization* (pp. 200-212). Taylor & Francis Group.
- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., y Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. CEPAL.
- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., y Hassler, O. (2005). The impact of the 2001 financial crisis and the economic policy responses on the Argentine mortgage market. *Journal of Housing Economics*, 14(3), 242–270. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2005.07.001>
- Alami, I., Alves, C., Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., Koddendenbrock, K., Kvangraven, I., y Powell, J., (2021). *International financial subordination: a critical research agenda*. University of Greenwich.
- Allami, C. (2013). El rol del Estado en la distribución de los costos del colapso de la convertibilidad: La intervención en el mercado financiero durante la crisis de 2001/2002. *Realidad Económica*, (276).
- Aveline-Dubach, N. (2016). Embedment of “liquid” capital into the built environment: The case of REIT investment in Hong Kong. *Issues & Studies*, 52(04). <https://doi.org/10.1142/S1013251116400014>
- Aveline-Dubach, N. (2020). The financialization of rental housing in Tokyo. *Land Use Policy*, 104463. <https://doi.org/10.1016/j.landusepol.2020.104463>
- B3. (2021) *Boletín mensal*. [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/)
- Banco Central de la República Argentina. (2009). Comunicación “B” 9638. Nóminas de empresas emisoras de tarjetas de crédito, fideicomisos financieros y ex – entidades financieras. <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/B9638.pdf>
- Banzas, A., y Fernández, L. (2007). *El financiamiento a la vivienda en Argentina: Historia reciente, situación actual y desafíos*. CEFID.
- Bebczuk, R. y Garegnani, M. L. (2012). *Real state as housing and as financial investment a first assessment for Argentina*. Departamento de Economía Facultad de Ciencias Económicas Universidad Nacional de La Plata. <https://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/wp/wp-content/uploads/2017/05/doc95.pdf>
- Beswick, J. y Penny, J. (2018). Demolishing the present to sell off the future? The emergence of ‘financialized municipal entrepreneurialism’ in London. *International Journal of Urban and Regional Research*, 42(4), 612–632. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12612>
- Boisnier, C. (2011). Portrait d’entreprise. Les sociétés immobilières d’investissement cotées (SIIC) ou French REITs: foncière des régions et Unibail-Rodamco. *Flux*, 3-4(85/86), 89–104. <https://doi.org/10.3917/flux.085.0089>
- Boisnier, C. (2015). *Les sociétés foncières: Entre finance et ville durable*. Harmattan.
- Bonizzi, B., Kaltenbrunner, A., y Powell, J. (2020). *Subordinate financialization in emerging capitalist economies*. University of Greenwich.
- Cánepa, F. y Pantanetti, M. (2011). *El fideicomiso y el boom inmobiliario argentino*. Universidad del CEMA.

