



Aplicación de nuevas alternativas de negocio: Fideicomisos de titulización en renta de bienes inmuebles (FIBRA) y Fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI)

Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener el grado de Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo por:

Pablo Alberto Arciniega Pérez Alcázar: _____

Cynthia Vanessa Castro Cabanillas: _____

Iris Del Carmen Fernández Mello: _____

Cesar Ángel Palet Abad: _____

Programa de la Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

Lima, 11 de marzo de 2019

Esta tesis

**Aplicación de nuevas alternativas de negocio: Fideicomisos de titulización en
renta de bienes inmuebles (FIBRA) y Fondos de inversión en renta de bienes
inmuebles (FIRBI)**

ha sido aprobada.

.....
Paulo César Comitre Berry (Jurado)

.....
Omar Darío Gutiérrez Ochoa (Jurado)

.....
Jorge Braulio Guillén Uyen (Asesor)

Universidad ESAN

2019

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. Planteamiento del problema.....	1
1.2. Objetivos.....	1
1.2.1. Objetivo general.....	1
1.2.2. Objetivos específicos.....	2
1.3. Justificación.....	2
1.4. Alcance.....	3
1.5. Limitaciones.....	3
CAPPITULO II. MARCO CONCEPTUAL.....	4
2.1. Fideicomiso.....	4
2.2. Fondos de inversión.....	6
2.3. FIBRA y FIRBI.....	9
CAPÍTULO III. MARCO CONTEXTUAL.....	12
3.1. Macroentorno.....	12
3.1.1. Desarrollo y aplicación en otros países.....	12
3.2. Microentorno.....	35
3.2.1. Contexto Local.....	36
CAPÍTULO IV. MARCO LEGAL.....	37
4.1. Fideicomiso de titulización en renta de bienes inmuebles (FIBRA).....	37
4.1.1. Notas características de un FIBRA.....	55

4.2.	Fondo de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI).....	59
CAPÍTULO V. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....		78
5.1.	Tipo de diseño de investigación.....	78
5.2.	Muestreo.....	78
5.2.1.	Unidad de estudio.....	78
5.2.2.	Población.....	79
5.2.3.	Muestra.....	79
5.2.4.	Técnicas, procedimientos e instrumentos de medición.....	81
CAPÍTULO VI. ANALISIS DOCUMENTAL.....		83
6.1.	Análisis de las entrevistas.....	83
6.2	Puntos Controvertidos.....	88
CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES.....		92
CAPÍTULO VIII. RECOMENDACIONES.....		97
ANEXO 1.....		98
ANEXO 2.....		101
ANEXO 3.....		104
ANEXO 4.....		109
ANEXO 5.....		116
ANEXO 6.....		119
ANEXO 7.....		123
BIBLIOGRAFÍA.....		127

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1. Esquema fiduciario.....	5
Figura 3.1. Indicadores de las Socimi.....	22
Figura 3.2. Fondos de inversión inmobiliaria en Colombia.....	27
Figura 3.3. Rendimiento FIBRA vs. IPC (índice de precios al consumidor).....	31
Figura 3.4. Índice de inversión fija bruta.....	32
Figura 4.1. Evolución normativa - FIBRA.....	40
Figura 4.2. Ventajas del FIBRA.....	56
Figura 4.3. Atributos necesarios para incorporar un activo a un FIBRA.....	57
Figura 4.4. Esquema de operación de un FIBRA.....	57
Figura 4.5. Esquema de FIBRA.....	59
Figura 4.6. Evolución normativa - FIRBI.....	62
Figura 4.7. Esquema de FIRBI.....	75

AGRADECIMIENTOS

A mi esposa Carina, por su constante apoyo y comprensión,
y a mis padres, por su motivación para cumplir una meta más.

Pablo Alberto Arciniega Pérez Alcázar

A mis padres por el apoyo incondicional y porque son mi ejemplo a seguir.

Iris Del Carmen Fernández Mello

A Dios, a mis padres y a todos aquellos que compartieron, desde las aulas
hasta las caminatas nocturnas, su saber y sus fantasmas.

Cynthia Vanessa Castro Cabanillas

A mi esposa Giuliana y mi hija Julietta por ser mi fuerza y motivación, y a mi mamá
por ser un ejemplo y por todo lo que me enseñó con el ejemplo en la vida.

César Angel Palet Abad

PABLO ALBERTO ARCINIEGA PÉREZ ALCÁZAR

Abogado especializado en Derecho Corporativo, proactivo, capaz de trabajar en equipos interdisciplinarios y entender la dinámica de los negocios, que me permitan desempeñarme con éxito en forma independiente. Orientación a resultados, trabajo en equipo, mejora de procesos y satisfacción del cliente. Supervisión eficaz y participativa liderando equipos multifuncionales de trabajo.

EXPERIENCIA PROFESIONAL:

Fondo MIVIVIENDA S.A. – FMV S.A. (mayo 2018 a la fecha)

Supervisor del Departamento de Asesoría Legal en Asuntos Corporativos

Fondo MIVIVIENDA S.A. – FMV S.A. (octubre 2015 – mayo 2018)

Abogado del Departamento de Asesoría Legal en Asuntos Corporativos

Scotiabank Perú (enero 2014 – noviembre 2014)

Asesor Legal Fiduciario

SEDAPAL (mayo 2013 - enero 2014)

Abogado de la Gerencia Legal y Asuntos Regulatorios

INTERBANK (marzo 2010 – febrero 2013)

Abogado de la División de Asuntos Legales

AMERICA MOVIL PERU SAC – CLARO (setiembre 2009 – marzo 2010)

Administrativo de la Dirección de Atención al Cliente

FORMACIÓN ACADÉMICA:

Universidad San Martín de Porres - USMP

- Abogado de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas (2002 – 2007).

Universidad ESAN

- Curso de Especialización para Ejecutivos en Derecho Corporativo – Contratos Bancarios (noviembre 2010).
- Maestría (c) en Finanzas y Derecho Corporativo (2016-2018).

Universidad Carlos III de Madrid

- Diploma de Especialización en Finanzas y Derecho Europeo (mayo 2018).

IDIOMA:

- Inglés Intermedio.

CYNTHIA VANESSA CASTRO CABANILLAS

Abogada, con especialización en Derecho Corporativo y Derecho Administrativo. Orientada a la optimización de costos, cumplimiento de objetivos y a resultados cuantitativos.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

Corporación E Wong

Diciembre 2016 a la fecha

Área: Retail

Cargo: Abogado en Centro Comercial

Plaza Norte y Mall del Sur

Estudio Jurídico Muñiz Ramírez

Enero 2015 a Diciembre 2016

Pérez- Taimán & Olaya

Área: Retail

Cargo: Abogado

El Quinde Shopping Plaza

INDECOPI

Marzo 2013 a Diciembre 2014

Área: Dirección de protección al consumidor

Cargo: Asistente Legal

EDUCACION

Universidad ESAN

Maestría (c) en Finanzas y Derecho Corporativo

2016 – 2018

Universidad Carlos III de Madrid

Diploma de Especialización en Finanzas y Derecho Europeo (mayo 2018).

Universidad ESAN

Diplomado en Derecho Administrativo

2015

Universidad Privada del Norte

Derecho

2007 - 2012

IDIOMAS

Inglés (Intermedio)

Portugués

IRIS DEL CARMEN FERNANDEZ MELLO

Abogada con facilidad para la interacción interpersonal y gran capacidad para asumir responsabilidades; buena disposición para trabajar en base a metas y objetivos, y compromiso pleno en el emprendimiento de la organización. Alta capacidad de asimilación y aprendizaje. Fácil adaptación a grupos de trabajo.

Experiencia Profesional

BLANCO SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN SAC (Agosto 2015 – a la actualidad)

Asesor Legal

Grupo Coril (Julio 2014 – Agosto 2015)

Asesor Legal

Estudio Castellares (Abril 2014 – Junio 2014)

Abogada Junior

FORMACION ACADEMICA

Universidad De Lima

- Abogada egresada de la Facultad de Derecho 2007-2012

EGACAL

- Diplomado en Saneamiento Registral Predial en EGACAL (Mayo 2014 –Junio 2014).

Universidad Esan

- Diplomado Internacional en Derecho Corporativo en Universidad ESAN (Mayo 2015 - Agosto 2015).
- Finanzas para abogados en Universidad ESAN - Marzo 2016
Programa De Especialización Para Ejecutivos - Derecho Corporativo

- Maestría (c) en Finanzas y Derecho Corporativo (2016-2018).

Universidad Carlos III de Madrid

- Diploma de Especialización en Finanzas y Derecho Europeo (mayo 2018).

IDIOMA

- **Inglés:** Intermedio

CÉSAR ANGEL PALET ABAD

Abogado con capacidad de aceptar nuevos retos y poder aplicar los conocimientos adquiridos por experiencia laboral y estudios realizados, y así crecer de forma personal y laboral.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

Universidad Tecnológica de Perú S.A.C. Gerencia de Asuntos Legales Cargo: Sub Gerente de Procesos y Contratos	Febrero 2013 a la fecha
Banco Internacional del Perú S.A.C. - División de Gestión y Seguimiento Cargo: Ejecutivo de Cobranza Judicial	Mayo 2006 a Febrero 2013
Banco Internacional del Perú S.A.C. División de Fideicomisos Cargo: Asistente de Cobranza Judicial	Marzo 2005 a Mayo 2006
KORISUR Compañía Minera S.A.C. Cargo: Responsable del Departamento Legal	Setiembre 2002 a Marzo 2005
VOLVO SERVICE PERU S.A. Jefatura Old Buses Cargo: Abogado	Octubre 2000 a Febrero 2002
Barragán & Perla Abogados S.R.L.	Agosto a Setiembre 2000

Cargo: Asistente Legal

VOLVO PERU S.A.

Marzo 2000 a Abril 2000

Departamento de Créditos y Cobranzas

Cargo: Asistente Legal

Municipalidad Distrital de Cieneguilla

Diciembre 1999 a Marzo 2000

Cargo: Asesoría Legal y Secretaria General

Cargo: Asistente Legal

EDUCACION

Universidad ESAN

Maestría (c) en Finanzas y Derecho Corporativo

2016 – 2018

Universidad de San Martín de Porres

Derecho

1991 - 1996

IDIOMAS

Ingles (Intermedio)

RESUMEN EJECUTIVO

Grado: Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo

Título de la tesis: Aplicación de nuevas alternativas de negocio: Fideicomisos de titulización en renta de bienes inmuebles (FIBRA) y Fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI).

Autor(es): Pablo Alberto Arciniega Pérez Alcázar
Cynthia Vanessa Castro Cabanillas
Iris Del Carmen Fernández Mello
Cesar Ángel Palet Abad

Resumen:

El objetivo principal de esta tesis es desarrollar el planteamiento del análisis respecto de la aplicación de las nuevas alternativas de negocio: fideicomisos de titulización en renta de bienes inmuebles (FIBRA) y fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI), tomando como muestra los mercados internacionales, como Estados Unidos de Norteamérica, España, México, Colombia y Chile, en donde la situación o crisis económica de cada país ha generado que se produzcan nuevos vehículos de inversión.

Por ello, y en virtud de que el Perú es un país que se encuentra en vías de desarrollo, se ha considerado conveniente implementar nuevos mecanismos o vehículos de inversión como en el presente caso, lo que se tratará en detalle en el desarrollo de la presente tesis.

En tal sentido, la propuesta en cuestión pretende analizar la aplicación y utilización de los FIBRA y FIRBI en el mercado inmobiliario, lo cual busca una mayor participación de inversionistas privados y genera alternativas atractivas de inversión. Del mismo modo, se busca verificar la viabilidad normativa de estos vehículos a fin de que tengan una mayor expectativa en el mercado con la participación de las sociedades administradores de fondos de inversión (SAFI) y sociedades agentes de bolsa (SAB).

Así, la presente investigación se propone los siguientes objetivos:

Analizar la aplicación y viabilidad de los FIBRA y FIRBI en el Perú.

Fijar las características que definen a los FIBRA y FIRBI, así como identificar sus diferencias.

Analizar el desarrollo de los FIBRA y FIRBI bajo el enfoque del Derecho Comparado.

Formular propuestas normativas que ayuden a perfeccionar la legislación vigente.

Hacer un estudio de caso de las herramientas.

Asimismo, se revisaron experiencias internacionales y se entrevistó a expertos en la materia, respecto de su opinión y experiencia sobre las necesidades del mercado y la eficiencia de dichos vehículos de inversión como un impulsor de la economía en el Perú.

Para determinar la viabilidad de la presente propuesta de tesis, con el fin de conocer la situación normativa actual de los FIBRA y FIRBI en el Perú, se realizó un análisis de la normativa nacional que regula estos instrumentos, y se identificaron fortalezas y oportunidades de mejora; adicionalmente a ello, se determinaron las deficiencias del modelo local para, con ello, tomar como muestra los modelos internacionales y realizar recomendaciones en su aplicación y beneficios.

Resumen elaborado por los autores

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1. Planteamiento del problema

La globalización de la economía y el comercio mundial provocan procesos de ajuste económico en la mayoría de países, sobre todo en aquellos que se encuentran en vías de desarrollo. La crisis que se genera resulta en la insolvencia de empresas altamente apalancadas o, en su defecto, busca que las empresas produzcan nuevas alternativas de inversión para hacer frente a dicha crisis. Frente a esta situación, surgen los fideicomisos de titulización en renta de bienes inmuebles (en adelante, FIBRA) y los fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (en adelante, FIRBI), creados como vehículos de inversión capaces de generar una rentabilidad bastante atractiva. Sin embargo, su regulación normativa en nuestro país aún resulta deficiente.

En tal sentido, la propuesta en cuestión pretende analizar la aplicación o utilización de los FIBRA y FIRBI en el mercado inmobiliario, con la intención de obtener mayor participación de inversionistas privados, lo que generaría alternativas atractivas de inversión.

Mediante esta tesis, se pretende analizar la aplicación y viabilidad normativa de estos vehículos a fin de que tengan una mayor expectativa en el mercado, lo cual busca que las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFI), sociedades agentes de bolsa (SAB) u otros interesados puedan rentabilizar el dinero de los inversionistas con los mismos beneficios con los que cuentan las instituciones del sistema financiero (IFI) en la actualidad.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo general

Determinar la aplicación y/o utilización de los FIBRA y FIRBI como instrumentos alternativos de inversión en el Perú.

1.2.2. *Objetivos específicos*

- Analizar la aplicación y viabilidad de los FIBRA y FIRBI en el Perú.
- Fijar las características que definen a los FIBRA y FIRBI, así como identificar sus diferencias.
- Analizar el desarrollo de los FIBRA y FIRBI bajo el enfoque del Derecho Comparado.
- Formular propuestas normativas que ayuden a perfeccionar la legislación vigente.
- Hacer un estudio de caso de las herramientas.

1.3. *Justificación*

La presente investigación se justifica teóricamente al intentar abordar la posibilidad de aplicar nuevas alternativas de inversión: FIBRA y FIRBI. El marco normativo vigente no se ocupa de desarrollar el tema de manera profunda y deja vacíos en su regulación. Asimismo, como consecuencia de lo anterior, el presente trabajo adquiere una justificación práctica, pues mediante el desarrollo de esta investigación se pueden identificar las ventajas o desventajas de la aplicación o utilización de los FIBRA y FIRBI en el Perú.

Entonces, la trascendencia del presente trabajo, en el ámbito de su justificación valorativa, es doble: en principio, determina sobre la base del desarrollo doctrinario y lógico la posibilidad de implementar una regulación especial para el caso de los FIBRA y FIRBI, y, con ello, ofrece un sentido de interpretación razonable respecto de las normas vigentes.

1.4. Alcance

Geográficamente, se circunscribe a todo el ámbito territorial y funcional de competencia peruana.

1.5. Limitaciones

Se pueden encontrar dos tipos de limitaciones: (a) la brevedad de la información y (b) el hecho de que la muestra que constituye el presente trabajo está limitada a un horizonte temporal de los dos últimos años, ya que el FIRBI entró en vigencia en el año 2016 y el FIBRA en el 2018. No obstante, ambas limitaciones no restringen el desarrollo del objeto de investigación ni el grado de generalización de los resultados.

CAPPITULO II. MARCO CONCEPTUAL

2.1. Fideicomiso

En el Perú, el fideicomiso se encuentra regulado por la Ley N° 26702, Ley del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, publicada en el diario oficial El Peruano, el 6 de diciembre de 1996.

Artículo 241°.- CONCEPTO DE FIDEICOMISO. El fideicomiso es una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del fideicomitente o un tercero denominado fideicomisario.

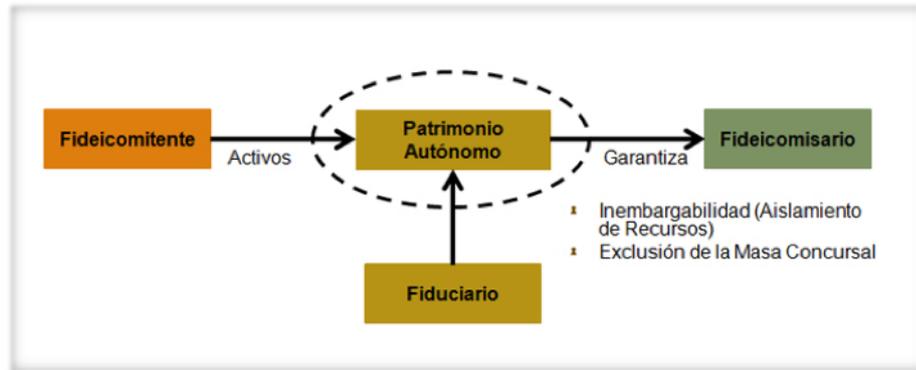
El patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fiduciario, del fideicomitente, o del fideicomisario y en su caso, del destinatario de los bienes remanentes.

Los activos que conforman el patrimonio autónomo fideicometido no generan cargos al patrimonio efectivo correspondiente de la empresa fiduciaria, salvo el caso que por resolución jurisdiccional se le hubiera asignado responsabilidad por mala administración, y por el importe de los correspondientes daños y perjuicios. La parte líquida de los fondos que integran el fideicomiso no está afecta a encaje. La Superintendencia dicta normas generales sobre los diversos tipos de negocios fiduciarios (Congreso de la República, 1996).

El fideicomiso es un acto jurídico mediante el cual una persona (fideicomitente) entrega a otra (fiduciaria) la titularidad de unos activos para que esta los administre en beneficio de un tercero (fideicomisario). Es importante precisar que el patrimonio autónomo es distinto al patrimonio del fiduciario, del fideicomitente, del fideicomisario o, en su caso, del destinatario de los bienes remanentes.

Asimismo, la precitada norma, en su artículo 243, señala que “para la validez del acto constitutivo del fideicomiso es exigible al fideicomitente la facultad de disponer de los bienes y derechos que transmita, sin perjuicio de los requisitos que la ley establece para el acto jurídico” (Congreso de la República, 1996).

Figura 2.1. Esquema fiduciario



Fuente: La Fiduciaria, s/f

El patrimonio fideicometido está constituido por los bienes transferidos en fideicomiso y por los frutos que estos generen. El patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fideicomitente fiduciario y, de ser el caso, del destinatario del remanente (Superintendencia de Banca y Seguros, 1999), del fiduciario, del fideicomisario y de cualquier otro patrimonio fideicometido administrado por el fideicomiso que tenga como plazo máximo de duración treinta años, salvo las excepciones reguladas en el artículo 251 de la Ley N° 26702.

Artículo 251°.- PLAZO MÁXIMO DE DURACIÓN. El plazo máximo de duración de un fideicomiso es de treinta (30) años, con las siguientes excepciones:

1. En el fideicomiso vitalicio, en beneficio de fideicomisarios determinados que hubieran nacido o estuviesen concebidos al momento de constituirse el fideicomiso, el plazo se extiende hasta la muerte del último de los fideicomisarios.
2. En el fideicomiso cultural, que tenga por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación arqueológicos, históricos o artísticos, el plazo puede ser indefinido y el fideicomiso subsiste en tanto sea factible cumplir el propósito para el que hubiere sido constituido.
3. En el fideicomiso filantrópico, que tenga por objeto aliviar la situación de los privados de razón, los huérfanos, los ancianos abandonados y personas menesterosas, el plazo puede igualmente ser indefinido y el fideicomiso subsiste en tanto sea factible cumplir el propósito para el que se le hubiere constituido.

En los casos en los cuales el plazo del fideicomiso debe ser necesariamente extendido más allá del límite legal máximo, a fin de no perjudicar intereses de terceros, la Superintendencia podrá autorizar su vigencia por el término estrictamente necesario para la consecución de los fines previstos (Congreso de la República, 1996)

Consecuentemente, resulta de principal importancia identificar las ventajas que genera el uso del fideicomiso.

