



TOESCA
RENTAS
INMOBILIARIAS FI
marzo 2024

Introducción

El Fondo Toesca Rentas Inmobiliarias (el "Fondo") tiene un plazo de duración que vence el día 30 de abril de 2024, pudiendo prorrogarse dicho plazo en los términos que acuerden los aportantes del Fondo reunidos en Asamblea Extraordinaria de Aportantes ("AEA").

A la fecha se han llevado a cabo 2 AEA proponiendo su renovación, sujeto a que no más de un 0,5% de los aportantes ejerzan su derecho a retiro, producto de que el Fondo no cuenta con liquidez suficiente ("caja") para pagar el derecho a retiro a un porcentaje de aportantes superior al 0,5% indicado. En cada AEA realizada, se aprobó con un alto porcentaje (sobre el 95% de las cuotas presentes) la prórroga del Fondo. Sin embargo, en ambos periodos de opción a derecho a retiro, inmediatamente posterior a cada AEA, se superó el límite de 0,5%.

Dado lo anterior, el Fondo mantiene su vencimiento el 30 de abril de 2024 y, de no renovarse antes de dicha fecha, entrará en liquidación.

La administradora, luego de analizados distintos antecedentes, ha citado a una nueva AEA, a celebrarse el 28 de marzo de 2024, con el fin de proponer nuevamente una modificación al reglamento interno del Fondo que permita prorrogar su vigencia. A la luz del resultado de las asambleas anteriores, la administradora ha desarrollado una propuesta que incluye elementos adicionales a la mera prórroga del Fondo y que, a su juicio, permiten compatibilizar los intereses de los distintos partícipes, tanto los que desean hacer líquida su inversión como los que están dispuestos a permanecer más tiempo en el Fondo, de una forma que dé oportunidad de maximizar el resultado de la enajenación de los activos del Fondo.

Según se explica más adelante, el eje de esta propuesta está dado por la creación de una nueva serie "R", que permitirá el rescate de la inversión bajo las condiciones que más adelante se explican, abriendo a todos los titulares de cuotas de las series existentes la posibilidad de solicitar un canje de ellas por cuotas de la nueva serie "R".

Asimismo, como parte integral de esta propuesta, la administradora se encuentra dispuesta a proponer una rebaja en su comisión de administración, como forma de reducir los costos que la prórroga propuesta tiene para los partícipes.

A continuación se explica cada uno de los elementos de la propuesta que será sometida a la AEA y sus fundamentos.

1. Prórroga del plazo de duración del Fondo.

La administradora propone prorrogar el plazo de duración del Fondo por un período adicional de **dos años** contado desde el 30 de abril de 2024, esto es, hasta el 30 de abril de 2026.

El Fondo tiene hoy una vacancia de aproximadamente un 10%, concentrada en los edificios de oficinas y en un centro comercial en Curicó. Lo anterior se encuentra en línea con las vacancias de mercado en oficinas en Santiago de acuerdo con reportes recientemente publicados por consultoras de prestigio en Chile como CBRE, Colliers y JLL.

Los edificios de oficinas del Fondo son de primer nivel (principalmente clase A), en excelentes ubicaciones en el eje Apoquindo y sector El Golf, pero el mercado de oficinas se ha visto afectado postpandemia por el trabajo remoto, lo que ha llevado a empresas a disminuir el metraje de las oficinas que arriendan. A juicio de la administradora, la situación de alta vacancia de mercado debiera ser transitoria, pero su estabilización creemos tomará en torno a 3 años, jugando a favor la baja producción de edificios nuevos proyectada y una potencial mayor demanda por oficinas asociado a una economía más dinámica, tal como se evidenció el año 2023.

A mayor abundamiento, el edificio Apoquindo 4501 enfrenta un desafío relevante para los próximos 2 años, puesto que vencen contratos que estimamos podrían renegociarse a la baja producto de que hoy sus rentas están sobre el promedio de mercado. Sin embargo, a partir de 2026 comenzarán a vencer, en mucho mayor proporción, contratos que fueron negociados en su mayoría en los últimos 3 años, en que el mercado estuvo muy desafiado por mayor oferta y poca demanda; estimamos estos contratos tienen probabilidad de renegociarse al alza, por encontrarse a tarifas que estimamos bajo mercado, producto de las condiciones en que se negociaron. Lo anterior sugiere que el momento de vender dicho activo debería ser no antes del año 2026 e incluso 2027, cuando podrá observarse un mejor resultado operacional del edificio.