- Cattaneo Pineda, R. (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*, 37(112), 5–22. <https://doi.org/10.4067/S0250-71612011000300001>
- CEPAL. (2012). *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo*. Autor.
- Chilton, K., Silverman, R., Chaudhrey, R., y Wang, C. (2018). The impact of single-family rental REITs on regional housing markets: A case study of Nashville, TN. *Societies*, 8(4), 93. <https://doi.org/10.3390/soc8040093>
- Comisión Nacional de Valores. (2020). Informe mensual de financiamiento en el mercado de capitales, dic-2020. <https://www.cnv.gov.ar/descargas/informes/blob/59bd9235-f34f-4242-b301-6926625285d0>
- Corporación Andina de Fomento y Banco Central de la República Argentina. (2018). *Encuesta de medición de capacidades financieras en Argentina: 2017*. [http://www.bcra.gov.ar/pdfs/BCRAyVos/Encuesta%20de%20Medici%C3%B3n%20de%20Capacidades%20Financieras%20en%20Argentina%20-%20BCRA-CAF%20\(2017\).pdf](http://www.bcra.gov.ar/pdfs/BCRAyVos/Encuesta%20de%20Medici%C3%B3n%20de%20Capacidades%20Financieras%20en%20Argentina%20-%20BCRA-CAF%20(2017).pdf)
- Cortés Conde, R. (2011). *La cédula hipotecaria argentina*. Banco Hipotecario SA.
- Daher, A. (1995). El efecto concentrador de los fondos inmobiliarios. *Revista de Ciencias Sociales (San José)*, (68), 17-32
- Dapena, J. P. (2009). *Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: literatura y evidencia para Argentina*. Universidad del CEMA. <https://ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/393.pdf>
- David, L. (2013). *La production urbaine de Mexico: Entre financiarisation et construction territoriale. Une analyse de l'insertion du réseau financier transnational dans les marchés d'immobilier d'entreprise*. (Tesis de doctorado, Université Paris-Est). <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00971515/>
- David, L. (2017). El “desarrollador-plataforma”, nuevo actor de la división del trabajo inmobiliario financiarizado en México. *Estudios Demográficos y Urbanos*, 32(2), 225-244. <https://doi.org/10.24201/edu.v32i2.1630>
- Delgadillo, V. (2016). Ciudad de México, quince años de desarrollo urbano intensivo: La gentrificación percibida. *Revista INVI*, 31(88), 101–129. <https://doi.org/10.4067/S0718-83582016000300004>
- Fernández, R. y Aalbers, M. B. (2020). Housing financialization in the global south: in search of a comparative framework. *Housing Policy Debate*, 30(4), 680-701. <https://doi.org/10.1080/10511482.2019.1681491>
- Franceschini, J. C. (2001). *Propuesta para movilizar el mercado de la vivienda de la demanda de viviendas a través de los fondos de las AFLP*. Cdi Consultora. [http://www.cdiconsult.com.ar/Propuesta%20Cdi-AFJP-VIVIENDA%20\(PDF\).pdf](http://www.cdiconsult.com.ar/Propuesta%20Cdi-AFJP-VIVIENDA%20(PDF).pdf)
- FTSE Russell. (s. f.). *FTSE EPRA Nareit global real estate index series*. <https://www.ftserussell.com/products/indices/epra-nareit>
- Gaggero, A. y Nemiña, P. (2013, 23 de junio). Ladrillos... Página 12. <http://www.pagina12.com.ar/diario/suplementos/cash/17-6901-2013-06-23.html>
- García-Lamarca, M. (2020). Real estate crisis resolution regimes and residential REITs: Emerging socio-spatial impacts in Barcelona. *Housing Studies*. <https://doi.org/10.1080/02673037.2020.1769034>
- García Varón, G. A. (2006). *Titularización inmobiliaria en Colombia* (Tesis de maestría, Universidad de los Andes, Colombia). <https://repositorio.uniandes.edu.co/handle/1992/9061>
- Gasca-Zamora, J. (2017). Centros comerciales de la Ciudad de México: el ascenso de los negocios inmobiliarios orientados al consumo. *EURE*, 43(130), 73-96. <https://doi.org/10.4067/s0250-71612017000300073>