- El patrimonio es inembargable y se encuentra fuera de la masa concursal.
- Es una herramienta flexible, la cual permite tener diferentes tipos de bienes y cumplir con distintos encargos. Cada contrato se estructura a la medida de las necesidades de las partes.
- Facilita el acceso al crédito, ya que con el fideicomiso se mitigan riesgos en la operación y en una eventual ejecución.
- La ejecución no requiere de un proceso judicial. Por lo tanto, la recuperación de financiamiento es más rápida y eficaz.

En épocas de globalización económica, donde la producción de bienes y servicios se hace a mayor escala, resulta necesaria la aplicación de nuevas figuras jurídicas, que sirvan como fuente de recursos económicos y salvaguarda de los activos de las empresas. Sin embargo, pese a demostrarse su utilidad y eficiencia, el mencionado contrato de fideicomiso tiene poca difusión doctrinaria y baja utilización práctica.

2.2. Fondos de inversión

De acuerdo a lo regulado por la Ley de Fondos de Inversión, a través del Decreto Legislativo N° 862, se establece qué es un fondo de inversión:

Artículo 1.- Fondo de Inversión es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad administradora constituida para tal fin, por cuenta y riesgo de los partícipes del Fondo. La denominación “sociedad administradora de fondos de inversión” es exclusiva de aquellas sociedades administradoras que cuenten con autorización de funcionamiento de la SMV. Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión en Valores a las que se refiere la Ley del Mercado de Valores pueden también gestionar Fondos de Inversión. (*)

[(*) Artículo modificado por el Artículo 4 de la Ley N° 30708] (Superintendencia del Mercado de Valores, s/f: 4)

En este sentido, el fondo de inversión se encuentra bajo la gestión de la sociedad administradora, ya que este no cuenta con personalidad jurídica. A su vez, dicho fondo de inversión cuenta con un patrimonio que es independiente entre sí de la sociedad administradora, por lo que esta puede administrar más de un fondo de inversión.

En relación al patrimonio del fondo, el artículo 2 de la Ley de Fondos de Inversión establece cómo está conformado:

Artículo 2.- Cuotas de los Fondos de Inversión (*)

El patrimonio del Fondo está dividido en cuotas que se representan en certificados de participación. Los certificados de participación son transferibles y pueden adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta. En el caso de cuotas representadas por títulos físicos, quienes figuren en el Registro de Partícipes a cargo de la sociedad serán considerados como propietarios, y si estas estuvieren representadas mediante anotaciones en cuenta se reputará propietario a quien figure como titular en el registro contable a cargo de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores.

Los Certificados de Participación pueden ser colocados por oferta pública o privada.

Puede emitirse, respecto de un mismo fondo, cuotas agrupadas en clases con distintos contenidos de derechos, previa autorización de la CONASEV. Asimismo, podrán emitirse series diferenciadas siempre que las cuotas al interior de cada serie, tengan igual valor y características, sujetándose a las normas que emita CONASEV.

[(*) Artículo modificado por el Artículo 1 del Decreto Legislativo N° 1046] (Superintendencia del Mercado de Valores, s/f: 4)

Asimismo, se debe tener en cuenta que el patrimonio de un fondo de inversión contiene una contabilidad independiente, la misma que comprende activos y pasivos, por lo que se generan de manera trimestral los estados financieros, los mismos que deben ser remitidos a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), en caso sean fondos de inversión públicos. La sociedad administradora deberá cumplir con remitir los estados financieros de manera trimestral a la SMV. Cabe señalar que estos, al cierre de cada ejercicio tanto del patrimonio del fondo como de la sociedad administradora también deberán ser remitidos a la SMV.

En virtud a lo expuesto, se considera al fondo de inversión como uno de los mecanismos más usados para canalizar el ahorro. Lo importante aquí es que la persona natural o jurídica que participe en él cuente con excedentes de dinero que sean

invertidos en un determinado fondo, dado que toda inversión implica un riesgo. En consecuencia, bajo la realización de la inversión se estimará un retorno (rentabilidad) para el inversionista en un tiempo determinado.

Siguiendo esta línea de ideas, Herrera Flores (2014), funcionario de la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial de la SMV, indica que los fondos de inversión son alternativas de inversión que consisten en un patrimonio conformado por aportes de inversionistas para su inversión en valores, instrumentos financieros, inmuebles, y maquinarias para su explotación o arrendamiento. Los fondos de inversión se encuentran bajo la administración de las sociedades administradoras de fondos de inversión, las mismas que se encuentra autorizadas y supervisadas por la SMV (Herrera Flores, 2014).

Las SAFI pueden administrar fondos de inversión que captan inversión por oferta pública y por oferta privada. Cabe mencionar que esta última no se encuentra inscrita ni supervisadas por la SMV. Asimismo, es oportuno señalar que los inversionistas que forman parte de la oferta privada solo podrán ser los denominados “inversionistas institucionales”, los cuales son “las personas que, por su naturaleza, características o conocimientos, comprenden, gestionan y evalúan adecuadamente los riesgos asociados a sus decisiones de inversión” (Superintendencia del Mercado de Valores, 2013: art. 3). En otras palabras, se trata de personas que tienen conocimiento del mercado bursátil y que por su experiencia pueden evaluar el riesgo de su inversión, así como analizar y corroborar el retorno que tendrá la misma.

Con respecto a los fondos de inversión que captan inversión por oferta pública, se pueden señalar las siguientes características (Herrera Flores, 2014):

- **Carácter cerrado:** Luego de la inscripción del fondo de inversión en el registro público del mercado de valores, el fondo tiene un plazo de hasta 18 meses para la colocación de sus cuotas. Vencido este plazo, se cierra la posibilidad de la operatividad del fondo.
- **Plazo de vigencia del fondo de inversión:** El fondo de inversión tiene un plazo de vigencia predefinido, en el cual se estima que se obtendrá la

rentabilidad esperada para sus partícipes y en el cual el fondo deberá haber cumplido con todos sus objetivos.

- **Universo de inversión:** Acciones y bonos no inscritos, inmuebles, maquinarias y equipos, facturas, entre otros instrumentos.
- **Asamblea de partícipes y comité de vigilancia:** La asamblea de partícipes tiene la facultad de tomar decisiones importantes sobre la administración del fondo, mientras que el comité de vigilancia, el cual es elegido por la asamblea de partícipes, tiene la función de supervisión, tanto del cumplimiento del reglamento de participación del fondo, como de las decisiones que toma la asamblea de partícipes.

Como ya se ha mencionado, los fondos de inversión están regulados por la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, la cual se rige mediante el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, el cual ha sido emitido por la SMV mediante Resolución Conasev N° 042-2003-EF/94.10. Este reglamento debe ser cumplido a cabalidad por los fondos de inversión que captan inversiones por oferta pública, mientras que los fondos de inversión que captan inversiones por oferta privada tendrán un reglamento, pero este podrá variar de acuerdo a las políticas de inversiones que se realicen o los acuerdos a los que se llegue con los inversionistas institucionales.

2.3. FIBRA y FIRBI

Los FIBRA y FIRBI son aquellos vehículos de inversión cuyo objeto y finalidad es la adquisición o construcción de bienes inmuebles destinados a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso.

Ambos son instrumentos de financiamiento inmobiliario, el cual ofrece rentas regulares y apreciación potencial de capital (Lima, 2017). Su origen se remite a los real estate investment trust (REIT), un tipo de vehículo de inversión, globalmente reconocido, que se negocia en 38 países a través de sus respectivos mecanismos centralizados. Los REIT son patrimonios fideicometidos que invierten principalmente

en activos inmobiliarios, tales como edificaciones industriales, oficinas comerciales, hoteles, residencias, entre otros. Una de sus principales características es que deben distribuir la mayor parte de los resultados obtenidos entre sus partícipes, lo que los convierte en un instrumento atractivo para inversionistas que buscan percibir una renta periódica por sus inversiones (Lau, 2018).

El funcionamiento de los FIRBI y FIBRA es similar. Ambos vehículos de inversión pueden iniciar con un aporte de activos monetarios o de algún inmueble por parte de un inversionista fundador, el cual, a su vez, puede ser el gestor o un inversionista no relacionado a la gestión del vehículo de inversión.

Estos vehículos de inversión se constituyen con un plan de negocios, materializado en un reglamento de inversión o contrato de fideicomiso para emitir cuotas de participación que podrán ser adquiridas por individuos que deseen invertir. Dichas cuotas se podrán negociar en el mercado secundario bajo un mecanismo centralizado y, en la medida en que los inmuebles en que invierte el fondo o patrimonio generen rentas, las cuotas incrementarán su valor.

La principal diferencia entre ambos vehículos de inversión es el gestor de los mismos. Los FIRBI son fondos de inversión administrados por una SAFI, mientras que los FIBRA son fideicomisos de titulización donde el gestor es una sociedad titulizadora y que, además, cuentan con un comité administrador que aprueba las decisiones de inversión. En términos comparativos, un FIRBI conlleva menores costos que los de un FIBRA, asociados a la participación de un fiduciario; sin embargo, al depender del respaldo económico de la SAFI, un FIRBI puede implicar un mayor riesgo de contraparte que un FIBRA para los inversionistas que adquieran cuotas de participación de ese vehículo de inversión, en caso de insolvencia de la SAFI.

Actualmente, el esquema de los FIRBI y FIBRA no se encuentra muy desarrollado en nuestro país. Conforme a la información de la SMV (Banco Central de Reserva del Perú, 2017), Diviso SAFI y Fondos SURA SAF están desarrollando FIRBI desde el año 2016. Diviso SAFI estructuró un FIRBI de hasta 30 millones de dólares, donde colocó cuotas de participación por 10 millones de dólares

aproximadamente, mientras que Fondos SURA SAF estructuró un FIRBI de 100 millones de dólares, donde colocó cuotas de 13,6 millones de dólares. Por otro lado, en el año 2008, Larraín Vial SAFI estructuró dos vehículos de inversión parecidos a la figura de los FIRBI (aunque no lo fueron, por que no colocaron sus cuotas de participación a través de una oferta pública primaria), siendo la venta de su primer fondo fue por 35 millones de dólares a inicios del año 2016 (Banco Central de Reserva del Perú, 2017).

Dentro de las normas que fueron aprobadas recientemente para incentivar el desarrollo de ambos vehículos de inversión, destacan el Decreto Legislativo N° 1262 y la Ley N° 30532. Dicho decreto exonera a los certificados de participación del impuesto a la ganancia de capital, sin restricción de tenencias (10% como máximo del patrimonio del fondo o fideicomiso). Por otro lado, la ley en cuestión difiere el pago del impuesto a la renta por el aporte de inmuebles en el caso de los FIBRA y establece una tasa de impuesto a la renta correspondiente al 5% (anteriormente era del 28%) para aquellas personas naturales que inviertan en FIRBI o FIBRA (Banco Central de Reserva del Perú, 2017).

La SMV publicó el 27 de abril del año 2017 una resolución que modificó el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos y el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, la cual flexibiliza los requisitos de los FIRBI y FIBRA. En ese sentido, el requisito referido a que la inversión en activos inmobiliarios alcance al menos el 70% del patrimonio del fondo será exigible luego de 12 meses desde la colocación primaria de los certificados de participación, lo que permitirá que los gestores cuenten con tiempo suficiente para identificar y realizar una inversión, teniendo en consideración los resultados de la colocación primaria. Por otro lado, para efectos de la distribución de dividendos, se pasa de un concepto de utilidad neta contable a uno de utilidad neta “distribuable”, asociada a las entradas y salidas netas de efectivo. Ello es particularmente relevante, ya que la generación de una utilidad contable no necesariamente implica una entrada de efectivo de la misma magnitud, por lo que previo a la modificación era posible que el FIRBI o FIBRA no pueda cumplir con la distribución de dividendos mínima exigida (Banco Central de Reserva del Perú, 2017).

CAPÍTULO III. MARCO CONTEXTUAL

3.1. Macroentorno

3.1.1. Desarrollo y aplicación en otros países

Los FIBRA y FIRBI, a nivel global, se encuentran inspirados en los REIT, los cuales tienen su origen en el mercado norteamericano. Los REIT son vehículos de inversión inmobiliaria, eficientes tributariamente, que generan rentas regularmente a través de dividendos y bursatilizan el sector inmobiliario; si bien se reconoce que se trata de un *asset class* diferente a acciones y bonos, los REIT son parte importante de los principales índices de acciones mundiales (*equity REIT*) (Bolsa de Valores de Lima, 2017).

Los REIT son conocidos como US REIT en Estados Unidos, fideicomiso de inversión en bienes raíces o FIBRA en México, UK-REIT en Reino Unido, J-REIT en Japón, G-REIT en Alemania, SIIC en Francia y Socimis en España. Se denominan REIT en otros países, como Irlanda, Israel y Luxemburgo.

Asimismo, cuentan con un carácter inmobiliario al constituirse con activos inmobiliarios, principalmente. Invierten sobre todo en inmuebles industriales, oficinas, locales comerciales, hoteles, residencias, entre otros.

Los REIT deben distribuir la mayor parte de sus resultados, lo cual los convierte en instrumentos atractivos para inversionistas de renta, al brindar un dividendo relativamente elevado aunado a liquidez en bolsa y a la apreciación de capital de los propios títulos. Los REIT, en Estados Unidos y otras geografías, no se encuentran gravados a nivel corporativo.

Para evaluar y analizar el potencial crecimiento de los FIBRA y FIRBI en Perú es necesario analizar las implementaciones normativas de los países que los vienen

desarrollando desde hace varios años, los cuales tienen una experiencia que el mercado peruano carece. De esta manera, se pueden tomar sus mejores aspectos y evitar los inconvenientes que tuvieron durante su desarrollo.

3.1.1.1. Estados Unidos

El desarrollo del *real estate investment trust*

Los REIT nacen en Estados Unidos en el año 1960 y surgen como un modelo que brinda acceso a los pequeños inversores y a inversores en el sector inmobiliario a gran escala, mediante el cual pueden obtener ventajas en la inversión de bienes raíces bajo un régimen fiscal especial, en donde se transfiere el pago de impuestos a sus accionistas. En ese sentido, se puede definir a los REIT como “sociedades de inversión en el sector inmobiliario que cotizan en bolsa. Estas sociedades tienen un gran número de activos inmobiliarios (tanto propiedades como hipotecas) de los cuales obtienen ingresos que hacen llegar a los accionistas en la forma de dividendos” (El Club de Inversión, 2017: párr. 1). Entonces, los REIT cotizan en bolsas como New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange y NASDAQ, lo cual les ha permitido a lo largo del tiempo mantener una liquidez asegurada. Debido a la complejidad jurídica y económica inherente a la constitución de los REIT, el primer REIT –Continental Mortgage Investors– no salió a bolsa (NYSE) hasta 1965 (El Club de Inversión, 2017).

Existen tipos de REIT de acuerdo a los tipos de activos que se invierten y bajo los cuales se pueda dar el desarrollo del mercado inmobiliario. Estos son los siguientes:

- **REIT que invierten en propiedades o los también llamados *equity* REIT:** Dirigidos para inversionistas que tienen numerosas propiedades, lo cual les permite utilizar dichas propiedades para la inversión mediante el desarrollo del activo inmobiliario basado en el arrendamiento, como, por ejemplo, el desarrollo de un centro comercial, oficinas o departamentos para vivienda. Bajo este tipo de inversión, los ingresos provienen de los arrendamientos, los cuales se reparten como dividendos entre sus accionistas.

En caso de que un REIT venda una de sus propiedades a un precio superior al precio de adquisición, la plusvalía se reparte entre sus accionistas también en la forma de dividendos (El Club de Inversión, 2017).

- **REIT que invierten en hipotecas o los también llamados *mortgage* REIT:** Estos REIT invierten y poseen hipotecas. Los REIT prestan dinero a los propietarios de los bienes inmuebles para que los adquieran con hipoteca o para que directamente adquieran las hipotecas. En estos casos, sus ingresos provienen principalmente de los intereses que reciben (que, a su vez, se calculan como la diferencia entre los intereses que perciben sobre las hipotecas y el coste de financiar los préstamos) y que distribuyen entre sus accionistas también en forma de dividendos (El Club de Inversión, 2017).

Este tipo de modelo fue común en los años 60 y 70. Sin embargo, bajo este modelo de negocio surgió el otorgamiento de las hipotecas *subprime*, cuya característica es el préstamo con alto riesgo, lo que produjo un alto nivel de apalancamiento y, como consecuencia, generó la especulación en Estados Unidos que provocó la crisis económica entre los años 2007 y 2008, en la cual se frenó la venta y construcción de viviendas.

- **REIT mixtos o híbridos:** Son los REIT que realizan operaciones de *equity* y crédito, respaldados con garantías hipotecarias; es decir, reparten su cartera de activos entre propiedades e hipotecas.

Los REIT, durante la década del 60 al 90, tuvieron poca acogida por los inversionistas, dado que eran un modelo que no generaba mucha confianza. Sin embargo, el desarrollo de la economía y, por ende, el crecimiento de la demanda laboral hizo que los inversionistas opten por dicho modelo de negocio, ya que se requerían mayores oficinas, las cuales eran arrendadas. Esta situación se evidencia en lo detallado por Geltner, Miller, Clayton y Eichholtz en *Commercial Real Estate. Analysis & Investments*:

Desde la década de 1970 hasta la década de 1980, el empleo en las oficinas del centro de Cincinnati creció sustancialmente. De aproximadamente 24 mil trabajadores de oficinas en edificios de clase A en el centro de Cincinnati en la década de 1970, a mediados de la década de 1980 había 30 mil de esos trabajadores. Este crecimiento en la demanda de uso de oficinas se debió en parte a factores nacionales, como un cambio estructural en la economía de los Estados Unidos (fuera de la fabricación y los servicios) que incrementó el número de empleos de oficinas. El crecimiento también se debió a factores locales, ya que varias empresas nacionales trasladaron sus oficinas centrales de otras ciudades a Cincinnati. Los 30 mil trabajadores a mediados de la década de 1980 ocupaban aproximadamente 5 millones de pies cuadrados (SF) de espacio en una docena de torres de oficinas que generalmente tenían entre 20 y 30 pisos de altura, lo que definía el horizonte de la ciudad. El alquiler promedio que se cobra en estos edificios era de aproximadamente 16 dólares por SF al año (Geltner, Miller, Clayton y Eichholtz, 2007: 5).¹

Entre la década del 90 y la crisis del año 2007

En la década de los 90, cuando muchas personas tenían propiedades embargadas y los bancos no deseaban tener estas propiedades, los REIT aprovecharon su flujo de efectivo para invertir en propiedades de buena calidad a bajo precio. Este momento permitió a los inversionistas lograr comprender mejor el modelo y ver sus beneficios, por lo que este se volvió un modelo de inversión bastante usado hasta la crisis del 2007 (Bermúdez Rodríguez, 2018).

Bajo este modelo de inversión, denominado hipoteca *subprime*, se desarrolló el *mortgage* REIT, en el cual se compraron títulos que contenían las denominadas hipotecas *subprime*, también llamadas hipotecas basura. Estas eran concedidas a personas o empresas con pocos recursos, ingresos bajos o sin ningún tipo de trabajo.

¹ Traducción propia

Los préstamos eran a largo plazo, por lo cual a futuro generarían un alto riesgo. Sin embargo, ello tenía como efecto que las entidades otorguen una alta tasa de interés, lo cual, como consecuencia, genera un mayor retorno al inversionista. El problema surgió cuando las personas que habían adquirido el crédito no pudieron hacer frente a las cuotas de pago, lo que generó que las entidades no pudieran hacer frente a los retornos de los inversionistas.

En consecuencia, producto de la crisis, había oferta de muchas viviendas, pero no demanda para adquirirlas. Los bancos tenían muchos inmuebles que habían recibido mediante dación en pago, por lo que, en el año 2009, se promulgó como un medio para el desarrollo inmobiliario y para poder salir de la crisis producida por las hipotecas *subprime* la utilización de los *equity* REIT. En ese sentido,

la ley estadounidense era bastante flexible con estos modelos, ya que les permite realizar cualquier actividad englobada en el mercado de bienes raíces, razón por la cual permitía el desarrollo de fideicomisos que actuaban en nombre de sus dueños, que eran a su vez las inversiones que adquirirían las unidades del negocio, lo que en el mercado de capitales se llama acciones. Como en los fideicomisos la relación contable de su operación no está enmarcada en los estándares contables comunes, la legislación les permitió descontarse la depreciación como un gasto cuando realmente esto no es una salida de dinero y estaría impactando la utilidad sobre la cual se reparten los dividendos (Bermúdez Rodríguez, 2018: 31).

Teniendo en cuenta lo expuesto, la estructura de los REIT debe cumplir con lo siguiente:

- Debe estar constituida en su mayoría por activos inmobiliarios.
- El 75% de los ingresos debe provenir de ganancias por alquileres.
- Debe contar, por lo menos, con 100 beneficiarios y los 5 más importantes no deben tener más del 50% del total de participación.
- Deben emitir certificados negociables y transferibles públicamente.
- Tienen como obligación distribuir el 90% del ingreso generado, ya sea en forma semestral o anual, siendo esta la condición para evitar el pago de impuestos a las ganancias a nivel de los REIT.
- Las inversiones, en su mayoría, son a largo plazo y se encuentran listadas en bolsa.