Por otro lado, el centro comercial de Curicó es un activo aún inmaduro, que está en pleno proceso de arrendamiento, y que requiere de tiempo para llegar a su estabilidad. El activo fue adquirido en 2019, a pocos meses de haber obtenido recepción municipal y en etapa inicial de arriendo de los locales. Lamentablemente la crisis de octubre de 2019 y posteriormente la pandemia produjeron un alto nivel de incertidumbre haciendo muy difícil convencer a nuevos arrendatarios a abrir un local y hacer la inversión requerida. Lo anterior ha tendido a cambiar, y en los últimos 12 meses hemos logrado arrendar varios locales, reduciendo la vacancia a 17%, cifra que sigue siendo relevante. Estimamos que en los próximos 12 a 24 meses lograremos colocar la vacancia remanente y estar en condiciones de vender el inmueble en plena o cerca de plena ocupación, maximizando el precio de venta.

Considerando lo anterior y la situación del resto de los activos del Fondo, proyectamos que el NOI (“ingreso neto operacional”) del Fondo debería subir de UF 305.000 el 2023 a niveles de UF 348.000 al 2026, de la mano de una disminución de la vacancia.

Por otro lado, según nuestras estimaciones y las del mercado se espera que las tasas de interés disminuyan paulatinamente desde el 7,25% actual a niveles de 4% para la TPM a fines de 2025, de la mano de una inflación que tendería a niveles de 3%. Dado que las tasas de interés impactan inversamente en el valor de los activos inmobiliarios de renta, un mercado con tasas más bajas redundaría en una expectativa de precio más alta al momento de vender el activo. Lo anterior sugiere esperar a que las tasas continúen bajando para maximizar el precio de venta de los inmuebles del Fondo.

La combinación de estos dos factores -una mejora en la operación/vacancia de los activos del Fondo y un mercado más líquido, con tasas de interés más bajas a las actuales- nos llevan a considerar que prorrogar el Fondo por 2 años es una estrategia que va en el mejor interés de los aportantes.

Para ejemplificar de forma muy simplificada, de acuerdo a nuestras estimaciones la venta de los activos con el NOI actual de UF 305.000 y a una tasa de descuento de 6,5%, se traduciría en un resultado estimado de liquidación de \$9.500 por cuota. Por su parte, y también de acuerdo a estimaciones, una venta con el NOI proyectado para el 2026 de UF 348.000, y asumiendo la misma tasa de descuento de 6,5%, llevaría a un resultado estimado de \$18.400 por cuota. Finalmente, si adicionalmente se lograra vender los activos a un 5,5% de tasa de descuento, el valor de liquidación estimado sería de \$31.000 por cuota.

2. Creación de una nueva Serie “R”.

A la luz del resultado de las asambleas extraordinarias citadas durante este año para proponer la prórroga del Fondo, la administradora ha notado que existe un porcentaje de aportantes que, sin oponerse a dicha prórroga, parece interesado en aprovechar dicha oportunidad para ejercer su derecho a retiro y liquidar su inversión, más aún considerando el diferencial actual entre el valor libro y el valor bolsa.

No obstante, desafortunadamente la caja del Fondo no permite hacer frente a un volumen importante de derecho a retiro, lo cual explica que ambos intentos de prórroga se hayan condicionado a que un porcentaje muy menor de las cuotas ejerza dicho derecho y, en definitiva, explica el fracaso de ambas prórrogas acordadas en las asambleas anteriores.

Atendida su convicción de que la prórroga cede en beneficio del interés de los aportantes, la administradora ha buscado una forma de compatibilizar las restricciones de caja que impiden enfrentar un derecho a retiro relevante con la voluntad manifestada por algunos aportantes en cuanto a hacer líquida su inversión.

Con este objeto, se ha concebido una nueva serie de cuotas -denominada Serie “R”- cuyo propósito es generar liquidez en un plazo acotado para los aportantes interesados en ella, intentando al mismo tiempo no perjudicar a los aportantes que quieren prorrogar el Fondo para liquidarlo en un mejor escenario. Ello, considerando también las proyecciones de caja disponibles para el Fondo.

Esta nueva Serie “R” tendrá las siguientes características:

- Será una serie que permitirá rescatar el 100% de las cuotas en dicha serie, a un valor equivalente al último valor contable (“NAV”) al momento del pago del rescate, menos un 25%. Este rescate será pagado en un plazo máximo que vencerá el 30 de abril de 2025.