- Gasca-Zamora, J. y Castro Martínez, E. J. (2021). Fideicomisos de inversión en bienes raíces (FIBRAS): el ascenso de la urbanización financiarizada del sector productivo en México [Ponencia]. *Seminario Internacional "Fondos Inmobiliarios en América Latina"*, Universidad de Buenos Aires.
- Gasic, I. (2018). Inversiones e intermediaciones financieras en el mercado del suelo urbano. Principales hallazgos a partir del estudio de transacciones de terrenos en Santiago de Chile, 2010-2015. *EURE*, 44(133), 29–50. <https://doi.org/10.4067/s0250-71612018000300029>
- Gómez, J. L. (2015). La unión hace la fuerza. Las compañías de crédito recíproco y el financiamiento hipotecario urbano a bajo interés en Argentina entre 1936 y 1955. *História Econômica & História de Empresas*, 17(2), 443-473. <https://doi.org/10.29182/hehe.v17i2.339>
- Gómez, J. L. y Gilbert, J. (2019). Vivienda y crédito en Argentina: Evolución y dinámica del financiamiento habitacional entre 1936 y 1945. *Anuario Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo*, (11). <http://157.92.136.232/index.php/CEEED/article/view/1452>
- Gonzales Arrieta, G. (2002). *El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina*. CEPAL. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/11003-credito-hipotecario-acceso-la-vivienda-hogares-menores-ingresos-america-latina>
- Gotham, K. F. (2006). The secondary circuit of capital reconsidered: Globalization and the U.S. real estate sector. *American Journal of Sociology*, 112(1), 231–275. <https://doi.org/10.1086/502695>
- Gotham, K. F. (2009). Creating Liquidity out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis. *International Journal of Urban and Regional Research*, 33(2), 355–371. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2427.2009.00874.x>
- Halbert, L., Henneberry, J., y Mouzakis, F. (2014). The financialization of business property and what it means for cities and regions. *Regional Studies*, 48(3), 547–550. <https://doi.org/10.1080/00343404.2014.895317>
- Harvey, D. (1982). *The limits to capital*. University of Chicago Press.
- INDEC. (2021). Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. *Informes Técnicos*, 5(110). [https://www.indec.gob.ar/uploads/informes-deprensa/bal\\_06\\_21FB5BAA3C32.pdf](https://www.indec.gob.ar/uploads/informes-deprensa/bal_06_21FB5BAA3C32.pdf)
- Judson, R. (2012). *Crisis and calm: Demand for U.S. currency at home and abroad from the fall of the Berlin Wall to 2011*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2181978>
- Kiguel, M. y Podjarny, E. (2007). *Impacto de factores macro y microeconómicos en el desarrollo del mercado de hipotecas: Reflexiones basadas en Argentina, Chile y Uruguay*. Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/es/publicacion/13539/impacto-de-factores-macro-y-microeconomicos-en-el-desarrollo-del-mercado-de>
- Lampa, R. (2018, 30 de agosto). *The currency crisis in Argentina and the dawning of the IMF*. OpenDemocracy. <https://www.opendemocracy.net/democraciaabierta/roberto-lampa-nicol-s-hern-n-zeolla/currency-crisis-in-argentina-and-dawning-of-im>
- Lanche Bode, M. N. (2017). *Análisis de las consecuencias de la inflación en el mercado de capitales argentino*. (Tesis de Magister en Finanzas, Universidad Nacional de Rosario, Argentina). <https://rehip.unr.edu.ar/handle/2133/11329>
- Lapavitsas, C. (2013). *Profiting without producing: How finance exploits us all*. Verso.
- Luzzi, M. y Wilkis, A. (2018). Soybean, bricks, dollars, and the reality of money: Multiple monies during currency exchange restrictions in Argentina (2011–15). *HAU: Journal of Ethnographic Theory*, 8(1–2), 252–264. <https://doi.org/10.1086/698222>



- Manuelito, S. y Jiménez, L. F. (2010). *Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: Hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo*. CEPAL. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/5337>
- Nakama, V. y Rufino, B. (2021). A instrumentalização financeira do espaço: Fundos de Investimento Imobiliário como estruturas de capital fixo [Ponencia]. *Seminário Internacional Fundos Imobiliários em América Latina*, Universidad De Buenos Aires.
- Nappi-Choulet, I. (2012). Le logement, laissé-pour-compte de la financiarisation de l'immobilier. *Esprit*, (1), 84-95. <https://doi.org/10.3917/espri.1201.0084>
- Nappi-Choulet, I. (2013). La financiarisation du marché immobilier français: De la crise des années 1990 à la crise des subprimes de 2008. *Revue d'économie financière*, 2(110), 189-206. <https://doi.org/10.3917/ecofi.110.0189>
- Peck, J. y Whiteside, H. (2016). Financializing Detroit. *Economic Geography*, 92(3), 235-268. <https://doi.org/10.1080/00130095.2015.1116369>
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: A study of Mexico and its non-financial corporations*. (Tesis de doctorado en economía, University of London, Inglaterra).
- Rua, M. (2019). *La fuga de capitales en América Latina : 2002 - 2017*. (Tesis de maestría, FLACSO, Argentina, Buenos Aires).
- Rua, M., y Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: La experiencia argentina reciente. *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, 49(194), 5-30. <https://doi.org/10.22201/ieec.20078951e.2018.194.61588>
- Rufino, B. (2019). Grandes grupos econômicos na produção do espaço: um olhar sobre a atuação imobiliária do Grupo Votorantim. En F. G. d. Oliveira, L. D. d. Oliveira, R. H. Tunes y R. M. Pessanha (Orgs.), *Espaço e economia: geografia econômica e a economia política*. Consequência.
- Salvatierra, J. M. (2011). *Mercado de capitales argentino: Efectos de los fondos estatizados del sistema previsional sobre el mercado bursátil y las acciones cotizantes* (Tesis Magister en Dirección de Empresas, Universidad Nacional de La Plata, Argentina). <https://doi.org/10.35537/10915/17852>
- Sanfelici, D. (2017). La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: Lógicas de inversión y dinámicas territoriales. *Economía Sociedad y Territorio*, 17(54), 367-397. <https://doi.org/10.22136/est002017685>
- Sanfelici, D. y Halbert, L. (2018). Financial market actors as urban policy-makers: The case of real estate investment trusts in Brazil. *Urban Geography*, 40(1), 83-103. <https://doi.org/10.1080/02723638.2018.1500246>
- Sanfelici, D. y Magnani, M. (2021). Pension fund investment in commercial real estate: A qualitative analysis of decision-making and investment practices in Brazil. *Area Development and Policy*. <https://doi.org/10.1080/23792949.2021.1943472>
- Schneider, B. R. (2013). *Hierarchical capitalism in Latin America: Business, labor, and the challenges of equitable development*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107300446>
- Socoloff, I. (2018). Grandes desarrolladores inmobiliarios: hacia una tipología de sus estrategias de inversión y financiamiento entre 2002 y 2015 [Ponencia]. *Jornadas "Empresas, empresarios y burocracias estatales en la producción del espacio urbano a través de la historia"*, Instituto de Investigaciones Gino Germani, Buenos Aires.
- Socoloff, I. (2019a). Financiarización de la producción urbana: el caso argentino en perspectiva. *Scripta Nova*, 23(616), 1-26. <https://doi.org/10.1344/sn2019.23.21493>
- Socoloff, I. (2019b). Subordinate financialization and housing finance: The case of indexed mortgage loans' coalition in Argentina. *Housing Policy Debate*, 30(4), 585-605. <https://doi.org/10.1080/10511482.2019.1676810>