En la actualidad, si bien este modelo de negocio es uno de los más desarrollados en Estados Unidos, todavía cuenta con una larga expansión. Aún tiene como punto crítico el acceso al capital para el desarrollo del negocio; no obstante, la implementación de políticas de buen gobierno corporativo ha ayudado al desarrollo e incremento de la inversión.

Esta figura de inversión inmobiliaria está por cumplir sesenta años. Desde su creación, en el año 1960, se ha conformado un sector con 222 emisoras públicas que poseen alrededor de 290 mil propiedades en Norteamérica, cuyo valor asciende a 2 billones de dólares (Santiago, 2018).

En función al desarrollo de los REIT en el mercado norteamericano, de acuerdo a los datos de Nareit, portal web dedicado a publicar información sobre los REIT y los mercados de bienes raíces y capitales de los Estados Unidos, durante el año 2017, la industria REIT generó retornos totales de 9.27%, según el índice FTSE Nareit All US REIT. Esta cifra está muy cerca de su promedio a largo plazo. Desde principios de 1972, cuando se creó el índice de todos los REIT de Estados Unidos, hasta finales del año 2017, el rendimiento total promedió fue 9.72% por año. Esto no debería sorprender, ya que el desempeño del REIT ha sido notablemente consistente: el rendimiento total de este año ha sido bastante cercano al desempeño promedio anual de la industria en los últimos 5 años (9.90%), 15 años (10.62%), 25 años (10.47%), 35 años (9.86%) y 45 años (9.69%) (Case, s/f)

Las condiciones de la oferta son igualmente favorables, el ritmo de las nuevas construcciones ha sido fuerte desde el año 2011, su valor no se ha recuperado completamente al nivel de poco más del 1.5%, el cual era normal antes del colapso de la construcción que comenzó en el año 2008. Al igual que con el crecimiento en el NOI (*net operating income* o beneficio neto después de impuestos), así como el crecimiento del producto bruto interno (PBI), un crecimiento demasiado agresivo en la construcción se volvería "demasiado bueno", pero la actividad de la construcción, de hecho, se ha moderado durante el año 2017, lo que ha reducido las preocupaciones que podrían dar lugar a un problema de exceso de oferta (Case, s/f).

Asimismo, para el 2018, según las bases de Nareit, se han identificado algunos de los REIT con mayor rendimiento al 31 de diciembre de ese año. Estos son los siguientes:

- TIAA-CRED Real Estate Sec Instl (TIREX Real Estate), con un rendimiento de 8.88%.
- AB Global Real Estate Investment II I (ARIIX Global Real Estate), con un rendimiento de 7.06%.
- Cohen & Steers Real Estate Securities I (C SDIX Real Estate), con un rendimiento de 9.93%.
- Invesco China Real Estate ETF (TAO China Region), con un rendimiento de 10.78%.
- Cohen & Steer REIT & Preferred Income (RNP – Allocation – 50% to 70% Equity), con un rendimiento de 11.45%.

En este sentido, se debe tener en cuenta que las condiciones del crecimiento del mercado inmobiliario están relacionadas con la oferta y la demanda; de ello depende el desarrollo de este modelo de inversión (REIT). Asimismo, se debe considerar que el crecimiento del PBI tiene como efecto el crecimiento inmobiliario, dado que la demanda aumenta. En ese sentido, de acuerdo a las estadísticas de Nareit, se estimó que para el 2018 el PBI se mantendrá en un rango de 2.2% y 2.5%.

3.1.1.2. España

El desarrollo de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (Socimi)

Las Socimi tienen como antecedente a las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, las cuales se basan en los fondos de inversión inmobiliaria (FII) y las sociedades de inversión inmobiliaria (SII), cuyos vehículos son similares a los REIT. El objeto de los FII y SII es la inversión en inmuebles destinados para el arrendamiento del mercado residencial y, además, cuentan con un régimen fiscal similar al de los REIT. Sin embargo, estos vehículos no tuvieron mucho éxito. Por ello, en busca de dinamizar el mercado de valores, se implementaron en España las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria, también llamadas Socimi, lo cual corresponde al modelo norteamericano de los REIT. Dichos vehículos de inversión entraron en vigencia, bajo el amparo de la Ley 11/2009, el 26 de octubre de 2009 y tuvieron alta acogida en España, sobre todo por el gran impacto de la crisis que sufrió ese país en el 2008, la cual tuvo como efecto a la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos.

En España se produjo la crisis debido a la burbuja inmobiliaria; es decir, la facilidad de acceso al crédito generó como efecto el incumplimiento de pagos. España era un país en donde primaba la adquisición de viviendas frente al alquiler de las mismas, debido a que el acceso al crédito no era un problema, sobre todo si venía garantizado bajo una hipoteca.

En este sentido, las Socimi son un vehículo de inversión que coadyuvó a salir de la crisis a España mediante la promoción o la adquisición de inmuebles urbanos para el arrendamiento, destinados para vivienda, oficinas, hoteles, entre otros. El desarrollo de las Socimi comprende ciertas particularidades y beneficios que se detallaran más adelante.

La Ley 11/2009 regula a las Socimi

mediante la combinación de un régimen sustantivo específico y un régimen fiscal especial, impulsar el mercado del alquiler en España elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas (Viñuales Sanabria , 2010: 247-248).

Más adelante, tras la crisis del año 2008, el Gobierno español realizó una modificación a la Ley 11/2009 a fin de volverla más atractiva para los inversores. Sin embargo, durante dicho periodo, no hubo inversión en España y no fue hasta el año 2013 en que se convirtieron en vehículos importantes de inversión. Recién en el año 2014 se desarrollan las Socimi más importantes en España.

Las Socimi son sociedades que cotizan total o parcialmente en el mercado de capitales. Se constituyen con un capital mínimo de 5 millones de euros y no pueden exceder de una reserva legal del 20% de su capital social. Asimismo, las Socimi deben invertir el 80% de sus activos en inmuebles urbanos destinados para el arrendamiento, deben mantener al menos un régimen de alquiler durante tres años y no tienen restricciones de apalancamiento.

Del mismo modo, en relación a los beneficios obtenidos, los dividendos deben ser repartidos de la siguiente manera (Botanch, 2010):

- El 80% de los beneficios que provengan de los arrendamientos o de actividades accesorias.
- El 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y participaciones, una vez cumplidos los plazos de mantenimiento.
- El 100% de los beneficios provenientes de dividendos o participaciones en beneficios de otras Socimi u otras sociedades dedicadas a las mismas finalidades.

Las Socimi presentan un régimen especial en tributación. Sus beneficios no están sujetos a impuestos, es decir,

este régimen especial de tributación fija un 0% en el Impuesto de sociedades, es decir, no se tiene que pagar este impuesto. Aunque no se pague este impuesto, la sociedad tendrá que pagar un 19% de impuestos, cuando los socios con una participación igual o superior al 5% que perciban dividendos tributen a un tipo menor al 10%” (Utrilla Catalán, 2016: 32).

A diferencia de otras sociedades que pueden compensar resultados negativos con positivos de años posteriores, las Socimi no tienen derecho a ello, ya que tributan al

0%. Además, al gozar de este régimen, no se les puede aplicar ninguna deducción que se establezca en el impuesto de sociedades (Utrilla Catalán, 2016).

Asimismo, las Socimi cotizan obligatoriamente en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) o en mercados regulados.

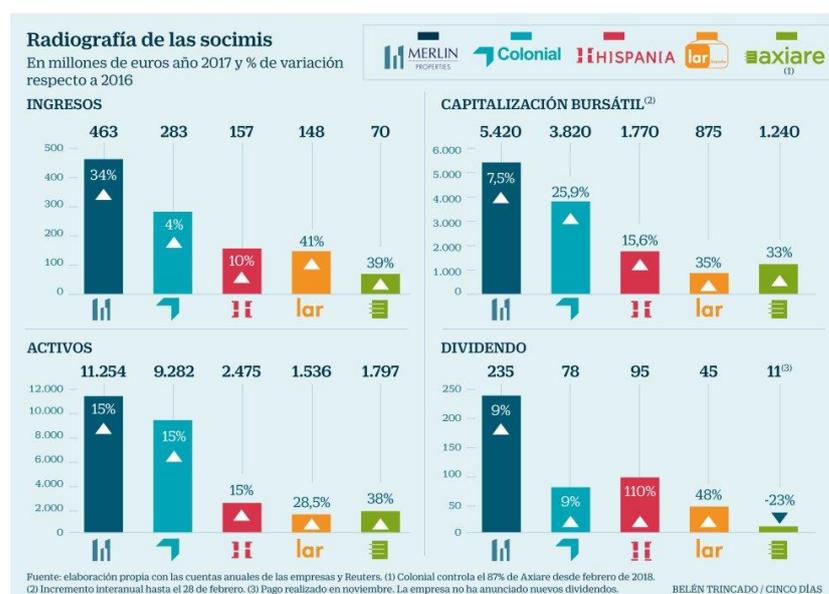
Las Socimi son vehículos de inversión muy utilizados en España. En este sentido, han logrado su propósito, el cual fue dinamizar el mercado inmobiliario y convertirse en un atractivo vehículo de inversión.

Jaime Montalvo, director de proyectos de ICEX - Invest in Spain, manifiesta que “las cifras de inversión en el sector inmobiliario se han triplicado en los últimos años, aportando la misma cantidad al PIB del país... durante el 2017 se produjo una inversión en España de entre 11.000 y 13.000 millones de euros” (Zorrilla, 2018: párr. 3).

Según los datos oficiales del Instituto Nacional de Estadística (INE) de España, el PIB de ese país creció un 3,1% durante el año 2017, lo que supone su cuarto año seguido de crecimiento. Esta cifra, junto a la reducción de la tasa de desempleo en 471 mil personas durante ese mismo año, ha provocado que la economía española esté viviendo una recuperación más que notable, la cual también se refleja en el sector inmobiliario (Zorrilla, 2018).

A continuación, se puede observar el desarrollo, en el año 2017, de cada una de las sociedades que ha utilizado las Socimis como vehículo de inversión:

Figura 3.1. Indicadores de las Socimi



Fuente: Trincado, 2018

De acuerdo con los resultados para el año 2017, bajo las Socimi hay un valor de propiedades que asciende a 26.334 millones de euros (activos).

La mayor de ellas sigue siendo Merlin Properties, que ayer [28 de febrero de 2018] presentó resultados del año 2017. Controla activos por 11.254 millones (un 15% más que el año anterior) y obtuvo unos ingresos de 463 millones (34% más). Respecto al beneficio, alcanzó los 1.100 millones, más del doble que el año anterior ya que se contabiliza aspectos como la revalorización de activos. Respecto al resultado neto recurrente (más comparable respecto a los ingresos) llegó a los 289 millones (31%).mayor). Merlin anunció la estimación de la retribución al accionista para el año 2018, que será de 50 céntimos por acción, un 9% mayor, o 235 millones en total (Ruiz, 2018: párr. 3).

Respecto al año 2018, las cosas no han cambiado. Las Socimi son un modelo de negocio que incentiva la inversión y, por ende, el crecimiento económico en España. De acuerdo a lo expresado por Alfonso Simón Ruiz, Testa Residencial, una de las más grandes inmobiliarias en España, entre los periodos mayo y junio del 2018 planeó su estreno bursátil. Testa aprovechó su debut bursátil para lanzar una oferta pública de venta (OPV) de más del 50% del capital, con lo que los bancos accionistas podrán desinvertir, según fuentes del mercado. Para esta operación, la inmobiliaria cuenta con Goldman Sachs, JP Morgan, Credit Suisse y Santander como asesores (Ruiz, 2018).

Finalmente, considerando los beneficios tributarios que presentan las Socimi, se puede sugerir que este modelo de negocio ha alcanzado una gran acogida en el mercado español y, a su vez, que las Socimi requieran la cotización en bolsa brinda al inversionista una mayor transparencia y seguridad en el manejo de su inversión.

3.1.1.3. Chile

En el año 2005, en Chile, se creó la Asociación Chilena Administradora de Fondos de Inversión (Acafi) con la finalidad de promover la generación de climas adecuados para que los negocios e inversiones contribuyan al desarrollo de ese país. Dentro de esta asociación están incluidos los fondos de inversión inmobiliaria. Acafi tiene cuatro tipos distintos de fondos inmobiliarios (rentas, desarrollo, plusvalía y mixto). En relación a los de renta inmobiliaria, tienen como política de inversiones invertir en bienes raíces constituidos o por constituir arriendo (Acafi, 2017).

Es así que en el año 2011 los fondos de inversión inmobiliaria inician sus operaciones en Chile y se vuelven una de las más eficientes alternativas de inversión inmobiliaria. Por tal motivo, se realizaron reformas tributarias para incentivar las inversiones en inmuebles, puesto que se pagaba un impuesto mayor cuando una persona era propietaria de más de dos inmuebles. Estos fondos han destinados sus inversiones mayormente a oficinas y centros comerciales (Equipo El Mercurio Inversiones, 2014).

Asimismo, el artículo 31 del Decreto Supremo N° 864 establece que los fondos de inversión inmobiliaria deben distribuir anualmente como dividendo en dinero por lo menos un 30% de los beneficios recibidos durante el ejercicio. Sin embargo, algunos fondos de inversión inmobiliaria, como SURA, han optado por distribuir el 100% del monto susceptible de distribuir de acuerdo a lo establecido en el reglamento interno del fondo.

Por otro lado, según Eduardo Palacios, director y presidente de la Comisión Inmobiliaria de Acafi, en septiembre del 2017, luego de la aprobación de la Ley Única de Fondos, los fondos de renta inmobiliaria alcanzaron la cifra de 1,689 millones de pesos en activos administrados a diciembre del 2016. Estos fondos son atractivos no solo por su rentabilidad, sino porque sus activos se encuentran diversificados tanto por zona geográfica, tipo de activo y arrendatario.

Asimismo, se destaca la incursión de las AFP en este tipo de fondos de inversión inmobiliaria, debido a la Ley de Productividad promulgada en el año 2016, lo que significa un gran avance para la industria de los fondos de inversión, dada la rentabilidad de las pensiones de los chilenos y dado que para la economía en general representa una posibilidad de gran crecimiento (Prensa Real Estate, 2017).

Desde el mes de marzo de 2017 hasta el mes de marzo de 2018, el patrimonio administrado por los fondos inmobiliarios subió un 20%. De acuerdo con BTG Pactual Chile Asset Management, el éxito de estos fondos se debe a que los bienes que los integran son inmuebles y estos generan un mayor valor para el inversionista (Brion Cea, 2018).

Según Bernardo Dominichetti, gerente de inversiones inmobiliarias de Banchile AGF, ha habido aumentos en el mercado inmobiliario de Chile y estas inversiones ofrecen retornos mayores al resto de inversiones que se ofrecen en Chile (Brion Cea, 2018).

El fondo de inversión inmobiliaria de SURA tuvo como resultado al cierre del año 2017 una rentabilidad acumulada en los 36 de 33.3% (incluidos los dividendos).

En noviembre del 2017, se aprobó en Chile una norma que permite que las AFP puedan invertir en los fondos de renta inmobiliaria, lo cual permite que las AFP puedan invertir en fondos que vienen teniendo una alta rentabilidad e inversiones diversificadas, lo que los ha convertido en fondos de rentabilidad estable. Esto les permite a las AFP no tener tanta volatilidad en su rentabilidad mensual. Con la finalidad de obtener los resultados esperados con estas nuevas inversiones, las AFP buscarán a los mejores gestores inmobiliarios, debido a que una mala elección del proyecto podría generar que los precios de los arriendos caigan (El Mercurio, 2017).

La evolución que han tenido las ampliaciones de inversiones de las AFP ha permitido que puedan incursionar en nuevos fondos de inversión, incluidos los de renta inmobiliaria. Un aspecto favorable de estos fondos para las AFP es que son a largo plazo y están bien posicionados. Por ello, los fondos de pensiones a nivel mundial están invirtiendo en este tipo de fondos (Fondo de Inversión Banchile Rentas Inmobiliarias, 2017; Equipo El Mercurio Inversiones, 2014; Brion Cea, 2018).

3.1.1.4. Colombia

Debido al éxito de los resultados obtenidos por los REIT en Estados Unidos, en el año 2007 se promulgó el Decreto N° 2157, el cual fomenta la creación de carteras colectivas. Esto dio pie a la creación de las primeras carteras colectivas inmobiliarias en Colombia.

En el año 2011, se empiezan a desarrollar los fondos de inversión inmobiliaria en Colombia, impulsados por una reforma normativa en el año 2010 a través del Decreto Legislativo N° 2555 (publicado el 15 de julio de 2010). Dicho decreto regula las titulaciones inmobiliarias, las que, a su vez, abarcan las operaciones de estos fondos de inversión (Velasco, 2016; Santana Vilorio, 2015).

Los referidos títulos son inscritos en el Registro de Valores y Emisiones, el cual es administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia, y son negociados en la Bolsa de Valores de Colombia.

Los entes controladores en Colombia de los fondos de inversión inmobiliaria son la Superintendencia Financiera de Colombia, respecto de los emisores de valores, quienes controlan el ejercicio de la actividad de la emisión, así como el impacto del desarrollo de esta actividad, y la Bolsa de Valores de Colombia, encargada de supervisar que cumplan con el Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia.

Los fondos de inversión inmobiliaria son evaluados por clasificadoras de riesgos y estas evaluaciones deben ser actualizadas cada vez que un fondo emita nuevos títulos (PEI, s/f).

La empresa más representativa en fondos de inversión inmobiliaria en Colombia es Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI), la cual permite a diversos inversionistas formar parte de inversiones diversificadas de inmuebles que generan renta. Esta empresa, así como las demás que incursionaron en los REIT en Colombia, se beneficiaron con las normas adoptadas referentes al impulso de los fideicomisos, lo cual es una herramienta que genera confianza en el inversor.

El PEI, en el 2007, tuvo 24 inversores, mientras que, al 2015, esta cifra se incrementó hasta los 1,258 inversores. El 61.1% de los recursos obtenidos provienen de las AFP colombianas; el 13.3%, de personas naturales; el 13%, de personas jurídicas; el 10.8%, de aseguradoras; y el 1.9%, de otras instituciones. La rentabilidad de los inversores promedio de los últimos diez años fue de 6.7% anual y el promedio del 2017 fue de 9.43% anual; esta última cifra está compuesta por 4.92% de los flujos y 4.51% por la valorización del título asociado.

El administrador inmobiliario de los inversionistas del PEI, entre otras funciones, debe informar a los inversionistas del progreso de los títulos.

En mayo de 2018, se reportó la rentabilidad de los fondos de BTG Pactual (7.68%), Credicorp Capital (8.83% y 10.25%) y Fiduciaria Old Mutual (7.28%).

Figura 3.2. Fondos de inversión inmobiliaria en Colombia

FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA				
RIESGO MODERADO	Nombre del Fondo	Características	Montos mínimos - Inversionistas	Comisión
BTGPactual Rentas Inmobiliarias	Fondo de inversión colectiva cerrado	<ul style="list-style-type: none"> ● Inversión a largo plazo ● Activos inmobiliarios en Colombia ● Potencial de generación de flujos de caja a través de su explotación a cualquier título 	Comunes: 2 SMLMV	2%
			Especiales: 750 SMLMV	1,50%
			Clase I: 75.000 SMLMV	1,50%
CREDICORPcapital Inmoval	Fondo de inversión colectiva cerrado	<ul style="list-style-type: none"> ● Bienes inmuebles comerciales: oficinas, locales, hoteles, bodegas, etc. Susceptibles de ser alquilados desde su adquisición. ● Inversión a largo plazo 	\$10.000.000	2%
			Inmoval Desarrollos Inmobiliarios	<ul style="list-style-type: none"> ● Fondo de inversión colectiva cerrado ● Compra de lotes y participaciones de capital en proyectos de construcción de vivienda de estratos medios y bajos ● Inversión a largo plazo
OLDMUTUAL Comprar para arrendar	Fondo de inversión colectiva cerrado	<ul style="list-style-type: none"> ● Inversión a largo plazo ● Activos inmobiliarios / proyectos por construir con generación futura de cánones de arrendamiento 	\$20.000.000	1,5%
INVERLINK Estructuras inmobiliarias	4 compartimentos: 3 de desarrollo y 1 de activos estabilizados	<ul style="list-style-type: none"> ● Oficinas, comercio, bodegas ● Inversión a largo plazo 	600 SMLV	1,17%

Fuente: BTG Pactual, Credicorp Capital, Old Mutual, Inverlink Gráfico: LR-GR

Fuente: Pineda Acuña, 2018

De acuerdo con Velasco (2016), presidente de la fiduciaria Bancolombia, se deben mejorar tres aspectos en lo referente a los fondos de inversión inmobiliaria, los cuales son los siguientes:

- Mejorar la normativa para que exista una sola reglamentación (respecto a temas de contabilidad, valoración, mecanismos de liquidez, etc.).