- El canje a dicha serie tendrá un límite de un 10% del total de las cuotas del Fondo, y deberá ser solicitado a más tardar el 30 de abril de 2024. Si las solicitudes de canje excedieren dicho máximo, ellas serán cursadas a prorrata entre todos los aportantes que las hubieren solicitado, a razón del valor de las cuotas de otras series por el cual cada uno hizo su solicitud. Finalmente, el canje será al valor NAV de la serie con el valor cuota más bajo que solicite el canje¹.
- Una vez canjeadas las cuotas, el rescate deberá ser solicitado a más tardar el 31 de mayo de 2024.
- La serie tendrá una remuneración fija de 0,90% anual más IVA. Finalmente, a partir del 1 de mayo de 2025, posterior al pago de la ventana de rescate de esta serie, la remuneración aumentará a 5%. Este diferencial de remuneración (4,1%) constituirá un beneficio para las series no rescatadas, por cuanto su monto se utilizará para reducir la remuneración fija pagadera por ellas, a prorrata.

Los recursos para pagar los rescates de la Serie "R" vendrían de la operación de las filiales del Fondo y de la venta o refinanciamiento de ciertos activos maduros que la administradora considera factible dentro de los próximos 12 meses. Dicha proyección ha determinado el límite del 10% para la nueva serie.

3. Reducción de la remuneración fija.

La administradora propone una rebaja de 10% para la remuneración de administración fija aplicable a todas las series existentes a esta fecha (esto es, excluida la nueva Serie "R"), como una forma de compartir con los aportantes los costos de la prórroga propuesta.

4. Eliminación del "periodo de inversión".

Conjuntamente, la administradora propone eliminar la limitación de plazo máximo para realizar inversiones en instrumentos incluidos en el párrafo 2.3 del número DOS de la sección II del Reglamento Interno.

Esta propuesta se fundamenta en dar al Fondo la posibilidad de concurrir en un eventual aumento de capital en el fondo Toesca Rentas Inmobiliarias Apoquindo. Si bien no existe una decisión respecto de tal aumento de capital, no se descarta citar a una asamblea de dicho fondo durante el 2024, con el propósito de reducir su pasivo financiero y cumplir con los *covenants* asociados a dicho pasivo.

Hacemos presente que, por el momento, lo que se busca es preservar la opcionalidad para participar en dicho aumento de capital, cuyo mérito será evaluado en su oportunidad y, en caso de estimarse favorable, implicará citar a una AEA del Fondo para aumentar su propio capital y allegarle recursos necesarios al efecto.

Nos parece que procurar las condiciones para que el Fondo tenga esa opcionalidad, y pueda evitar una potencial dilución en caso que ella fuere inconveniente, va en el mejor interés de los aportantes del Fondo.

5. Eliminación de la serie WM.

Conjuntamente, la administradora propone eliminar la serie WM, por cuanto ella no tiene cuotas en circulación ni existe espacio para colocar nuevas cuotas de dicha serie. De esta forma, la administradora considera que la serie WM ya no tiene justificación, proponiendo su eliminación para simplificar la estructura de series del Fondo.

¹ Para el resto de las series, la diferencia al generarse el canje se pagará en efectivo.

6. Condición: no ejercicio de derecho a retiro.

La propuesta será votada como un todo y su aprobación quedará condicionada a que ningún aportante ejerza el derecho a retiro.

Como se explicó anteriormente, la caja del Fondo no permite hacer frente al pago del derecho a retiro que tienen los aportantes disidentes en caso de aprobarse la prórroga del Fondo. Esta es una limitación estructural que obliga a sujetar cualquier prórroga a la condición consistente en que no se ejerza dicho retiro –o, como ha ocurrido en asambleas anteriores, que se ejerza por un porcentaje bajo–.

Estas condiciones no han cambiado materialmente desde las asambleas anteriores.

En esta oportunidad, la administradora ha resuelto proponer que la condición consista en que ningún aportante ejerza su derecho a retiro.

Dado que se propone la creación de la Serie “R” como mecanismo alternativo de liquidez, la administradora ha considerado razonable ser más restrictiva respecto del derecho a retiro, para no exponer la caja del Fondo (considerando, también, que dicha caja sería necesaria para pagar los rescates de la nueva Serie “R”).

Sin perjuicio de lo anterior, con el objeto de dar cierta flexibilidad, se propone que la condición sea renunciable por la administradora, para el caso en que resulte posible y conveniente al interés del Fondo perseverar en su prórroga solventando un retiro marginal.

Hemos preparado esta información para facilitar el ejercicio informado de su derecho a voto. En caso de tener consultas, o necesitar información adicional, favor no dude en contactarnos al correo distribucion@toesca.com o al teléfono (+56) 2 26462000.