- Socoloff, I. (2019c). Financiarización de la vivienda y crédito hipotecario en Argentina: el rol del Banco Hipotecario. En L. Shimbo y B. Rufino, *Financeirização e estudos urbanos na América Latina* (pp. 203-232). Letra Capital.
- Universidad Católica Argentina. (2002). *Herramientas clave para la gestión de fideicomisos*. Departamento de Postgrados Universidad Católica Argentina.
- Vergara Arribas, N. y Gasic, I. (2021). Fondos de inversión inmobiliaria en Chile. ¿reconfigurando la relación entre capital y desarrollo urbano? [Ponencia]. *Seminario internacional "Fondos Inmobiliarios en América Latina"*, Universidad de Buenos Aires.
- Vives-Miró, S. (2018). New rent seeking strategies in housing in Spain after the bubble burst. *European Planning Studies*, 26(10), 1920–1938. <https://doi.org/10.1080/09654313.2018.1515180>
- Waldron, R. (2018). Capitalizing on the State: The political economy of real estate investment trusts and the 'resolution' of the crisis. *Geoforum*, 90, 206–218. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2018.02.014>
- Weber, R. (2010). Selling city futures: The financialization of urban redevelopment policy. *Economic Geography*, 86(3), 251–274. <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2010.01077.x>
- Wijburg, G. (2019). Reasserting state power by remaking markets? The introduction of real estate investment trusts in France and its implications for state-finance relations in the Greater Paris region. *Geoforum*, 100, 209–219. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2019.01.012>
- World Bank. (2017). *Argentina: Developing deep and sustainable housing finance markets*. World Bank. <https://doi.org/10.1596/28324>
- Yrigoy, I. (2018). State-led financial regulation and representations of spatial fixity: The example of the Spanish real estate sector. *International Journal of Urban and Regional Research*, 42(4), 594–611. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12650>
- Yujnovsky, O. (1984). *Claves políticas del problema habitacional argentino 1955-1981*. Grupo Editor Latinoamericano.