- Creación de normas que permitan una mayor eficiencia en el desarrollo del mercado secundario, lo que permite que mejore la liquidez para el beneficio de los fondos inmobiliarios.
- Que la valoración de los fondos de inversión inmobiliaria tenga mejores herramientas para que sean más claros y, de esa manera, se pueda tener una aprobación más rápida por parte del regulador.

Asimismo, es preciso mencionar que aún falta que se regule sobre los aspectos importantes relacionados al FIBRA, así como los referidos a temas contables, liquidez y apalancamiento, entre otros. Del mismo modo, este país está evaluando cómo pueden participar los FIBRA en mercados secundarios, lo cual también debe estar regulado.

3.1.1.5. México

El sector inmobiliario, en los últimos años, ha experimentado un rápido crecimiento, debido a las reformas legales que han creado los medios para ello a través de incentivos fiscales atractivos para los inversionistas. Una de las reformas legales más relevantes vinculadas al sector inmobiliario ha sido la creación de los FIBRA (Serrano-García, Rodríguez-García, Méndez-Sáenz y Treviño-Saldívar, 2016).

Una FIBRA puede poseer y operar inmuebles (centros comerciales, edificios corporativos, naves industriales, almacenes, hoteles, etc.) destinados al arrendamiento o a la adquisición del derecho de arrendamiento. Cuenta con una diversificación amplia por zona geográfica y tipo de inmueble para quienes buscan invertir en el mercado de bienes raíces (Serrano-García, Rodríguez-García, Méndez-Sáenz y Treviño-Saldívar, 2016: 405).

Este vehículo o instrumento de inversión permite financiar activos mediante la emisión de certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios (CBFI) y su listado en la Bolsa Mexicana de Valores.

Hasta antes del 2008, el sector inmobiliario se encontraba en desventaja, debido a que era totalmente dependiente del inversionista extranjero, debido a que los fondos

de capital privado provenían del exterior. Su fragilidad y dependencia se demostró con la crisis surgida en ese año.

Francisco Gil Díaz, secretario de Hacienda, en el año 2003, pudo observar que los REIT, en Estados Unidos, eran una forma de democratizar la inversión del sector inmobiliario. Por tal razón, generó el impulso necesario para introducir la primera legislación en temas de FIBRA, lo que llevó a realizar ciertas modificaciones en la Ley del Impuesto sobre la Renta, específicamente, en el artículo 223, que da origen a los FIBRA, y en el artículo 224, el cual los regula. Dichas modificaciones se realizaron en el año 2004 (Serrano-García, Rodríguez-García, Méndez-Sáenz y Treviño-Saldívar, 2016).

Los FIBRA aparecieron en su primera oferta pública con Fibra Uno, que contaba con 16 inmuebles, la cual fracasó por cuestiones de mercado. Se retiró la oferta de manera temporal, lo cual llevó a una segunda oferta, la que se logró colocar de manera exitosa, debido a las modificaciones diseñadas en ese entonces.

Apenas unos meses después de colocada, Fibra Uno comenzó a operar muy bien: pagaba sus dividendos trimestrales y el certificado se podía comprar y vender sin ningún problema en el mercado, tal como se había anticipado (Serrano-García, Rodríguez-García, Méndez-Sáenz y Treviño-Saldívar, 2016). Todo funcionó a la perfección. Después vino el crecimiento con la compra de inmuebles que fueron pagados con certificados, lo que mostró un mercado inmobiliario más ágil, líquido y con pago de dividendos. Así, se empezó a dibujar la historia de Fibra Uno como el consolidador de los inmuebles en arrendamiento de México y del instrumento FIBRA como algo extraordinariamente innovador, que cambió la perspectiva sobre el sector inmobiliario (Serrano-García, Rodríguez-García, Méndez-Sáenz y Treviño-Saldívar, 2016).

“La inversión en bienes raíces ha demostrado ser muy redituable en México. Desde su surgimiento en 2011, los Fibras han redituado 150%, mientras que el rendimiento de la bolsa mexicana en el mismo periodo fue de 50%” (Saucedo de la Fuente, 2018: párr. 1).

De ello, surge la siguiente interrogante: ¿qué distingue a estos instrumentos de inversión?

Estos son destinados al financiamiento para la adquisición y construcción de inmuebles, los cuales tienen como finalidad su arrendamiento o adquisición del derecho a recibir ingresos producto del arrendamiento.

Son considerados instrumentos híbridos, ya que su rendimiento es producto del arrendamiento (deuda), así como del rendimiento variable producto de la plusvalía obtenida a través del tiempo de los inmuebles (capitales).

Estos vehículos de inversión tienen su origen en los REIT de Estados Unidos, los cuales funcionan desde 1960 y fueron creados por el Congreso de ese país con el fin de dar a los inversionistas la oportunidad de invertir en portafolios de bienes raíces.

En México, la primera oferta pública de un FIBRA se realizó en el 2011, Fibra Uno, como ya se indicó anteriormente. En la actualidad, existen 14 FIBRA, aproximadamente, tras la incorporación de Fibra Plus en el 2016 y de Fibra Educa, del sector educativo, en junio de 2018.

Es preciso considerar los siguientes aspectos, a fin de analizar el reciente desempeño de los FIBRA de México:

- Aparte de verificar la evolución del precio de cotización de estos instrumentos, se deben considerar los dividendos (están obligados a distribuir al menos una vez por año a los tenedores 95 % del resultado fiscal neto).
- Asimismo, se encuentran exonerados de pagar el impuesto a la renta (ISR).

Estos factores hacen de los FIBRA un instrumento de inversión atractivo, cuyo rendimiento ha sido muy superior al de la Bolsa Mexicana de Valores.

Figura 3.3. Rendimiento FIBRA vs. IPC (índice de precios al consumidor)

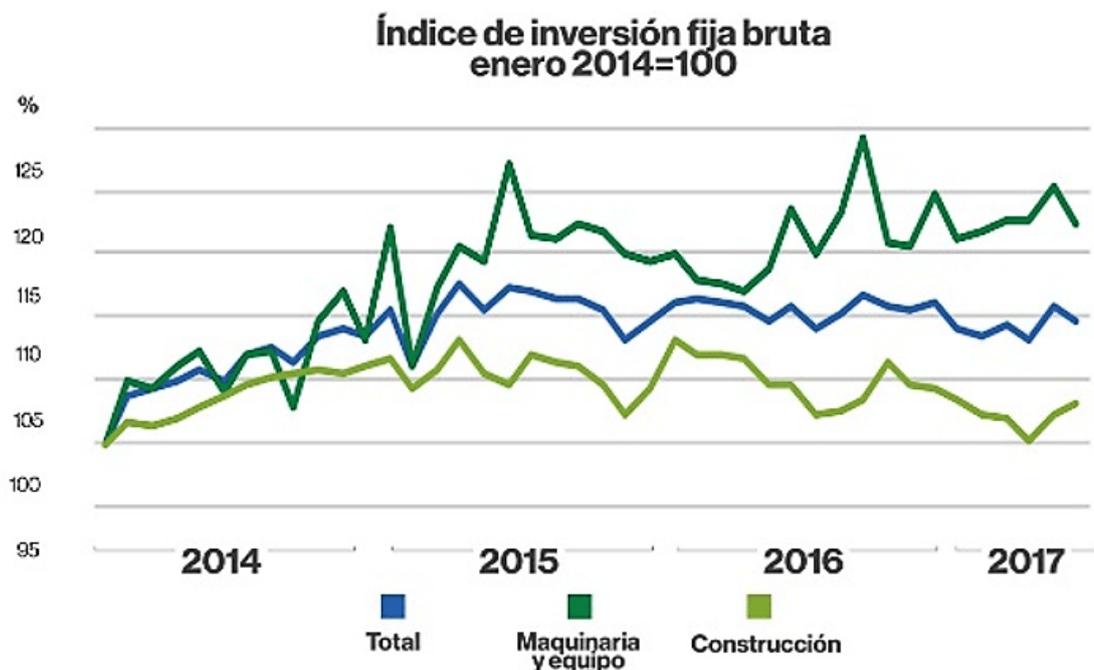


Fuente: Inegi, 2018

Un mercado de FIBRA maduro muestra un fuerte incentivo para el desarrollo inmobiliario del país, expande la flexibilidad de los financiamientos e incrementa las áreas de negocio en diversos sectores inmobiliarios y de arrendamiento, debido a que aumentan los recursos provenientes de la inversión. Asimismo, representa una opción adicional para diversificar sus portafolios de inversión (Saucedo de la Fuente, 2018).

Como instrumento de diversificación, los FIBRA se enfocan en diferentes segmentos del sector inmobiliario. Por ello, presentan comportamientos mixtos en el rendimiento que otorgan. Por este motivo, el inversionista debe realizar un análisis detallado de cuál será la mejor opción para incluir en su portafolio (Saucedo de la Fuente, 2018).

Figura 3.4. Índice de inversión fija bruta



Fuente: Saucedo de la Fuente, 2018

En el año 2017, la inversión fija bruta quedó rezagada a tasas muy inferiores a las necesarias para que México incremente su capacidad productiva. Si bien la inversión en maquinaria y equipo ha crecido 17.3% desde el año 2014, la construcción tan solo lo ha hecho en 3.2% (Saucedo de la Fuente, 2018).

Algunas causas de ello son la falta de disponibilidad y acceso a recursos financieros por parte del sector privado. Pese a la reforma financiera, no se ha logrado un crecimiento en el crédito privado dirigido a la inversión (Saucedo de la Fuente, 2018).

Los FIBRA, para un panorama de inestabilidad, constituyen una alternativa atractiva, capaz de revertir las tendencias negativas.

El tipo de cambio, las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y el alza en las tasas de referencia decretadas por el Banco de México son factores que han impactado en el valor de estos vehículos de inversión

dedicados preponderantemente a la adquisición o construcción de bienes inmuebles para su arrendamiento (Del Barrio, s/f).

No obstante, las FIBRAS pueden ser uno de los instrumentos de inversión más defensivos que actualmente tiene el mercado, pues independientemente de las circunstancias externas de volatilidad –que no en todos los casos están asociadas a factores de los propios activos que componen el patrimonio de estos fideicomisos–, son vehículos que tienen la particularidad de recibir flujos constantes de recursos, por los compromisos de arrendamiento de mediano y largo plazos que tienen adquiridos con sus inquilinos (Del Barrio, s/f: párr. 2).

Son inversiones que funcionan y operan bajo un esquema híbrido, debido a que reciben dividendos periódicos producto de sus flujos operativos, lo cual los asemeja a una inversión de renta fija. Sin embargo, tienen un factor variable, que viene representado por el valor de mercado de sus certificados de participación, cuyo comportamiento debiera regirse por la plusvalía o minusvalía del portafolio de activos inmobiliarios que cada FIBRA posee (Del Barrio, s/f).

Como sucedió con los REIT, los FIBRA norteamericanos, durante la crisis del 2008, la historia demuestra que los FIBRA son capaces de revertir la tendencia negativa que puede existir en los precios de sus títulos y convertirse en una inversión con interesantes rentabilidades (Del Barrio, s/f).

Por ello, debido al constante aumento que el Banco de México ha venido efectuando a las tasas de interés de referencia, sumado a la volatilidad del tipo de cambio, se ha generado un alza inflacionaria que puede afectar el desenvolvimiento de los FIBRA, lo cual puede representar una oportunidad para mejorar su rendimiento (Del Barrio, s/f).

Los contratos de arrendamiento establecen factores de ajuste a las rentas que se basan en los factores inflacionarios o, incluso, existen componentes de rentas variables que tienen mejores desempeños precisamente por un mayor consumo (Del Barrio, s/f).

En la actualidad, los FIBRA que mayores sobresaltos han experimentado son los especializadas en el sector industrial. Una de las razones de ello es que estos

fideicomisos tienen celebrados la mayoría de sus contratos de arrendamiento en dólares; por tal motivo, la volatilidad en el tipo de cambio impacta de manera directa en la generación de flujo de corto plazo (Del Barrio, s/f).

Sin embargo, se considera que son condiciones que deben revertirse, por lo que debe efectuarse un análisis más detallado y robusto de las alternativas de inversión (Del Barrio, s/f).

3.2. Microentorno

El FIRBI y FIBRA son instrumentos financieros que han sido implementados en el mercado bursátil peruano teniendo como guía el funcionamiento de los REIT en Estados Unidos y los FIBRA en México. Bajo dichos lineamientos, la SMV, en el mes de diciembre del 2014, mediante la Resolución SMV N° 029-2014, creó el nuevo instrumento financiero denominado fondo de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI). Luego, en el mes de diciembre de 2016, a través de la Resolución SMV N° 038-2016, se aprobó la regulación del fideicomiso de titulización en renta de bienes inmuebles (FIBRA).

Ambos instrumentos tienen como objeto de inversión la adquisición o construcción de bienes inmuebles destinados para el arrendamiento o cualquier otra forma onerosa de cesión en uso, como, por ejemplo, oficinas, hoteles, vivienda, salones de eventos, bienes industriales, entre otras. Bajo este mecanismo de inversión, lo que se busca es dinamizar el mercado inmobiliario y, a su vez, canalizar la inversión de los inversionistas institucionales e inversionistas retail, con lo que se obtendrían beneficios para ellos con una rentabilidad fija.

Sobre la base de lo expuesto, se debe considerar como objeto de análisis de la presente investigación el desarrollo del mercado de capitales en el Perú, ya que el desarrollo mismo promueve la inversión y, a su vez, genera un mercado no estático y líquido. Sin embargo, en comparación con los mercados de otros países, como

México, Chile o Colombia, el mercado de capitales peruano es mucho menos desarrollado.

3.2.1. Contexto Local

Para Marco Antonio Zaldívar (s/f), presidente de Bolsa de Valores de Lima (BVL), el mercado de capitales debe proveer los instrumentos financieros para que las empresas, sin importar su tamaño, nivel de desarrollo ni su sector, puedan obtener financiamiento en condiciones competitivas para poder operar, crecer y desarrollarse. Asimismo, un mercado de capitales debe canalizar los ahorros a largo plazo de los individuos y las empresas con una rentabilidad que compense el tiempo y riesgo de la inversión (Zaldívar, s/f).

En ese orden de ideas, la aplicación de los FIRBI y FIBRA busca desarrollar el mercado de capitales e incentivar al inversionista al disminuir el riesgo de sus inversiones; es decir, asegura el retorno de la inversión realizada.

En consideración al microentorno, se deben tener en cuenta ciertos criterios que influyen en él, como, para el presente caso, que existan inversionistas dispuestos a invertir en el desarrollo de un FIRBI y un FIBRA. Para ello, se tienen en cuenta los siguientes criterios:

- **Culturales:** Enfocados al desarrollo del mercado de capitales para que las personas involucradas se atrevan a invertir cada vez más en este.
- **Políticos:** Dependen de los cambios y disposiciones que existan en el Gobierno, el cual debe plantear normas que regulen el régimen de un FIRBI y un FIBRA de manera estable. Todo cambio debe ser en búsqueda de mejoras en el desarrollo de dichas estructuras y protección al inversionista, con lo cual se busca la seguridad de la inversión y la transparencia en la información, dado que se trata de un mercado regulado.

- **Económicos:** enfocados al desarrollo del mercado de capitales, y, en concreto, al desarrollo y estabilidad del mercado inmobiliario, en donde se buscan incentivos que permitan que la inversión se efectúe.
- **Tecnológicos:** enfocados a los mecanismos que puedan brindar seguridad y desarrollo en el mercado de capitales, como nuevos sistemas o programas que permitan guardar la información y estructura de cada FIRBI o FIBRA, considerando la implementación de softwares que puedan sistematizar la estructura de cada uno de estos instrumentos.

Asimismo, se debe considerar la posibilidad de desmaterializar los certificados de participación a través de la BVL, lo cual brinda seguridad y veracidad en la existencia de la inversión realizada en un FIRBI o un FIBRA, y permite, a su vez, la volatilidad del mercado.

Del mismo modo, se deben tener en cuenta otros factores para el desarrollo de un FIRBI o FIBRA:

- **Mercado:** Se debe contar con un mercado que brinde seguridad al inversionista, con acceso a la información de manera oportuna, con una supervisión constante de parte del regulador (SMV), y regulado bajo normativas claras y precisas.
- **Proveedores:** Alude a los terceros que intervienen en la ejecución de cada FIRBI o FIBRA, los que pueden ser las empresas de construcción de las edificaciones, así como los administradores o miembros de los comités de administración. En este sentido, se evalúa la capacidad de los mismos en función a la experiencia y estudios que tengan sus integrantes, así como su prestigio en el rubro.
- **Intermediarios:** Se consideran a los gestores de inversión, que son las personas capacitadas para captar inversionistas.
- **Competencia:** Se produce entre las sociedades administradoras de inversión y las sociedades tituladoras. El desarrollo y prestigio en el mercado de las mismas llevará a los aportantes y originadores a recurrir a ellas, y determinará la decisión de inversión de cada inversionista.

CAPÍTULO IV. MARCO LEGAL

4.1. Fideicomiso de titulación en renta de bienes inmuebles (FIBRA)

En el año 1996, se promulgó la Ley N° 26702, Ley del Sistema Financiero, que tiene como objetivo principal promover el funcionamiento de un sistema financiero y un sistema de seguros competitivos, sólidos y confiables, que contribuyan al desarrollo nacional. La precitada ley define al fideicomiso como la relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o un tercero, denominado fideicomisario, quien resulta ser el beneficiario del producto del propio fideicomiso (artículo 241).

Mediante el Decreto Legislativo N° 861 se promulgó la Ley del Mercado de Valores (1996), cuya principal finalidad es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista. Para efectos del desarrollo de la presente investigación, es necesario centrarse en el Título XI de la mencionada ley (Normas especiales relativas al proceso de titulación).

Adicionalmente, el 1 de noviembre de 1997, se dictó el Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos, a través de la Resolución Conasev N° 0001-1997, mediante el cual se otorga a los agentes de la economía la posibilidad de optar por utilizar la estructura de titulación que mejor satisfaga sus objetivos y necesidades financieras.

El 22 de noviembre de 2016 se modificó el Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos y el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, a través de la Resolución SMV N° 038-2016-SMV/01. Mediante esta modificatoria se busca promover la constitución de fideicomisos de titulación que emitan exclusivamente certificados de participación colocados por oferta pública

primaria y cuya finalidad sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles destinados a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, denominados FIBRA, para promover el mercado de valores y contribuir, así, con el desarrollo económico del país.

Posteriormente, el 22 de diciembre de 2016, se promulga la Ley N° 30532, Ley que Promueve el Desarrollo del Mercado de Capitales, la cual tiene como propósito otorgar un tratamiento preferencial a los rendimientos de determinados instrumentos financieros a fin de coadyuvar en el desarrollo del mercado de capitales. Esta ley otorga el beneficio de diferimiento del impuesto a la renta al aporte de inmuebles en caso de FIBRA y atribución de renta de 5% para persona natural tanto en certificados de FIBRA como de FIRBI.

El 7 de septiembre de 2017 se aprobó el Reglamento de la Ley N° 30532.

Por otro lado, el Decreto Legislativo N° 1371, emitido el 1 de agosto de 2018, que modifica la Ley N° 30532, tiene como finalidad perfeccionar el tratamiento tributario preferencial aplicable a las rentas de los FIBRA y FIRBI.

Finalmente, el 29 de diciembre de 2018 se modificó el Reglamento de la Ley N° 30532 mediante el Decreto Supremo N° 336-2018-EF.

La Resolución SMV N° 029-2014 contiene las características iniciales del instrumento como fondo.

El Decreto Legislativo N° 1188, aprobado en agosto de 2015, contiene el incentivo tributario para los FIRBI: diferimiento del impuesto a la renta al aporte del inmueble y diferimiento del impuesto de alcabala al FIRBI que compra el inmueble (impuesto municipal).

La Resolución SMV N° 038-2016, aprobada en noviembre de 2016, contiene las características del instrumento como fideicomiso de titulización y consideraciones para el FIRBI.

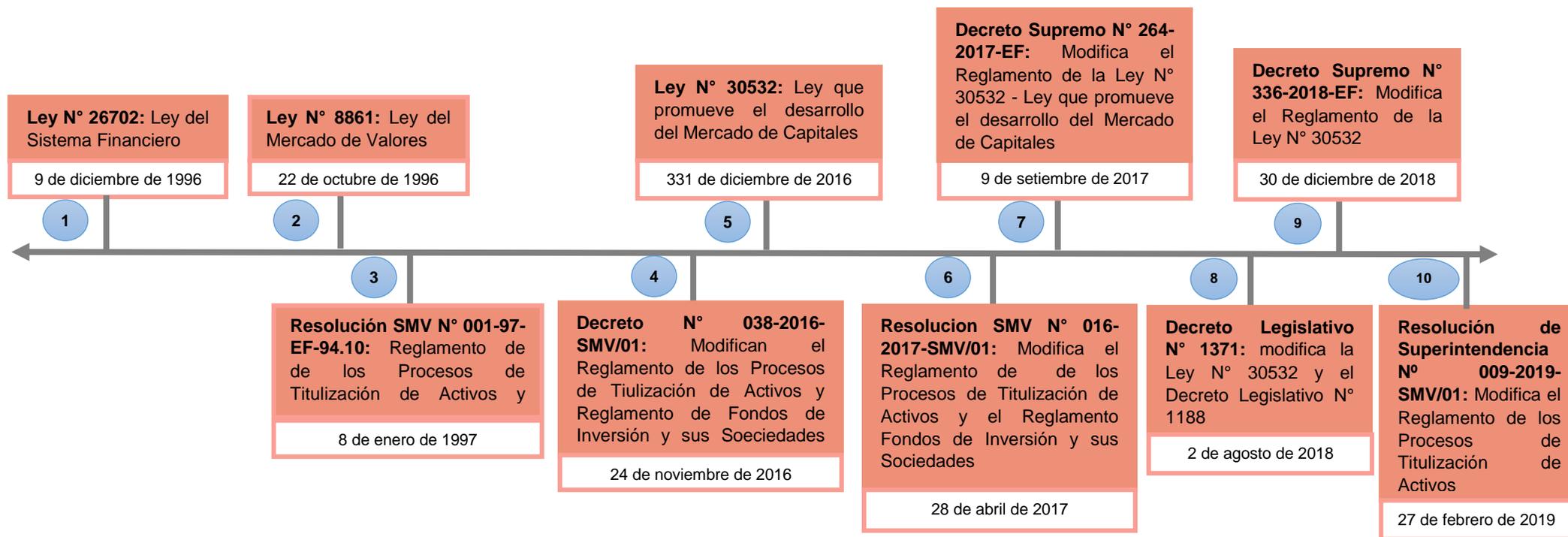
Con el Decreto Legislativo N° 1262 y su Reglamento, aprobados en diciembre de 2016, se incorporan los certificados de FIBRA y FIRBI como instrumentos exonerados del impuesto a la ganancia de capital y no se les exige test de tenencia de menos del 10% para acceder a dicha exoneración, solo contar con cierta liquidez (presencia bursátil).

La Resolución SMV N° 016-2017-SMV/01, aprobada en abril de 2017, realiza precisiones acerca de la regulación de los FIRBI y FIBRA. Entre ellas, introduce el concepto de utilidad neta distribuable, precisa la periodicidad y plazo de la distribución del 95% de las utilidades, define el plazo para cumplir el límite de 70% de inversión del patrimonio del FIBRA o FIRBI, y regula el incumplimiento de ciertos aspectos.

El Decreto Supremo N° 264-2017-EF, referido al Reglamento de la Ley N° 30532, realiza precisiones respecto a la (a) enajenación de los inmuebles transferidos al FIBRA o FIRBI, (b) a la retención definitiva del impuesto a la renta aplicable a las rentas del FIBRA o FIRBI, y (c) al incumplimiento de los requisitos del FIBRA o FIRBI.

La Resolución de Superintendencia N° 009-2019-SMV/01, con el objeto de incentivar el desarrollo de las FIBRA, así como mejorar el funcionamiento y desarrollo de la industria de titulización de activos, se han incorporado diversas modificaciones de aplicación general, destacándose las precisiones realizadas en el acto constitutivo, las obligaciones de las sociedades tituladoras, la información a incluir en el prospecto informativo y los procedimientos de inscripción de programas y valores, entre otros. Asimismo, se incluyó dentro de la referida modificación, título VI que contiene disposiciones aplicables exclusivamente a los FIBRAS, como los requisitos para mantener dicha condición, la estructura organizativa y funciones, y la emisión y colocación de certificados de participación, entre otras disposiciones.

Figura. 4.1. Evolución normativa - FIBRA



Fuente:

Elaboración: Autores de esta tesis

Definición de Términos

Término	Definición	Base legal
Fideicomiso	El fideicomiso es una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del fideicomitente o un tercero, denominado fideicomisario. El patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fiduciario, del fideicomitente, del fideicomisario, y, en su caso, del destinatario de los bienes remanentes. Los activos que conforman el patrimonio autónomo fideicometido no generan cargos al patrimonio efectivo correspondiente de la empresa fiduciaria, salvo el caso en que, por resolución jurisdiccional, se le hubiera asignado responsabilidad por mala administración, y por el importe de los correspondientes daños y perjuicios.	Artículo 241 y siguientes de la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros
Proceso de titulación de activos	Titulación es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores. De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones	Artículo 291 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores

	<p>contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general.</p>	
<p>Fideicomiso de titulización</p>	<p>En el fideicomiso de titulización, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 291. Únicamente las sociedades tituladoras a las que se refiere el artículo siguiente (referido al artículo 302), salvo los supuestos de excepción que establezca Conasev mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulización. La sociedad tituladora, mediante acto unilateral, puede también constituir patrimonios fideicometidos. En virtud de dicho acto, la sociedad se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos para la constitución de un patrimonio fideicometido sujeto a su dominio fiduciario, reuniendo, en tal supuesto, las calidades de fideicomitente y fiduciario. Dichos activos, y los frutos y rentas que se deriven de ellos no podrán regresar al patrimonio de la sociedad tituladora hasta que se haya cumplido con la</p>	<p>Artículos 301 y 302 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores</p>

	finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, salvo que se hubiere pactado en modo distinto.	
Sociedad titulizadora	La sociedad titulizadora es la sociedad anónima de duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de titulización. Además, puede dedicarse a la adquisición de activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores. Excepcionalmente, la sociedad titulizadora puede efectuar las demás actividades que le autorice Conasev. Las sociedades titulizadoras deben incluir en su denominación social la expresión “sociedad titulizadora”.	Artículo 302 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores
FIBRA	El fideicomiso de titulización incluirá la denominación “fideicomiso de titulización para inversión en renta de bienes raíces - FIBRA” cuando emita exclusivamente certificados de participación colocados por oferta pública primaria y la finalidad del patrimonio fideicometido sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, y siempre que se cumplan determinados requisitos.	Resolución N° 038-2016-SMV/01, que incorpora la tercera disposición final en el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos

Resolución SMV N° 038-2016-SMV/01

Mediante la Resolución N° 038-2016-SMV/01, de fecha 22 de noviembre de 2016, se modifican el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos y el

Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, al incorporar como tercera disposición final en el primero de ellos la figura del fideicomiso de titulación en renta de bienes inmuebles (FIBRA).

Según la citada norma, se considera FIBRA cuando se emitan exclusivamente certificados de participación colocados por oferta pública primaria y la finalidad del patrimonio fideicometido sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, y siempre que se cumpla, además, con los siguientes requisitos:

- Al menos el 70% del patrimonio del fideicomiso de titulación debe estar invertido en activos propios a su objeto de inversión y el remanente en depósitos en entidades bancarias, instrumentos representativos de estos o en instrumentos representativos de deuda emitidos por el Gobierno central o por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).
- Los bienes inmuebles adquiridos o construidos por cuenta del fideicomiso de titulación para su arrendamiento o cualquier otra forma onerosa de cesión en uso podrán ser enajenados únicamente después de transcurridos los cuatro ejercicios siguientes a aquel en que fueron adquiridos por el patrimonio fideicometido o en que fue terminada su construcción.
- La sociedad tituladora debe distribuir anualmente entre los fideicomisarios al menos el 95% de las utilidades netas.
- Los certificados de participación deben ser colocados, por oferta pública primaria, por lo menos a diez inversionistas que no sean vinculados entre sí.
- La sociedad tituladora debe designar a una comisión administradora responsable, entre otras labores, de adoptar las decisiones de inversión con los recursos del fideicomiso de titulación. La comisión administradora debe estar conformada por lo menos por tres personas naturales. Los miembros de la comisión administradora deben contar con una adecuada formación académica y profesional.

Cuando el objetivo del fideicomiso de titulización, total o parcial, sea la construcción de bienes inmuebles, dicha actividad debe realizarse necesariamente a través de un tercero.

Los fideicomisos de titulización que no cumplan con todas las características mencionadas no podrán denominarse FIBRA.

Ley N° 30532

La Ley N° 30532, Ley que promueve el Desarrollo del Mercado de Capitales, fue promulgada el 22 de diciembre del 2016. En su artículo 3, señala que si en el acto constitutivo del FIBRA se establece que el bien inmueble transferido no retornará al fideicomitente en el momento de la extinción del patrimonio fideicometido, la transferencia fiduciaria será tratada como una enajenación, debiendo cumplir con las siguientes reglas:

- Se considera que la enajenación se realiza en la fecha en que:
 1. El FIBRA transfiera en propiedad a un tercero o a un fideicomisario el bien inmueble a cualquier título.
 2. El fideicomisario transfiera a cualquier título cualquiera de los certificados de participación emitidos por el FIBRA por la transferencia fiduciaria del inmueble.
- Para efectos del cálculo del impuesto a la renta se considera como valor de enajenación el valor de mercado a la fecha de la transferencia fiduciaria del inmueble al FIBRA y como costo computable el que corresponda a esa fecha. A tal efecto, se considera que el valor de mercado es equivalente al valor de suscripción que conste en el certificado de participación, recibido por la transferencia fiduciaria del bien inmueble
- El fideicomitente no estará obligado a presentar ante notario público el comprobante o el formulario de pago que acredite el pago del impuesto a la renta generado por la transferencia fiduciaria del bien inmueble, como requisito previo a la elevación de la escritura pública de la minuta respectiva a

la que se refiere el segundo párrafo del artículo 84-A de la Ley del Impuesto a la Renta.

- La sociedad tituladora del FIBRA comunicará a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (Sunat), en la forma, plazo y condiciones que se señalen mediante resolución de superintendencia, lo siguiente:
 1. Las transferencias fiduciarias de los bienes inmuebles.
 2. La enajenación o transferencia que efectúe el FIBRA de los bienes inmuebles que fueron transferidos fiduciariamente, así como la transferencia de certificados de participación que efectúen los fideicomisarios fuera de un mecanismo centralizado de negociación.

Por otro lado, el artículo 4 de la precitada ley hace referencia a la atribución del impuesto a la renta. Las rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso de bienes inmuebles, atribuidas a una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal, domiciliada en el país o a una empresa unipersonal constituida en el exterior, están sujetas a una tasa de retención definitiva del impuesto a la renta de 5%. La sociedad tituladora será la encargada de retener el referido impuesto. La aplicación del impuesto a la renta estará condicionado al cumplimiento de determinados requisitos:

Porcentaje de participación	Durante el ejercicio, el fideicomisario y sus partes vinculadas deben tener una propiedad menor al 20% del total de los certificados de participación emitidos por la sociedad tituladora y deben estar respaldados por el patrimonio fideicometido.
Actividades tercerizadas	La actividad de construcción y administración de las actividades

	inmobiliarias debe realizarse a través de un tercero.
Vinculación	<p>No debe existir vinculación entre los fideicomisarios, fideicomitentes, sociedad tituladora, terceros contratados para el desarrollo de la finalidad del FIBRA y miembros de la comisión administradora.</p> <p>Este supuesto no aplica para determinar la vinculación entre los fideicomisarios y fideicomitentes que adquieran la condición de fideicomisarios.</p>

La vinculación a la que se refiere el párrafo anterior se determinará de acuerdo a lo dispuesto por el inciso b del artículo 32-A de la Ley del Impuesto a la Renta. También, habrá vinculación entre cónyuges o concubinos y parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad.

Resolución de Superintendencia N° 00016-2017

El 28 de abril de 2017, mediante Resolución de Superintendencia N° 00016-2017, se modifica el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos y el Reglamento de Fondos de Inversión y Sociedades Administradoras.

Al respecto, la precitada resolución incorporó algunas precisiones a la regulación de patrimonios fideicometidos y fondos de inversión. Estas poseen especial importancia al tener en cuenta las implicancias tributarias que dichas estructuras financieras traen consigo.

De acuerdo a lo anterior, se considera FIBRA solo cuando se cumplen los siguientes requisitos:

1. El requisito referido a mantener el 70% del patrimonio invertido en activos propios a su objeto de inversión será exigible luego de 12 meses de realizada la primera colocación de certificados de participación por oferta pública primaria. Su cumplimiento debe ser informado como hecho de importancia. En caso de no cumplirse con este requisito de inversión dentro del plazo establecido, el fideicomiso dejará de tener la condición de FIBRA de forma inmediata, lo que deberá ser comunicado como hecho de importancia al día hábil siguiente de ocurrido dicho evento.

La sociedad tituladora deberá informar sobre el cumplimiento de dicho requisito en cada oportunidad en la que se encuentre obligada por la normativa a presentar al registro público del mercado de valores los estados financieros intermedios del fideicomiso. En caso de no presentar la información financiera intermedia dentro de los plazos máximos previstos en la normativa, se presumirá que respecto de ese trimestre el fideicomiso no cumple con el requisito. Asimismo, la sociedad tituladora deberá informar como hecho de importancia que el fideicomiso dejó de tener la condición de FIBRA. La pérdida de tal condición será a partir de la fecha máxima prevista en la normativa para la presentación de la referida información financiera intermedia.

2. Los bienes inmuebles adquiridos o construidos por cuenta del fideicomiso de titulización para su arrendamiento o cualquier otra forma onerosa de cesión en uso podrán ser transferidos únicamente después de transcurridos cuatro años contados a partir de la fecha en que fueron adquiridos por el patrimonio fideicometido o en que fue terminada su construcción, según corresponda. La modificatoria agrega que se considera terminada la construcción cuando se haya obtenido de la dependencia municipal correspondiente la conformidad de obra.
3. Se introduce el concepto de “utilidad neta distribuible” en relación a los pagos que se realizan a los inversionistas, lo que se refiere a la distribución de utilidades, en donde se indica que “se debe distribuir el 95% de las utilidades

netas”. El cálculo de la utilidad neta distribuible para efectos de pago de los rendimientos se determinará sobre la base de las partidas del estado de resultados que implicaron un ingreso o salida de efectivo para el fideicomiso de titulización. Las partidas que no hayan sido realizadas al cierre del ejercicio serán reintegradas al cálculo de la utilidad neta distribuible en el ejercicio en que se realicen. Las utilidades que se distribuyan y paguen en exceso de la utilidad neta reportada en el estado de resultados se reconocerán como una cuenta por cobrar a los partícipes bajo el concepto de pago anticipado de rendimientos, la cual será compensada al momento de la realización del activo correspondiente. Dicha distribución y pago deberá realizarse a más tardar el 30 de abril del ejercicio siguiente a aquel en el que se generó tal utilidad neta distribuible.

4. Se amplía el inciso referido a los certificados de participación al señalar que deben ser colocados, por oferta pública primaria, por lo menos a diez inversionistas que no sean vinculados entre sí. Para estos efectos, en caso de adquisición de participaciones a través de cuentas globales, se podrá considerar como inversionistas a los titulares finales de dichos instrumentos. La sociedad tituladora deberá acreditar, en caso de que lo requiera la SMV, que la colocación cumple con el requisito de dispersión. La exigencia descrita no impide los aumentos de capital efectuados por los propios fideicomisarios ni el ejercicio o la transferencia del derecho de suscripción preferente que se pueda derivar de estos aumentos de capital. Cualquier otra oferta primaria de nuevos certificados deberá realizarse por oferta pública y colocarse por lo menos a diez inversionistas que no sean vinculados entre sí.
5. Con respecto a los miembros de la comisión administradora, estos deben contar con una adecuada formación académica y profesional. La formación académica se evidencia con la obtención de un grado académico de nivel universitario, maestría u otro grado superior. La capacidad profesional será acreditada a través de la experiencia profesional, de no menos de tres años, en temas relacionados con las finanzas, gestión de portafolios o en actividades propias de la industria inmobiliaria. La experiencia mínima exigida en cada

caso debe haberse obtenido dentro de los últimos diez años. Para la conformación de la comisión administradora, se requiere que por lo menos uno de sus miembros cuente con experiencia en las actividades de la industria inmobiliaria o en actividades similares.

El incumplimiento de lo previsto en el inciso c, dentro del plazo máximo previsto en dicho inciso, o de lo dispuesto en los incisos b o d conlleva la pérdida inmediata y definitiva de la condición de FIBRA, y deberá ser informada como hecho de importancia.

Reglamento de la Ley N° 30532, Ley que promueve el Desarrollo del Mercado de Capitales, y del Decreto Legislativo N° 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los fondos de inversión en bienes inmobiliarios

El reglamento consta de 7 artículos, 1 disposición complementaria final y 2 disposiciones complementarias modificatorias.

El artículo 2 del precitado reglamento señala que lo dispuesto en el artículo 3 de la ley respecto de la enajenación de inmuebles resulta aplicable siempre que el FIBRA cumpla con los requisitos previstos en la tercera disposición final del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos. Si el fideicomiso de titulización pierde la condición de FIBRA, la enajenación se entiende realizada en el momento que el fideicomitente realizó la transferencia fiduciaria al FIBRA. Asimismo, se considera que la enajenación se realiza únicamente respecto del inmueble que fue transferido fiduciariamente y que el FIBRA transfiera en propiedad a un tercero o a un fideicomisario a cualquier título. Cuando esto último ocurra, la sociedad tituladora del FIBRA deberá comunicar tal hecho al fideicomitente dentro de los cinco días hábiles de ocurrido.

El artículo 4 señala que la retención definitiva de 5% resultará aplicable siempre que el fideicomiso de titulización tenga la condición de FIBRA de acuerdo con la tercera disposición final del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos. La retención definitiva de 5% se aplica únicamente a las rentas por arrendamiento u

otra forma onerosa de cesión en uso de bienes inmuebles que sean atribuidas a una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal, que optó por tributar como tal, domiciliada en el país, o a una empresa unipersonal constituida en el exterior.

Las sociedades tituladoras de los FIBRA abonarán al fisco la retención definitiva de 5% en los plazos previstos en el penúltimo y último párrafo del artículo 73-B, y el artículo 76 de la Ley del Impuesto a la Renta, en la forma y condiciones que establezca la Sunat.

Decreto Legislativo N° 1371, que modifica la Ley N° 30532, Ley que promueve el Desarrollo del Mercado de Capitales, y el Decreto Legislativo N° 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los fondos de inversión en bienes Inmobiliarios

Mediante el Decreto Legislativo N° 1371 se procede a modificar los artículos 3, 4 y 5 de la Ley N° 30532, Ley que promueve el Mercado de Valores.

En primer lugar, en relación a la modificación del artículo 3, se regula que, si en el acto constitutivo del FIBRA se establece que el bien inmueble transferido no retornará al fideicomitente en el momento de la extinción del patrimonio fideicometido, se considerará que hubo enajenación en la transferencia fiduciaria cuando (a) el FIBRA transfiera en propiedad a un tercero o a un fideicomisario el bien inmueble a cualquier título o (b) el fideicomisario transfiera a cualquier título cualquiera de los certificados de participación emitidos por el FIBRA por la transferencia fiduciaria del inmueble.

Por lo tanto, la transferencia no se considerará efectuada para efectos del Impuesto a la Renta en el momento en que se aporta el inmueble al FIBRA. Existe un diferimiento del Impuesto a la Renta.

Para efectos del cálculo del Impuesto a la Renta, la norma considera como valor de enajenación el valor de mercado a la fecha de la transferencia del inmueble al FIBRA y como costo computable, el que corresponde a esa fecha. Esto es beneficioso porque no será considerado el valor que tenga el inmueble al momento que el FIBRA transfiera el bien, ya que, en un escenario favorable, el bien inmueble tendría un mayor valor producto de la inversión del FIBRA.

Cabe resaltar que las tasas del Impuesto a la Renta tanto para Personas Naturales (5%) como Personas Jurídicas (29.5%) no varían, sino sólo el momento de cálculo y pago.

Respecto del Impuesto de Alcabala, el aporte del inmueble al FIBRA no se encuentra gravado, pues este impuesto no grava las transferencias en dominio fiduciario (Villanueva, 2013, p. 277). (Zaldívar Del Águila y Castillo Vigil, 2017: 72)

En segundo lugar, en relación al artículo 4, referido a la retención definitiva del impuesto a la renta aplicable a las rentas por arrendamiento atribuidas por el FIBRA, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) crea un régimen tributario único, a través del cual la mayoría de las ganancias del mercado de capitales pagan un tributo de 5%, lo cual resulta bastante positivo (Zaldívar Del Águila y Castillo Vigil, 2017). El artículo 4 de la Ley N° 30532 establece que las rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso de bienes inmuebles que sean atribuidas a personas naturales, sucesiones indivisas o sociedades conyugales domiciliadas en Perú, así como a empresas unipersonales constituidas en el exterior, estarán sujetas a una tasa de retención del 5% por parte de la sociedad titulizadora. Esto ocurrirá solo cuando se cumplan los siguientes requisitos:

- Durante el ejercicio, los fideicomisarios y sus partes vinculadas deben tener una propiedad menor al 20% del total de los certificados emitidos por la sociedad titulizadora y deben estar respaldados por el patrimonio fideicometido.
- La actividad de construcción y administración de actividades inmobiliarias deberá realizarse a través de un tercero.
- No debe existir vinculación entre los fideicomisarios, fideicomitentes, sociedad titulizadora, terceros contratados para el desarrollo de la finalidad del FIBRA y miembros de la comisión administradora.
- Los fideicomisarios no deben poseer más del 20% del capital del fideicomitente ni de los terceros que realizan las actividades de construcción y administración de inmuebles del FIBRA.