## Anexo

### FONDOS INMOBILIARIOS COTIZADOS PARA DESARROLLO Y GESTIÓN EN ARGENTINA 1996-2021

	Año	Tipo	Nombre	Sponsor	Administrador	Custodio / Fiduciario	Orientación Principal	Monto	Situación
1	1996	FFI	Torre de los Naranjos	Creaurban SA		Creafé Fiduciaria S.A.	Desarrollo - Residencial	12,4 millones USD	Liquidado
2	1997	FFI	Ecipsa Tower	ECIPSA		South American Trust	Desarrollo - Oficina	14 millones USD	Cancelado en 2003 (pasó a ser privado)
3	1998	FCII	Superfondo Inmobiliario Fondo Cerrado De Inversión	Santander Río Asset Management Gte FCI S.A.		Banco Río de La Plata S.A (Hoy Santander)	Desarrollo - Residencial	8,5 millones USD	Liquidado
4	1998	FCII	Estancias Del Pilar Fccii - PILAF	Urbanizadora Del Pilar S.A. Soc. Gte. FCI		Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Tierra	33,8 millones USD	En liquidación
5	1999	FFI	Realty PRO	Administración de Carteras S.A.,		South American Trust	Desarrollo - Mix	Sin Datos	Sin Datos
6	1999	FFI	Desarrollo Inmobiliario Fideicomiso Financiero Programa Global	Banco de Valores SA		-	Desarrollo - logística	6 millones USD	Sin Datos
7	2000	FFI	Edificio La Nación T.D	Sociedad Anónima La Nación		Banco Río de La Plata S.A (Hoy Santander)	Desarrollo - Oficina	45 millones USD	Liquidado
8	2000	FFI	Fideicomiso Financiero Nordelta Barrio Golf	Nordelta SA	HSBC	Banco de Valores	Desarrollo - Tierra	56 millones USD	Liquidado
9	2001	FFI	Red Securities	Real Estate Developers SA (Arq. Fernando Sánchez Zinny / Ing. Gustavo A. Llambías / Arq. Marcelo Alexander Director)	ArsCap SA	-	Desarrollo - Mix	0 millones USD	Aprobado - no lanzado
10	2005	FCII	Circulo Fondo Común Cerrado De Inversión Inmobilia	Aires Capital Asset Management S.A.U. / Bainter Gerente de fondos Comunes de Inversión S.A. (Sociedad Gerente del Fondo) /Magna Capital Asset		Resguardo Sociedad Depositaria de Fondos Comunes de Inversión S.A	Desarrollo - Mix	5 millones USD	En liquidación

Año	Tipo	Nombre	Sponsor	Administrador	Custodio / Fiduciario	Orientación Principal	Monto	Situación	
11	2007	FFI	Antigua CC Fideicomiso Financiero.	ECIPSA / EUROMAYOR		South American Trust	Desarrollo - Residencial	17 millones PESOS (aprox 5,4 millones USD de dic 2007)	En Default
12	2013	FFI	PILAY I y II	Pilay S.A		Pilay S.A	Desarrollo - Residencial	32 millones PESOS (aprox 5 millones USD de dic 2013)*	En funcionamiento
13	2013	FFI	Fideicomiso Financiero “Consultatio Catalinas”	Consultatio		TMF Trust Company (Argentina) S.A. (ex-Equity)(**)	Gestión - Oficina	148 millones PESOS (aprox 24,6 millones USD de dic 2013)*	En liquidación
14	2016	FCII	Compass Desarrollo Inmobiliario Fcici Ley 27.260	Predial Inversiones y la Constructora Induplack	Investis Asset Management Sociedad Anónima Sociedad Gerente De Fondos Comunes De Inversión	Banco de Valores SA	Desarrollo - Mix	Sin Datos	Aprobado - no lanzado
15	2016	FCII	Allaria Residencial Casaarg Ley 27260	Pando Asesores / Tayron Capital	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgfcí S.A.		Desarrollo - Residencial	29,3 millones USD	En funcionamiento
16	2017	FCII	Consultatio Inmobiliario F.C.I.C. Ley 27.260	Consultatio SA	Consultatio Asset Management G_FCI S.A	Banco de Valores SA	Desarrollo - Mix	44,9 millones USD	En funcionamiento
17	2017	FCII	Quinquela Predial FCIC Ley 27260	Predial Inversiones y la Constructora Induplack	QM Asset Management Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Residencial	10 millones USD	En funcionamiento
18	2017	FCII	FCIC Inmobiliario Al Río Ley 27.260	Ribera Desarrollos S.A.	Cohen SA	Deutsche Bank S.A. / Banco BC Sociedad Anónima	Desarrollo - Mix	15 millones USD	En Default