Si no se cumplen los requisitos anteriores, dichos sujetos pagarán una tasa del 29.5% del impuesto a la renta, tal como si fuesen rentas percibidas por una sociedad anónima común.

Decreto Supremo N° 336-2018-EF, que modifica el Reglamento de la Ley N° 30532

Mediante este decreto, se modifican los incisos c y d del párrafo 1.1 del artículo 1 y los artículos 2 al 5 del Reglamento.

Entre las principales modificaciones se encuentra la aplicación de una tasa de retención definitiva de 5% sobre la renta bruta, en el caso de que se trate de rentas de arrendamiento o cesión en uso de bienes inmuebles. Si se trata de sujetos no domiciliados, los requisitos establecidos para aplicar la tasa del 5% deben cumplirse en todo el ejercicio gravable.

Adicionalmente, se establece que en el caso de redenciones o rescates parciales de los certificados de participación emitidos por el FIBRA o FIRBI realizados con anterioridad al cierre del ejercicio, se aplica la tasa de retención definitiva del impuesto a la renta de 5% sobre la renta bruta, siempre que se cumplan determinados requisitos para la retención desde el 1 de enero del ejercicio hasta el momento de la atribución de las rentas.

Asimismo, cuando con posterioridad a las redenciones o rescates parciales o totales se incumpla en el ejercicio alguno de los requisitos antes señalados, el fideicomisario o partícipe queda obligado a abonar al fisco el importe equivalente a la retención que se hubiere omitido realizar, aplicando los intereses moratorios correspondientes. Para tal efecto, la sociedad tituladora del FIBRA o la sociedad administradora del FIRBI deben emitir, a solicitud del contribuyente, el certificado de atribución de rentas brutas, rentas netas, pérdidas e impuesto a la renta abonado en el exterior.

Finalmente, se establece que la retención definitiva del impuesto a la renta aplicable a los ingresos por servicios obtenidos por el factor o adquirente de facturas negociables será de 5%.

Resolución de Superintendencia N° 009-2019-SMV/01, que modifica el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 001-97-EF-94.10

Mediante esta Resolución, se modifican diversos artículos del Reglamento, siendo estos: el artículo 2; el artículo 11; el literal a) del artículo 29; los literales a), c), y d) del artículo 53 y la Tercera Disposición Final, así como también la incorporación del artículo 53-A, el Título VI “Fideicomiso de Titulización de Renta de Bienes Inmuebles – FIBRA” y la Tercera Disposición Complementaria en el referido Reglamento.

Entre las principales modificaciones se encuentra la obligatoriedad de señalar en el documento de acto constitutivo del fideicomiso, cierta información mínima establecida en el artículo 308 de la ley de Mercado de Valores la cual deberán incluir en el prospecto informativo y los procedimientos de inscripción de programas y valores, entre otros. Asimismo, se establece la obligatoriedad de presentar los Estados financieros intermedios y anuales, estos últimos auditados, de la sociedad tituladora y del patrimonio fideicometido.

Del mismo modo, para el caso de los fideicomisos de titulización deberá presentarse información relativa a la designación o cambios de los factores fiduciarios, miembros de la Comisión Administradora, un informe trimestral que contenga los actos en virtud del dominio fiduciario y de los activos del patrimonio fideicometido, y para el caso de FIBRA, deberá adicionalmente dentro del informe señalado anteriormente, consignar la información establecida en el artículo 53-A referida a los certificados de participación y las inversiones propios del FIBRA.

Por otro lado, de acuerdo a la incorporación del TITULO VI “Fideicomiso de Titulización de Renta de Bienes Inmuebles – FIBRA”, se desarrollan y establecen disposiciones aplicables exclusivamente a los FIBRA, como los requisitos para mantener dicha condición, la estructura organizativa y funciones, y la emisión y colocación de certificados de participación.

Estas modificaciones e incorporaciones se han realizado con la finalidad de establecer claramente y resaltar la importancia que significa el desarrollo en la estructura financiera de la FIBRA.

4.1.1. Notas características de un FIBRA

Beneficios de intervenir en un FIBRA

Dotar de liquidez al mercado inmobiliario es beneficioso no solo para el inversionista, sino también para el consumidor final, quien logra acceder a viviendas, comercios e industrias. Contribuye, además, con el crecimiento de las ciudades (siempre que estén acompañados de una política de desarrollo urbano).

En relación a los beneficios que otorga la estructuración de un FIBRA, Alonso Miranda (2017), socio del Estudio Ehecopar, asociado a Baker & McKenzie International, establece lo siguiente:

Por parte del aportante de los activos inmobiliarios que recibe certificados de participación a cambio:

- Permite diferir el impuesto a la renta derivado de la ganancia de capital generada por el aporte hasta que transfiera los certificados recibidos o que el inmueble sea transferido a un tercero.

- Permite diferir el impuesto a la renta derivado de la ganancia de capital generada por el aporte hasta que transfiera los certificados recibidos o que el inmueble sea transferido a un tercero.
- Permite diversificar las fuentes de financiamiento para el desarrollo de sus negocios.
- Permite mantener cierto control sobre el activo inmobiliario transferido, pero en el marco de una estructura legal supervisada y con una estructura de buen gobierno corporativo más adecuada.

Por parte del inversionista:

- Permite diversificar su inversión tomando un riesgo inmobiliario más controlado bajo estructuras confiables, especializadas y supervisadas, y asegurarse un rendimiento más estable.
- Liquidez respecto de su inversión.
- Beneficios tributarios respecto del rendimiento que genere su inversión.

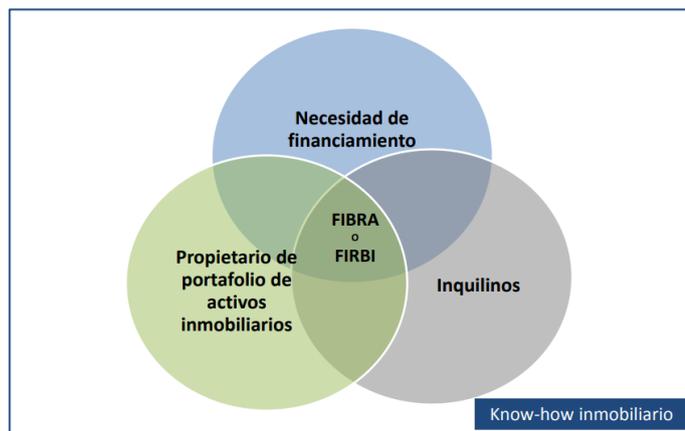
Figura 4.2. Ventajas del FIBRA

Inversionistas	Empresa
Diversificación de activos con altos dividendos	Diversificación de financiamiento
Diversificación de inmuebles	Asignación eficiente de recursos
Liquidez en bolsa	Control potencial de inmuebles vía administrador o gestor
Liquidez con <i>market maker</i>	Liquidez de activos
Distribución de resultados	Oportunidades en sucesiones y ciclo de negocios inmobiliarios
Rendimiento adicional por apreciación de inmueble	Diferimiento del impuesto a la renta
Protección frente a inflación a través de arriendos	Eficiencia tributaria para entidades jurídicas
Aceso al desarrollo de nuevos negocios inmobiliarios	

Transparencia	
Eficiencia tributaria	
Formación de precios	

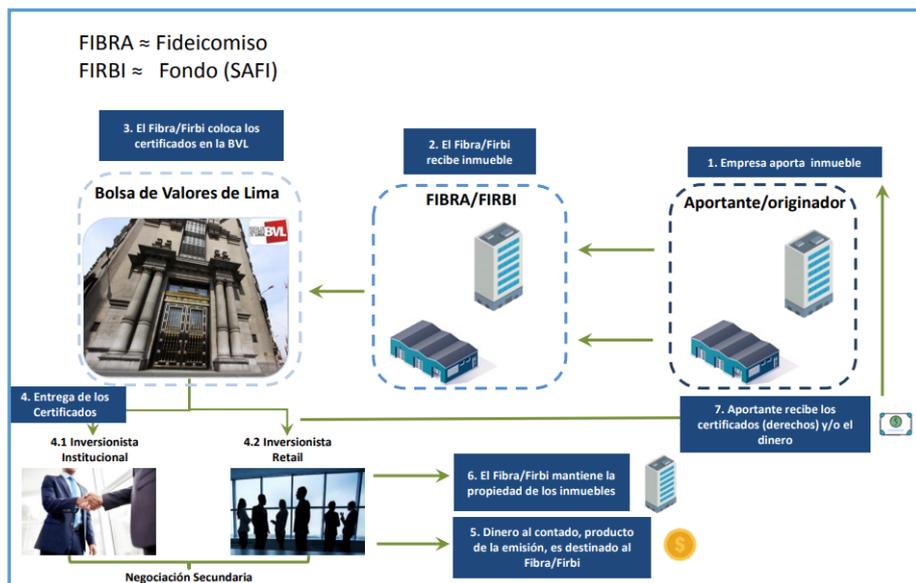
Fuente: Elaboración: Autores de esta tesis

Figura 4.3. Atributos necesarios para incorporar un activo a un FIBRA



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2018

Figura 4.4. Esquema de operación de un FIBRA

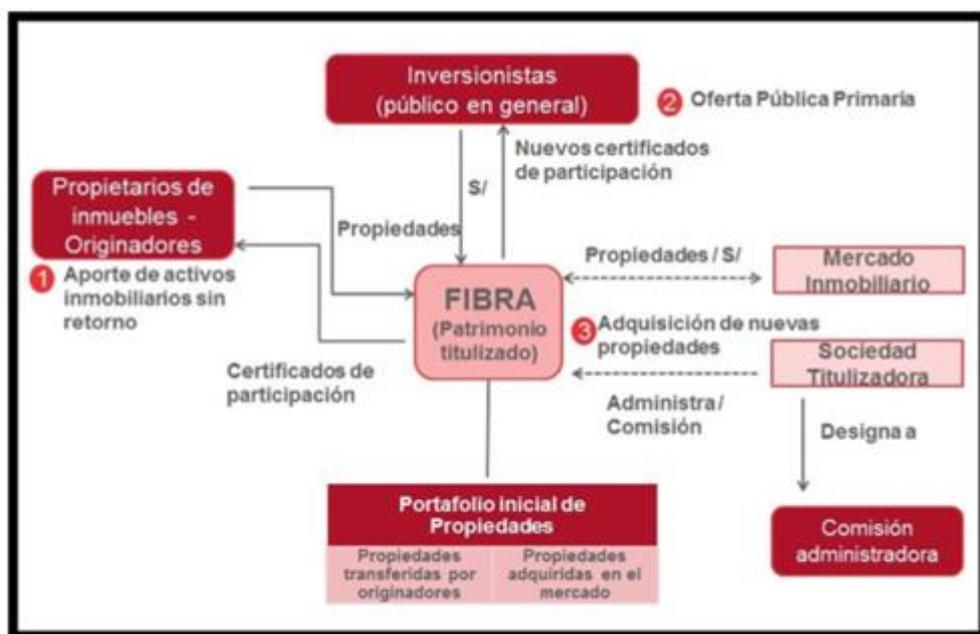


Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2018

Estructura del modelo

- **Forma legal:** Fideicomiso de titulización de activos.
- **Oferta pública:** Sí.
- **Listado:** Ideal.
- **Restricciones a los inversionistas:** Los bienes adquiridos o construidos por cuenta del fondo para arrendar solo podrán ser enajenados transcurridos cuatro ejercicios siguientes a aquel en el que fueron adquiridos o en que fue terminada su construcción.
- **Mínimo de inversionistas:** Diez no vinculados.
- **Actividades calificadas:** Adquisición o construcción de bienes inmuebles para arrendamiento u otra forma onerosa de cesión de uso (mínimo 70% del patrimonio invertido en activos).
- **Gestor interno/externo:** Ambos.
- **Obligatoriedad de la distribución:** 95% de las utilidades netas distribuibles.
- **Tiempo de distribución:** Anual mínimo.
- **Prohibición de construir directamente:** Sí.
- **Cargos de conversión:** No paga alcabala.
- **Transparencia tributaria:** Diferimiento del impuesto a la renta a la ganancia de capital del aporte del fundador (sin retorno) y atribución de renta para la persona natural del 5% (antes 28%).
- **Incentivo *market making*:** Exonerado con formador de mercado.

Figura 4.5. Esquema de FIBRA



Fuente: Miranda, 2017

4.2. Fondo de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI)

Mediante el Decreto Legislativo N° 00862-1996, con fecha 22 de octubre de 1996, se promulgó la Ley de Fondo de Inversión y sus Sociedades Administradoras, la cual tiene como objeto promover el mercado de capitales, y dinamizar el proceso de ahorro e inversión. En este sentido, los fondos de inversión son un patrimonio autónomo, mediante el cual se captan aportes de personas naturales y jurídicas, los cuales son administrados bajo la gestión de la sociedad administradora, la cual identifica las oportunidades de inversión, realización de inversión y gestión de negocio, conforme a la política de inversión de cada fondo de inversión. Asimismo, la captación de aportes puede realizarse por oferta pública o privada, la cual se materializa mediante certificados de participación y puede adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta.

Adicionalmente, con fecha 21 de diciembre de 2014, mediante Resolución de Superintendencia N° 00029-2014, se promulgó el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradora, el cual entró en vigencia a partir del 1 de enero de 2015. Ese establece el régimen aplicable para las sociedades administradoras y para los fondos de inversión colocados mediante oferta pública. Asimismo, contiene las características iniciales del instrumento como fondo.

El 21 de agosto de 2015 se promulgó el Decreto Legislativo N° 1188, el cual contiene incentivos tributarios para la inversión en FIRBI: diferimiento del impuesto a la renta al aporte del inmueble y diferimiento del impuesto de alcabala al FIRBI que compra el inmueble (impuesto municipal).

La Resolución SMV N° 038-2016, promulgada el 22 noviembre 2016, contiene las características del instrumento como fideicomiso de titulización y consideraciones para los FIRBI.

El 10 de diciembre de 2016 se publicó el Decreto Legislativo N° 1262 y el 31 de diciembre de ese mismo año se publicó su Reglamento mediante Decreto Supremo N° 404-2016. Ambos entraron en vigencia a partir del 1 de enero de 2017 y modifican lo estipulado en la Ley N° 3041, Ley que fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores. Incorporan los certificados de FIBRA y FIRBI como instrumentos exonerados del impuesto a la ganancia de capital y no les exigen test de tenencia de menos del 10% para acceder a la exoneración; solo deben contar con cierta liquidez (presencia bursátil).

La Ley N° 30532, publicada el 31 de diciembre de 2016, tiene como objeto otorgar beneficios de diferimiento del impuesto a la renta al aporte de inmuebles en caso de FIBRA y atribución de renta de 5% para persona natural tanto en certificados de FIBRA como de FIRBI.

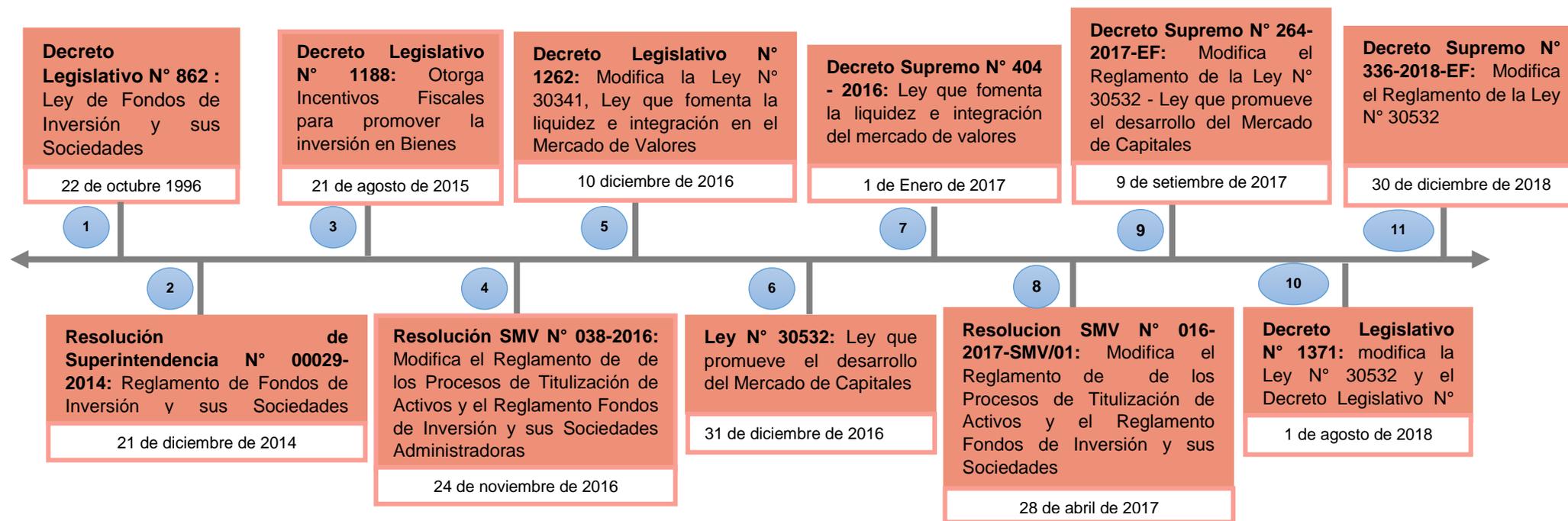
El 27 de abril de 2017 se promulgó la Resolución SMV N° 016-2017-SMV/01, la cual realiza precisiones acerca de la regulación de FIBRA y FIRBI. Entre las principales, se introduce el concepto de utilidad neta distribuible, precisa la

periodicidad y plazo de la distribución del 95% de las utilidades, define el plazo para cumplir el límite de 70% de inversión del patrimonio del FIBRA o FIRBI, y regula el incumplimiento de ciertos aspectos.

El Decreto Supremo N° 264-2017-EF, referido al Reglamento de la Ley N° 30532, realiza precisiones respecto a (a) la enajenación de los inmuebles transferidos al FIBRA o FIRBI, (b) retención definitiva del impuesto a la renta aplicable a las rentas del FIBRA o FIRBI, y (c) del incumplimiento de los requisitos del FIBRA o FIRBI.

El Decreto Legislativo N° 1371 modifica algunas de las normas que regulan el tratamiento tributario especial de los FIRBI.

Figura 4.6. Evolución normativa - FIRBI



Fuente:
Elaboración: Autores de esta tesis

Definición de términos

Término	Definición	Base legal
Fondo de inversión	Fondo de inversión es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad administradora constituida para tal fin por cuenta y riesgo de los partícipes del fondo. La denominación “sociedad administradora de fondos de inversión” es exclusiva de aquellas sociedades administradoras que cuenten con autorización de funcionamiento de la SMV. Las sociedades administradoras de fondos mutuos de inversión en valores a las que se refiere la Ley del Mercado de Valores pueden también gestionar fondos de inversión.	Artículo 1 de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, emitida por el Decreto Legislativo N° 00862-1996
Certificados de participación	El patrimonio del fondo está dividido en cuotas que se representan en certificados de participación. Los certificados de participación son transferibles y pueden adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta. En el caso de cuotas representadas por títulos físicos, quienes figuren en el registro de partícipes a cargo de la sociedad serán considerados como propietarios, y si estas estuvieren representadas mediante	Artículo 2 de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, emitida por el Decreto Legislativo N° 00862-1996

	<p>anotaciones en cuenta se reputará propietario a quien figure como titular en el registro contable a cargo de la institución de compensación y liquidación de valores.</p> <p>Los certificados de participación pueden ser colocados por oferta pública o privada.</p>	
FIRBI	<p>El fondo incluirá la denominación “fondo de inversión en renta de bienes inmuebles - FIRBI” cuando sus certificados de participación hayan sido exclusivamente colocados por oferta pública primaria y su objetivo de inversión sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles, que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, y siempre que se cumpla con determinados requisitos.</p>	<p>Artículo 4 de la cuarta disposición complementaria del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobado por la Resolución SMV N° 029-2014-SMV/01, modificado por la Resolución SMV N° 016-2017-SMV/01</p>

Decreto Legislativo N° 1188

El presente decreto, promulgado el 21 de agosto de 2015, tiene por objeto promover las inversiones a través de los fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI). En este sentido, regula a los partícipes que a partir del 1 de enero de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2019 aporten un título de propiedad de bienes inmuebles bajo esta modalidad. A continuación, se presentan las disposiciones que se deben considerar:

Se considera la enajenación del aporte (a) en la fecha en que el FIRBI transfiera la propiedad a un tercero o a un partícipe, o (b) en la fecha en que el partícipe transfiera cualquier certificado de participación emitido por el FIRBI.

Se considera para efectos de cálculo al impuesto a la renta el valor de enajenación, es decir, el valor de mercado a la fecha de transferencia del inmueble al FIRBI.

El partícipe no está obligado a presentar frente a notario público el comprobante o formulario de pago del impuesto a la renta correspondiente al bien inmueble aportado al FIRBI como requisito previo para la elevación a escritura pública, con excepción de lo regulado como requisito previo a la elevación de escritura pública de la minuta respectiva a la que se refiere el segundo párrafo del artículo 84-A de la Ley del Impuesto a la Renta, cuyo texto único ordenado ha sido aprobado por el Decreto Supremo N° 179-2004-EF y normas modificatorias.

Para efectos del impuesto de alcabala, este será pagado hasta el último día del mes calendario en la fecha que el bien inmueble aportado sea transferido a título oneroso o gratuito por el FIRBI, o que el partícipe transfiera a título oneroso o gratuito la certificación de participación emitida por el FIRBI.

Asimismo, el partícipe no está obligado a presentar ante notario público el pago de alcabala para la elevación a escritura pública, lo cual prevé la excepción a lo regulado como requisito previo para la inscripción o formalización de actos jurídicos a la que se refiere el artículo 7 de la Ley de Tributación Municipal, cuyo texto único ordenado ha sido aprobado mediante el Decreto Supremo N° 156-2004-EF.

Resolución SMV N° 038-2016

La presente resolución, promulgada el 22 de noviembre de 2016, modifica la cuarta disposición complementaria del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Admitidoras, la cual regula las características de un FIRBI. Se considera como tal cuando sus certificados de participación han sido colocados por oferta

pública primaria y su objetivo de inversión es la adquisición o construcción de bienes inmuebles, que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, y cumplan con las siguientes características:

- Al menos el 70% del patrimonio del fondo debe estar invertido en activos propios a su objeto de inversión y el remanente, en depósitos en entidades bancarias, instrumentos representativos de estos o en instrumentos representativos de deuda emitidos por el Gobierno central o por el BCRP.
- Los bienes inmuebles adquiridos o construidos por cuenta del fondo para arrendar podrán ser enajenados únicamente transcurridos los cuatro ejercicios siguientes a aquel en que fueron adquiridos o en que fue terminada su construcción.
- La sociedad administradora debe distribuir anualmente entre los partícipes al menos el 95% de las utilidades netas del ejercicio obtenidas por el fondo.
- Los certificados de participación deben ser colocados, por oferta pública primaria, por lo menos a diez inversionistas que no sean vinculados entre sí.

Cuando el objetivo de inversión del fondo, total o parcial, sea la construcción de bienes inmuebles, dicha actividad debe realizarse necesariamente a través de un tercero.

Los fondos de inversión que no cumplan con todas las características mencionadas no podrán denominarse FIRBI.

Decreto Legislativo N° 1262

El presente decreto, publicado el 10 de diciembre de 2016, entró en vigencia el 1 de enero de 2017 y modifica el artículo 2 de la Ley N° 30341, el cual contempla una exoneración del pago del impuesto a la renta, con el objetivo de otorgar un tratamiento

preferencial a los rendimientos de instrumentos financieros negociados en mecanismos centralizados de negociación (MCN) que sean regulados y supervisados por la SMV. En ese sentido, la norma modifica el citado artículo 2 de la siguiente manera:

Están exonerados del impuesto a la renta hasta el 31 de diciembre de 2019 las rentas provenientes de la enajenación de los siguientes valores:

- a) Acciones comunes y acciones de inversión.
 - b) American Depositary Receipts (ADR) y Global Depositary Receipts (GDR).
 - c) Unidades de Exchange Trade Fund (ETF) que tengan como subyacente acciones y/o valores representativos de deuda.
 - d) Valores representativos de deuda.
 - e) Certificados de participación en fondos mutuos de inversión en valores.
 - f) Certificados de participación en Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI) y certificados de participación en Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA).
 - g) Facturas Negociables.
- (Kuczynski Godard, Zavala Lombardi y Thorne Vetter, 2016: Decreto Legislativo N°1262)

Asimismo, cabe precisar que la pérdida de la exoneración se da cuando el emisor deslista el valor del registro de valores de la bolsa, total o parcialmente, en un acto o progresivamente, dentro de los 12 meses siguientes de efectuada la enajenación.

Reglamento del Decreto Legislativo N° 1262

Este reglamento, el cual modifica el Reglamento de la Ley N° 30341, fue publicado el 31 de diciembre de 2016 y promulgado mediante Decreto Supremo N° 404-2016. Considera las siguientes modificaciones:

- Se realizó una adecuación del texto, en la que se reemplaza el términos “acciones” y “valores representativos de acciones” por “valores”.
- Se establecieron los requisitos para acceder a la exoneración del impuesto a la renta conforme a lo establecido en el Decreto Legislativo N° 1262, los cuales se presentan a continuación:

- La no transferencia del 10% o más de los valores enajenados. Sin embargo, para determinar el porcentaje en el caso de los bonos convertibles en acciones, se tendrá en consideración el total de las acciones representativas del capital social, incluyendo las acciones que se obtengan ejerciendo el derecho de conversión
 - Para el caso de las *american depositary receipts* (ADR) y *global depositary receipts* (GDR), se determinan tomando en cuenta el porcentaje de las acciones de inversión de la empresa.
- Para el requisito de presencia bursátil, se establece el ratio para determinar la cantidad de días en que se cumple el requisito del monto mínimo negociado diario (4 UIT). Será de 5% en el caso de valores representativos de deuda, incluidos los bonos convertibles en acciones, y de 15% para los demás valores.
 - Se establece el lineamiento para la publicación de la fecha de vencimiento de nuevos valores, la cual es de 180 días para cumplir con el requisito de presencia bursátil que tienen los valores emitidos a plazos no mayores de un año. El plazo debe ser publicado por el responsable de la conducción de los mecanismos centralizados (Zuzunaga Assereto & Zegarra Abogados, 2016).

Ley N° 30532

La presente ley fue publicada el 31 de diciembre de 2016 y entró en vigencia el 1 de enero de 2017. Esta tiene por objeto el tratamiento preferencial a los rendimientos de determinados instrumentos financieros a fin de coadyuvar al desarrollo del mercado de valores.

Mediante esta ley se incorpora el artículo 5 al Decreto Legislativo N° 1188, el cual otorga incentivos fiscales para promover los FIRBI.

En este sentido, para atribuciones a la renta, se consideran las rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión de uso de bienes inmuebles atribuidas a

una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal que optó por tributar en el país o a una empresa unipersonal constituida en el exterior. Estas estarán sujetas a una tasa de retención definitiva del impuesto a la renta del 5%. La sociedad administradora del FIRBI será el agente de retención y, para ello, deberá cumplir con determinados requisitos:

- Los partícipes y sus partes vinculadas durante el ejercicio deberán contar con al menos un 20% del total de los certificados de participación emitidos por el FIRBI. Asimismo, la vinculación se establece en función a lo estipulado en el literal b del artículo 32-A de la Ley del Impuesto a la Renta. También, habrá vinculación entre cónyuges o concubinos, y parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad.
- El desarrollo de la construcción y administración de las actividades inmobiliarias debe estar a cargo de un tercero.
- No debe existir vinculación entre los partícipes, la sociedad administradora del FIRBI y terceros contratados para el desarrollo de la finalidad del fondo. La vinculación a la que se alude anteriormente se determinará de acuerdo a lo dispuesto por el inciso b del artículo 32-A de la Ley del Impuesto a la Renta. También, habrá vinculación entre cónyuges o concubinos, y parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad. Este supuesto no aplica para determinar la vinculación entre los partícipes.
- Los partícipes no deben poseer más del 20% del capital de los terceros dedicados a la construcción y administración de actividades inmobiliarias.

Resolución SMV N° 016-2017-SMV/01

Esta resolución, promulgada el 27 de abril de 2017, realiza algunas mejoras al reglamento de los FIBRA y FIRBI, las cuales se presentan a continuación:

- **Se utiliza el concepto de “utilidad neta distribuible”:** El cálculo de la utilidad neta distribuible, para efectos del pago de los rendimientos, se determinará sobre la base de las partidas del estado de resultados que implicaron un ingreso o salida de efectivo.

- **Precisión de la periodicidad y plazo de la distribución del 95% de las utilidades:** Las distribuciones del 95% pueden ser anuales, trimestrales o mensuales, y deben realizarse a más tardar el 30 de abril del ejercicio siguiente a aquel en el que se generó tal utilidad neta distribuible.

- **Definición del plazo para cumplir el límite del 70% de inversión del patrimonio del FIBRA o FIRBI:** Hasta 12 meses luego de realizada la primera colocación de certificados.

- **Definición del plazo y proceso a seguir en caso de incumplimiento en el límite del 70% para mantenerse como FIBRA o FIRBI:** En caso de incumplir el requisito del 70% durante dos trimestres consecutivos, la sociedad tituladora, en el caso del FIBRA, o la sociedad administradora, en el caso del FIRBI, deberá informar como hecho de importancia que el fideicomiso o fondo dejó de tener la condición de FIBRA o FIRBI. Esta condición se podrá recuperar a partir de la presentación de información financiera intermedia en que se acredite el cumplimiento del requisito del 70%.

- **Incumplimientos:** La nueva regulación señala que el incumplimiento de alguno de los requisitos referidos a (a) distribuir al menos el 95% de la utilidad neta distribuible del ejercicio mínimo una vez al año, (b) no transferir los bienes inmuebles del FIBRA o FIRBI antes de cuatro años, y (c) que la colocación deba realizarse por oferta pública primaria a un mínimo de diez inversionistas no vinculados entre sí conllevará la pérdida inmediata y definitiva de la condición de FIBRA o FIRBI.

Decreto Supremo N° 264-2017-EF

Mediante este decreto se aprobó el Reglamento de la Ley N° 30532, que promueve el desarrollo del mercado de capitales, y del Decreto Legislativo N° 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los FIRBI.

Esta norma establece los criterios que se deben tener para aplicar lo estipulado en el Decreto Legislativo N°1188, respecto de los efectos del impuesto a la renta a los aportes a los FIRBI, cuando estos cumplan con lo establecido en la cuarta disposición complementaria final del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (70% del activo debe ser propio de su objeto de inversión y el remanente en depósitos bancarios; distribuir como mínimo el 95% de la utilidad neta ente los partícipes del fondo; entre otros requerimientos).

Uno de los aspectos más resaltantes de las normas que se establecen son los criterios para que se aplique la retención de 5% del impuesto a la renta a las rentas del FIRBI, los cuales deben ser:

1. Que el fondo tenga la condición de FIRBI según lo establecido en la cuarta disposición complementaria final del Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras.
2. Los requisitos previstos en el segundo párrafo del artículo 5 del Decreto Legislativo N° 1188 (que establece criterios para el porcentaje de participación menor al 20% del fondo, actividades tercerizadas de construcción y la no vinculación con el fondo).

Esta retención del 5% solo aplica a las rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión de bienes inmuebles de personas naturales, sucesión indivisa o sociedad conyugal.

También, se establece el procedimiento para la retención y pago de este impuesto por parte de los FIRBI.

Decreto Legislativo N° 1371

A través del presente decreto se perfecciona el tratamiento tributario aplicable a las rentas atribuibles por los FIBRA y FIRBI a sus fideicomisarios o partícipes, según corresponda. Este decreto entró en vigencia el 1 de enero de 2019.

Los efectos tributarios de la transferencia fiduciaria o aportes de los inmuebles a dichos vehículos de inversión inmobiliaria se difieren a determinadas fechas, en función a supuestos específicos. En este sentido, se incorpora un nuevo supuesto, de acuerdo al cual podemos entender que los inmuebles aportados son enajenados en la fecha en que dichos vehículos pierdan su condición de FIBRA o FIRBI, aun cuando posteriormente se recupere dicha condición.

El presente decreto incorpora una regla para determinar el valor de mercado y el costo computable en caso los partícipes no transfieran la totalidad de los certificados de participación emitidos por el FIBRA o FIRBI con ocasión de la transferencia de los inmuebles. Asimismo, se señala que dichos vehículos de inversión podrán depreciar los inmuebles que se les haya transferido en dominio fiduciario. Para ello, el costo computable de dichos bienes será el valor de suscripción que conste en los certificados de participación.

Por otra parte, se flexibilizan los requisitos establecidos por las normas correspondientes para proceder con la aplicación de la tasa de retención definitiva del 5%. Con la modificación del Decreto Legislativo No. 1371, es suficiente que los vehículos califiquen como FIBRA o FIRBI, según las normas correspondientes, y que el fideicomisario (o los partícipes en el caso del FIRBI) y sus partes vinculadas tengan la propiedad de menos del 20% del total de certificados de participación emitidos. Los demás requisitos (e.g. actividades tercerizadas, entre otros) han sido derogados. Finalmente, se incorporan reglas específicas para practicar la retención definitiva del 5% sobre las rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso de bienes inmuebles obtenidos los FIBRA y FIRBI y atribuibles a una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal que optó por tributar como tal, domiciliada en el país, o a una empresa unipersonal constituida en el exterior (Rodrigo, Elías & Medrano Abogados, s/f: párr. 7 y 8).

En cuanto a la transferencia de facturas negociables, el Decreto modifica el artículo 5 y deroga el artículo 6 de la Ley N° 30532, con el fin de perfeccionar las reglas para practicar la retención del impuesto sobre los ingresos obtenidos por los servicios prestados por el factor o adquirente de las facturas (Rodrigo, Elías & Medrano Abogados, s/f).

En ese sentido, es necesario resaltar que la aplicación de la alícuota del 5% se trata de una retención definitiva. Del mismo modo, se establece quiénes son los obligados a practicar dicha retención y, en forma particular, se precisan reglas detalladas al respecto en caso los adquirentes de las facturas negociables sean fondos de inversión, fideicomisos bancarios o de titulización, en tanto los ingresos por dichas operaciones sean atribuibles a persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal que optó por tributar como tal, domiciliada en el país o a una empresa unipersonal constituida en el exterior (Rodrigo, Elías & Medrano Abogados, s/f).

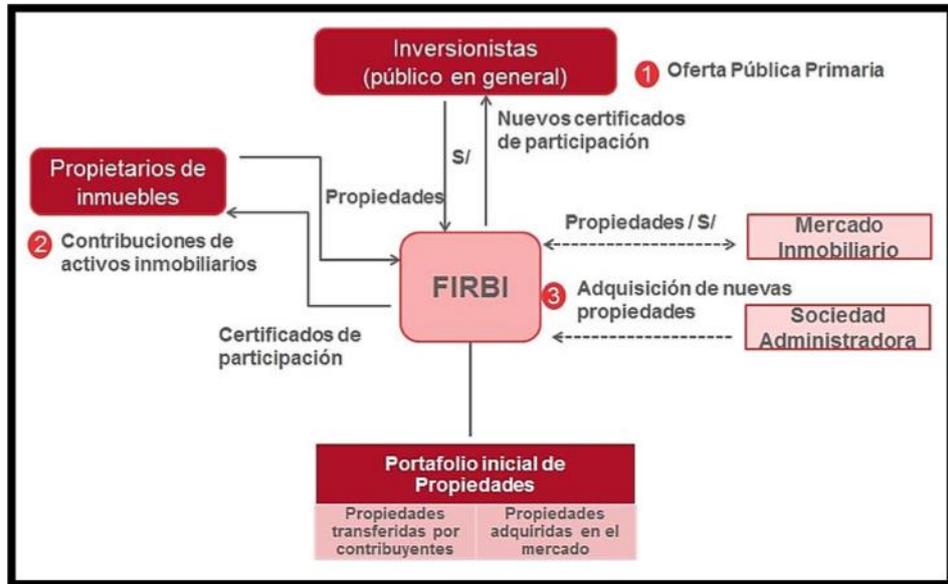
El FIRBI es desarrollado a través de la creación de un fondo de inversión, el cual se encuentra administrado por una SAFI, la cual se encarga de estructurar y administrar dicho fondo.

En consecuencia, inicialmente se tiene a los inversionistas interesados en invertir en el FIRBI, los cuales son captados mediante oferta pública primaria. La SAFI, producto de la inversión realizada, emite certificados de participación a cada inversionista. Como segundo punto se encuentran los propietarios de los activos inmobiliarios que son aportados al fondo, con los cuales se desarrollan proyectos inmobiliarios. Dichos aportantes, a su vez, reciben de la SAFI certificados de participación por el aporte realizado. Como tercer punto se tiene la posibilidad de que la SAFI, en representación del fondo, adquiera propiedades en mercado.

Bajo este mecanismo, la SAFI, en representación del fondo, a través de vehículos de desarrollo inmobiliario, procede con la ejecución del proyecto inmobiliario, el cual, como producto final, será destinado al arrendamiento de las edificaciones construidas bajo ciertos beneficios tributarios a favor del inversionista y aportante, los cuales se detallarán más adelante.

Lo expuesto se puede apreciar con mayor precisión en el siguiente esquema:

Figura 4.7. Esquema de FIRBI



Fuente: Miranda, 2017

Luego del análisis normativo correspondiente, se han podido identificar dos beneficios principales aplicables a los FIRBI en materia de impuesto a la renta.

Los fondos de inversión no son considerados personas jurídicas. En ese sentido, para efectos del impuesto a la renta, los fondos de inversión son agentes de inversión, en donde las rentas obtenidas a través de ellos son directamente atribuidas a sus partícipes, quienes serán los que tributen de acuerdo a su condición (domiciliado o no) y la naturaleza de la renta que les sea atribuida (pasiva, empresarial, entre otras). Es este desconocimiento del fondo como contribuyente del impuesto a la renta y la consecuente atribución de sus rentas a los partícipes lo que ocasiona que comúnmente se diga que el fondo es transparente para efectos del impuesto a la renta.

Los impuestos pueden ser considerados como empresariales cuando realicen inversiones, total o parcialmente, en negocios inmobiliarios o cualquier explotación económica que genere rentas de la tercera categoría (rentas empresariales). En ese sentido, un fondo de inversión será considerado “no empresarial” cuando no cumpla las condiciones mencionadas anteriormente (en tanto el FIRBI invierte principalmente en activos inmobiliarios, el tratamiento general que le será aplicable, salvo por las consideraciones especiales aplicables a los FIRBI, será el de un fondo de inversión empresarial).

Si el fondo califica como empresarial, las rentas que se atribuirán a los partícipes serán necesariamente consideradas como rentas de tercera categoría; con ello, la tasa del impuesto a la renta que finalmente será aplicable será de 29.5%, si es obtenida por un sujeto domiciliado en el Perú (independientemente de que este sea una persona natural), o 30%, si se la atribuyen a un sujeto no domiciliado en el Perú.

Si el fondo no tuviera la calificación de “empresarial”, las rentas atribuidas a sus inversionistas serán de acuerdo a la condición del inversionista y la naturaleza de la renta (por ejemplo, segunda o tercera categoría).

A fin de reducir el impacto tributario para una persona natural domiciliada en el Perú que invierte en un FIRBI, se estableció que las rentas brutas que se atribuyeran a dichas personas como consecuencia del arrendamiento de inmuebles se encontrarían sujetas a una tasa del impuesto a la renta reducida del 5%.

Otra de las ventajas que proporcionan las normas que regulan a los FIRBI es el diferimiento del impuesto a la renta generado por el aporte de inmuebles a estos vehículos.

De la Ley del Impuesto a la Renta se desprende que si un partícipe aporta un determinado bien al fondo —en este caso, un inmueble—, dicho aporte será tratado como una enajenación, la cual es susceptible de estar gravada con el impuesto a la renta. Esto quiere decir que, en el momento del aporte del inmueble, el partícipe

deberá tributar con el impuesto a la renta por la ganancia de capital generada en dicha transferencia.

Por el contrario, en el caso de los FIRBI, se ha establecido que el aporte de un bien inmueble calificará como “enajenación” (siempre que se realice hasta el 31 de diciembre de 2019) recién cuando ocurra cualquiera de los siguientes supuestos:

- El FIRBI transfiera, a cualquier título, la propiedad del bien inmueble, total o parcialmente, a un tercero o a un partícipe.
- El partícipe transfiera, a cualquier título, cualquiera de los certificados de participación emitidos por el FIRBI como consecuencia del aporte.
- El fondo pierda su condición de FIRBI.

En tal sentido, recién cuando ocurra cualquiera de los supuestos antes señalados, el partícipe deberá considerar su aporte como una enajenación susceptible de encontrarse gravada con el impuesto a la renta. En tal supuesto, la ganancia de capital esta determinada por la diferencia entre (a) el valor de mercado del inmueble en la fecha del aporte al FIRBI, que se presume equivalente al valor de suscripción de los certificados emitidos por dicho vehículo, y (b) el costo computable del bien en la fecha del aporte.