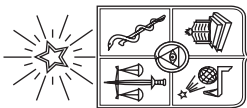
	Año	Tipo	Nombre	Sponsor	Administrador	Custodio / Fiduciario	Orientación Principal	Monto	Situación
19	2017	FCII	Allaria Argencons Distrito Quartier Puerto Retiro Ley 27.260	Argencons	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgfcí S.A.	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Mix	62,1 millones USD	En funcionamiento
20	2019	FCII	Allaria Residencial I Fcici	Miyagi	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgfcí S.A.	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Residencial	4000 millones PESOS (aprox 69 millones de USD de dic 2019)*	En funcionamiento
21	2019	FCII	Sbs Creaurban Desarrollo Fondo Común De Inversión Cerrado Inmobiliario	Creaurban	SBS Asset Management S.A. Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión	Banco de Valores S.A.	Desarrollo - Mix	23 millones USD	En funcionamiento
22	2020	FCII	Allaria Nómada Renta Corporativa Fondo Común De Inversión Cerrado Inmobiliario	Nomada	Allaria Ledesma Fondos Administrados Sgfcí S.A.	Banco Comafi S.A.	Gestión - Oficina	471 millones PESOS (aprox 5 millones USD de dic 2020)*	En funcionamiento

\* Tipo de cambio utilizado: dólar compra «oficial» a diciembre de cada año. Este tipo de cambio sobreestima la emisión de PILAY que fue en tramos pequeños desde 2013 a la actualidad.

Fuente: Elaboración propia en base a prospectos y balances disponibles en CNV y en el archivo de la BCBA; García Varón (2006); Franceschini (2001), Kiguel y Podjarny (2007), Universidad Católica Argentina (2002).



# revista invi



**Revista INVI** es una publicación periódica, editada por el Instituto de la Vivienda de la Facultad de Arquitectura y Urbanismo de la Universidad de Chile, creada en 1986 con el nombre de Boletín INVI. Es una revista académica con cobertura internacional que difunde los avances en el conocimiento sobre la vivienda, el hábitat residencial, los modos de vida y los estudios territoriales. Revista INVI publica contribuciones originales en español, inglés y portugués, privilegiando aquellas que proponen enfoques inter y multidisciplinarios y que son resultado de investigaciones con financiamiento y patrocinio institucional. Se busca, con ello, contribuir al desarrollo del conocimiento científico sobre la vivienda, el hábitat y el territorio y aportar al debate público con publicaciones del más alto nivel académico.

**Directora:** Dra. Mariela Gaete Reyes, Universidad de Chile, Chile

**Editor:** Dr. Luis Campos Medina, Universidad de Chile, Chile.

**Editores asociados:** Dr. Gabriel Felmer, Universidad de Chile, Chile.

Dr. Pablo Navarrete, Universidad de Chile, Chile.

Dr. Juan Pablo Urrutia, Universidad de Chile, Chile

**Coordinadora editorial:** Sandra Rivera, Universidad de Chile, Chile.

**Asistente editorial:** Katia Venegas, Universidad de Chile, Chile.

## COMITÉ EDITORIAL:

Dr. Víctor Delgadillo, Universidad Autónoma de la Ciudad de México, México.

Dra. María Mercedes Di Virgilio, CONICET/ IIGG, Universidad de Buenos Aires, Argentina.

Dra. Irene Molina, Uppsala Universitet, Suecia.

Dr. Gonzalo Lautaro Ojeda Ledesma, Universidad de Valparaíso, Chile.

Dra. Suzana Pasternak, Universidade de São Paulo, Brasil.

Dr. Javier Ruiz Sánchez, Universidad Politécnica de Madrid, España.

Dra. Elke Schlack Fuhrmann, Pontificia Universidad Católica de Chile, Chile.

Dr. Carlos Alberto Torres Tovar, Universidad Nacional de Colombia, Colombia.

Sitio web: <http://www.revistainvi.uchile.cl/>

Correo electrónico: [revistainvi@uchilefau.cl](mailto:revistainvi@uchilefau.cl)

Licencia de este artículo: Creative Commons Atribución-CompartirIgual 4.0  
Internacional (CC BY-SA 4.0)