Con esta regulación, se busca ya no solo beneficiar a ciertos sujetos (como personas naturales domiciliadas), sino a cualquier individuo o entidad que aporte un inmueble a un FIRBI. Así, estos inversionistas se beneficiarán con el diferimiento en el pago del impuesto a la renta, teniendo en cuenta los valores del inmueble en la fecha del aporte (Pedroza, 2018).

Estructura del modelo

- **Forma legal:** Fondo de inversión.
- **Oferta pública:** Sí.
- **Listado:** Ideal.
- **Restricciones a los inversionistas:** Los bienes adquiridos o construidos por cuenta del fondo para arrendar solo podrán ser enajenados transcurridos cuatro ejercicios siguientes a aquel en el que fueron adquiridos o en que fue terminada su construcción.
- **Mínimo de inversionistas:** Diez no vinculados.
- **Actividades calificadas:** Adquisición o construcción de bienes inmuebles para arrendamiento u otra forma onerosa de cesión de uso (70% mínimo del patrimonio invertido en activos).
- **Gestor interno/externo:** Ambos.
- **Obligaciones de las distribuciones:** 95% de las utilidades netas distribuibles.
- **Tiempo de distribución:** Anual mínimo.
- **Prohibición de construir directamente:** Sí.
- **Cargos de conversión:** Diferimiento de la alcabala.
- **Transparencia tributaria:** Diferimiento del impuesto a la renta a la ganancia del capital del aporte del fundador y atribución de rentas para personas naturales del 5%.
- **Incentivo de marketing:** Exonerado con formador de mercado.

CAPÍTULO V. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

5.1. Tipo de diseño de investigación

La presente investigación se desarrolla bajo el enfoque cualitativo, teniendo como diseño la teoría fundamentada, la cual permite generar conclusiones a partir de los datos obtenidos en el trabajo de campo.

El alcance del estudio es explicativo y correlacional, debido a que la investigación está orientada a la descripción de las variables y la identificación de incidencia que tienen unas sobre otras.

A continuación, se detallan las variables:

- **Variable independiente:** Fideicomisos de titulización en renta de bienes inmuebles (FIBRA) y fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (FIRBI).
- **Variable dependiente:** Aplicación de nuevas alternativas de negocio en el Perú.

5.2. Muestreo

5.2.1. Unidad de estudio

- Identificación de los FIBRA y FIRBI realizados en el Perú.
- Análisis de la normativa vigente en el Perú.
- Revisión de normas internaciones referidas a FIBRA y FIRBI.
- Criterios de especialistas en la materia.

5.2.2. Población

- Número de FIBRA y FIRBI realizados en el Perú desde el mes de enero de 2016 hasta el mes de diciembre de 2018.
- Criterios de especialistas en la materia (identificar el número de especialistas).

5.2.3. Muestra

La presente muestra es de tipo no probabilística (muestreo por criterio).

Población	Muestra (población muestral)
<p>FIBRA y FIRBI realizados en el Perú</p> <p>FIBRA y FIRBI realizados en el mundo</p>	<p>Perú:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ FIBRA Prime ▪ FIRBI – F Rentas Inmobiliarias ▪ FIRBI – AC Capitales Renta ▪ FIRBI – SURA Asset Management ▪ FIRBI – Metroport <p>México:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ FIBRA Uno ▪ FIBRA Hotel ▪ FIBRA Shop <p>Estados Unidos:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ TIAA – CREF Real State Sec. Instl. (TIREX Real Estate) ▪ Cohen & Steer REIT & Preferred Income (RNP –

	<p>Allocation – 50% to 70% Equity)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ AB Global Real State Investment II I (ARIIX Global Real Estate). <p>España:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Inmobiliaria Colonial ▪ Merlin Properties ▪ Hispania Activos Inmobiliarios ▪ LAR España <p>Chile:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fondo de Inversión Banchile Rentas Inmobiliarias I ▪ BTG Pactual Renta Comercial ▪ BTG Pactual Renta Residencial <p>Colombia:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Old Mutual Inmobiliaria Comprar para Arrendar
<p>Crterios de especialistas sobre la materia investigada</p>	<p>Nacional:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Iván Zárate Aima ▪ Juan Manuel Robles Montoya ▪ Alonso Miranda Vargas ▪ Juan José Hopkins

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Liliana Esmeralda Avellaneda Rojas ▪ Alfredo Parodi Valdez. <p>Internacional:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Rubén Martín Mosqueda Almanza
--	--

5.2.4. Técnicas, procedimientos e instrumentos de medición

5.2.4.1. Para recolectar datos

Técnicas	Instrumentos	Procedimiento	Métodos
Análisis documental	Ficha textual	Análisis de información documental obtenida en libros y revistas sobre la materia de investigación.	Análisis Síntesis
Entrevista	Guía de entrevista	Realización de las preguntas de la guía de entrevista o cuestionario a las personas consignadas en la muestra indicada <i>ut supra</i> a fin de recabar la	Inductivo Deductivo

		información comunicada.	
Corte y clasificación	Ficha textual	Identificar los temas generales y específicos, y, según ello, clasificarlos.	Comparación - Constante - Agrupamiento
Lista de términos y palabras clave en el contexto	Condensación o destilación de datos	Identificar las palabras que se utilicen de manera recurrente. Se elabora una lista y se cuenta el número de veces que han sido repetidas.	Repetición - Frecuencia
Meta codificación	Ficha textual y documental	Se examina la relación entre las categorías sugeridas por el marco teórico para descubrir otras potencialmente nuevas.	Mixto

5.2.4.2. Para analizar información

- **Entrevista estructurada:** Para la entrevista se utiliza la técnica inductivo-deductiva con el instrumento procesador de texto MS WORD 2010. Se

examinan las respuestas de los participantes a través de preguntas “paralelas” o similares (preguntar lo mismo de dos formas distintas).

- **Análisis documental - contenido:** Se utiliza la técnica de análisis y síntesis.
- **Elaboración de matrices:** La finalidad es establecer vinculaciones entre las categorías o temas desarrollados a lo largo de la investigación. Se explica la vinculación o, al contrario, por qué no se asocian las categorías o temas. La colocación de un signo “más” (+) representa que sí hay relación y el signo “menos” (–) señala que no existe relación.
- **Diagramas relacionales:** Estos diagramas explican la vinculación de los conceptos desarrollados en la investigación. Las flechas (S) indican relación causal (ya sea en un sentido o en dos sentidos) y las líneas únicamente asociación (–). La ausencia de flechas, obviamente, representa que el tema se encuentra aislado de los demás temas.
- **Presentar temas y teoría:** Con la finalidad de identificar relaciones entre temas, se deben desarrollar interpretaciones de estos, las cuales emergen de manera consistente con respecto a los esquemas iniciales de categorización y las unidades.

CAPÍTULO VI. ANALISIS DOCUMENTAL

6.1. ANALISIS DE LAS ENTREVISTAS

Las entrevistas estuvieron estructuradas a través de un cuestionario en base a 16 preguntas respecto a los temas que se detallan a continuación:

- Beneficios o ventajas de estos instrumentos.
- Problemática de los FIRBI y FIBRA.

- Público objetivo de estos instrumentos.
- Recomendaciones respecto de la normativa aplicable a estos instrumentos.
- Riesgos implícitos en el desarrollo de estos instrumentos.

De acuerdo con ello, las referidas entrevistas se han realizado a 7 especialistas en la materia, las mismas que han servido como mecanismo de validación respecto de la aplicación de los instrumentos de inversión FIBRA y FIRBI, así como para complementar el desarrollo de la investigación realizada, en busca de las reformas normativas que permitan incentivar el crecimiento y desarrollo de estos instrumentos, y a su vez el del mercado de valores.

De los resultados obtenidos a través de las respuestas de dicho cuestionario, hemos podido verificar que diversos especialistas manifiestan que el órgano regulador ha implementado mejoras normativas, a fin de impulsar la oferta y demanda de estos instrumentos en el mercado de valores; sin embargo, consideran que existen oportunidades de mejora en la normativa vigente, con la finalidad de que estos instrumentos sean más atractivos para los inversionistas.

A continuación detallamos los puntos que consideramos más relevantes de las entrevistas realizadas:

- **Beneficios o ventajas de estos instrumentos:**

La mayoría de los entrevistados consideran como beneficios más relevantes:

1. El pago del impuesto a la renta sobre la renta bruta de 5% para las personas naturales.
2. Distribución mínima del 95% de los dividendos.
3. Generará liquidez en la BVL.
4. Diferimiento del Impuesto a la Renta.
5. Acceder a un patrimonio diversificado de inmuebles, sobre todo para las personas naturales.

De lo expuesto manifestamos que la norma se ha ido implementando poco a poco, es decir se han hecho modificaciones de manera progresiva a fin de que cada vez se muestre con mayor claridad los beneficios de la implementación de estos vehículos de inversión FIRBI y FIBRA en el mercado.

- **Problemática de los FIRBI y FIBRA:**

Como problemática que enfrentan los FIBRA y FIRBI se han señalado los siguientes:

1. “No existe la posibilidad de que, en cualquier momento durante la vida y desarrollo de actividades de una FIBRA o FIRBI, una persona o entidad aporte un bien inmueble generador de renta y, en lugar de recibir cash (lo que gatillaría la obligación de pagar el impuesto a la renta) solicite recibir certificados de participación a fin de diferir la obligación de pago del impuesto a la renta hasta la transferencia de tales certificados (proporcional al número de certificados transferidos) o hasta la venta del inmueble. Para que ello ocurra, la FIBRA o el FIRBI deberá hacer una nueva oferta pública”, según lo señalado por **Alonso Miranda Vargas** en la entrevista realizada.
2. El mercado de valores peruano tiene muy poca liquidez, lo cual no es favorable al impulso de estos instrumentos. Asimismo, esto podría ser perjudicial para quien pretenda colocar sus certificados de participación en el mercado secundario.
3. Se señala que las normas dadas son muy reguladoras de las acciones en el sentido que se quiere evitar que se les dé un mal uso a estos instrumentos de inversión, por lo que éstas son más restrictivas que flexibles. Esto se puede apreciar en el caso de los FIRBI, cuando se desee realizar un aumento de capital, éste debe ser aprobado por la asamblea de partícipes, quienes no tiene experiencia en estos temas, quien si los tiene es la sociedad administradora.

Por lo mencionado anteriormente, se concluye que si bien existen beneficios en el desarrollo de los vehículos de inversión FIBRA y FIRBI, aún hay ciertas mejoras que implementar para que estos vehículos sean desarrollados con mayor facilidad en el mercado de valores, brindando un mercado transparente y líquido, brindando a su vez la posibilidad que la emisión de certificados de participación no solo se base en una oferta primaria, sino que se puedan realizar negociaciones en el mercado secundario de manera habitual, con lo cual se lograría la intervención, tal vez, de nuevos actores (inversionistas) y con ello un crecimiento de nuestro mercado de valores.

- **Público objetivo de estos instrumentos:**

Como público objetivo de estos instrumentos, se identificaron los siguientes:

1. Las personas naturales, puesto que, a estas personas son quienes han recibido los mayores beneficios tributarios. Que un mayor número de personas naturales participen ayudaría a generar liquidez en el mercado de valores.
2. Los inversores institucionales, quienes tienen el capital para invertir, siendo que ellos deberían impulsar el desarrollo de en estos instrumentos, por lo cual, deberían tener una mayor participación, lo cual no se viene dando.

En ese sentido, si bien el público objetivo son los inversionistas, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, es decir los aportantes de los bienes inmuebles y adquirientes de partición de los vehículos de inversión FIRBI y FIBRA, respectivamente, la implementación de estos busca la participación de nuevos actores en el mercado de valores, que permitan el crecimiento y desarrollo de mercado, razón por la cual los incentivos normativos que se implementen deberán servir para que los actores ya existentes apuesten por desarrollar estos vehículos de inversión, así como que nuevos actores se interesen por invertir en el mercado de valores.

- **Recomendaciones respecto de la normativa aplicable a estos instrumentos:**

La mayoría de los entrevistados opinan que los reguladores han efectuado un correcto impulso normativo, pero consideran que aún pueden efectuarse mejoras que ayuden a impulsar el desarrollo de estos instrumentos.

Una de estas mejoras es relativa al perfeccionamiento de la ley relacionada a los arrendamientos, para dar una mayor seguridad jurídica al arrendador para poder recuperar la posesión del inmueble en caso de incumplimiento del arrendatario.

También se recomienda es simplificar el acceso de las personas naturales al mercado de capitales, generando sistemas que simplifiquen su acceso, lo cual no solo facilitaría poder invertir en las FIBRA y/o FIRBI, sino que en otros instrumentos del mercado.

En el aspecto tributario, algunos de los entrevistados recomiendan que los beneficios tributarios deberían ser permanentes y no temporales, por lo que, más que exoneración sería recomendable que estén inafectos.

- **Riesgos implícitos en el desarrollo de estos instrumentos:**

Los entrevistados han identificado los siguientes riesgos:

1. Que al no estar muy desarrollado el mercado secundario de valores, será complicado colocar los certificados de participación en caso ya no desee continuar invirtiendo en estos instrumentos.
2. Que exista una mala gestión por parte del administrador, por lo cual, para dar seguridad al inversionista se debe contar con un administrador de renombrada reputación y experiencia.
3. Existe un riesgo para el inversor que estos instrumentos no se lleguen a consolidar, para lo cual es necesaria la participación de los inversores institucionales para que le puedan dar estabilidad.

4. La dificultad en encontrar inmuebles idóneos para que sean aportados a estos instrumentos también complica el crecimiento de estos.

En ese sentido, el desarrollo de estos vehículos de inversión FIRBI y FIBRA no conlleva a un riesgo cero, sin embargo, todo obedecerá en la manera en que puedan ser atenuados o previstos, razón por la cual mucho dependerá del subyacente que se tenga en el desarrollo de cada vehículo. Por ejemplo, un gestor con trayectoria en el mercado permitirá brindar mayor seguridad en el éxito de las inversiones que se realicen, toda vez que no es un inexperto, la evaluación óptima de los inmuebles que formen parte de cada vehículo disminuirá el riesgo del desarrollo, para lo cual es importante, tener en cuenta la factibilidad del proyecto u objeto para el cual se constituya dicho vehículo, es decir, el rubro inmobiliario al cual será dirigido (industrial, hoteles, centros comerciales, vivienda y escuelas), para lo cual también será importante tener en cuenta factores como zonificación, público objetivo, demanda, costos, licencias, entre otros.

Finalmente la implementación normativa generará que cada vez estos vehículos sean más usados en el mercado y con ello su crecimiento, razón por la cual el riesgo de la existencia de un mercado secundario podrá atenuarse de manera progresiva.

6.2. PUNTOS CONTROVERTIDOS

- **Respecto a los beneficios tributarios:**

El vehículo de inversión FIBRA otorga los siguientes incentivos tributarios: 1) En función a las rentas originadas por arrendamientos o cualquier otra forma onerosa de cesión en uso, la tasa de retención definitiva de impuesto a la renta para personas naturales será del cinco por ciento (5%) sobre la renta bruta, para las personas jurídicas domiciliadas el veintinueve punto cinco por ciento (29.5%) y para las personas jurídicas no domiciliadas del treinta por ciento (30%) en relación a las

ganancias de capital por aporte de inmueble a la FIBRA será para personas naturales del cinco por ciento (5%) siempre y cuando se genere una renta de segunda categoría, y del veintinueve punto cinco (29.5%) cuando se trate de una renta empresarial, adicionalmente para personas jurídicas domiciliadas del veintinueve punto cinco (29.5%) y para personas jurídicas no domiciliadas del treinta por ciento (30%). Ambos beneficios estarán vigentes hasta el año 2027.

Por otro lado, para los rendimientos obtenidos mediante un FIRBI es preciso señalar que para las rentas originadas por arrendamientos se aplicara la tasa de retención definitiva del 5% para personas naturales, no precisándose una vigencia temporal. Sin embargo, para las ganancias de capital generadas por el aporte de inmueble al FIRBI se ha previsto como plazo de vigencia hasta diciembre del presente año.

Por ello, para las ganancias de capital por transferencia bursátil de los certificados de participación se ha establecido una exoneración al pago del impuesto a la renta hasta diciembre del presente año.

Teniendo en cuenta lo indicado precedentemente, se puede señalar que los incentivos fiscales son otorgados por un periodo determinado. En virtud a la norma VII del Título Preliminar del Código Tributario. Cabe precisar que la norma detalla las reglas generales para la dación de normas legales que contengan exoneraciones, incentivos o beneficios tributarios.

En consecuencia, el inciso C de la citada disposición normativa establece que la vigencia de la exoneración, incentivo o beneficio tributario no podrá exceder de tres (03) años. Y en el caso de que no se haya señalado plazo de vigencia, se entenderá otorgado por un plazo máximo de tres (3) años.

Por otra parte, hacemos presente que los mencionados incentivos fiscales no encajarían en los supuestos de inafectación o exoneración, por razones que explicamos a continuación.

Con respecto a la exoneración, es necesario indicar que a pesar de que la hipótesis de incidencia (o hecho imponible) se ha producido no dará lugar al nacimiento de la obligación tributaria, toda vez que existe una norma legal que así lo establece.

En tal sentido, si analizamos los rendimientos obtenidos por el FIBRA o FIRBI se puede concluir que efectivamente se dio el hecho imponible y consecuentemente se generó una renta, sin embargo, tendrán una tasa preferente, más no una exoneración.

Por otro lado, en relación al mecanismo de inafectación se debe entender que no se dio la hipótesis de incidencia, es decir que no se reunieron todos los requisitos para producirse el hecho generador y con ello la obligación tributaria.

En consecuencia, las rentas generadas mediante un FIBRA o FIRBI no estarán sujetas a una inafectación, porque claramente se ha producido el hecho generador.

Sin perjuicio de lo anteriormente dicho, debemos indicar que para el otorgamiento de los mencionados incentivos tributarios se deben cumplir con todos los requisitos exigidos mediante la norma. Su incumplimiento traerá consigo la pérdida automática de estos beneficios y se les aplicará la Ley de Impuesto a la Renta.

- **Respecto a la no vinculación:**

Mediante la Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo de capitales, se establece que las rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso de bienes inmuebles estarán sujetas a una tasa de retención definitiva del impuesto a la renta de cinco por ciento (5%), solo si se cumplen los siguientes requisitos:

- Si durante el ejercicio el fideicomisario y sus partes vinculadas, o los partícipes y sus partes vinculadas, tengan la propiedad de menos del veinte por ciento (20%) del total de los certificados de participación emitidos.

- La actividad de construcción y administración de las actividades inmobiliarias debe realizarse a través de un tercero.
- No debe existir vinculación entre los fideicomisarios y/o fideicomitentes y/o Sociedad Titulizadora y/o terceros contratados para el desarrollo de la finalidad del FIBRA. De igual manera, no debe existir vinculación entre los partícipes, la sociedad administradora o el tercero contratado para el desarrollo de la finalidad del FIRBI.
- Los fideicomisarios y sus partes vinculadas, o los partícipes y sus partes vinculadas no pueden poseer más del veinte por ciento (20%) del capital de los terceros a cargo de la construcción.

En consecuencia, siendo la no vinculación uno de los principales requisitos para la determinación del otorgamiento del tratamiento tributario preferente, resulta posible afirmar que la intención del legislador es fomentar el uso de estos vehículos de inversión en las pequeñas empresas o personas naturales, evitando la concentración en grupos económicos y con ello la desnaturalización de ambas figuras.

CAPÍTULO VII. CONCLUSIONES

Del análisis realizado respecto de la información existente y recabada, así como también de las entrevistas realizadas a diversos expertos en la materia, se desprende que existe una alta necesidad por contar con otros mecanismos que permitan a los inversionistas nuevas oportunidades de negocio; por ello, la presente investigación va dirigida a los organismos reguladores, a fin de que tomen en consideración las recomendaciones planteadas con el objeto de incorporar las mismas en una modificación normativa.

De acuerdo a ello, se puede indicar que en la realidad peruana, así como para esta legislación, estas figuras son nuevas y el mercado local no tiene mucha experiencia al respecto. Tanto es así que los órganos reguladores han venido modificando la normativa aplicable al respecto, desde su primera aparición en Perú, entre diciembre de 2014 y agosto de 2015, hasta la última incorporación normativa dada por el MEF, a través del Decreto Supremo N° 1188, mediante el cual busca incentivar el mercado de valores peruano al otorgarle incentivos fiscales para promover los FIRBI y FIBRA.

Asimismo, es necesario resaltar que el mercado de valores local, en el Perú, es reducido en comparación con los mercados más desarrollados, como lo son el de Estados Unidos (donde nacieron los REIT), México, Chile, Colombia y España, situación que se ha tratado y comentado previamente en la presente tesis, solo por ofrecer algunos ejemplos de las diferentes realidades que existen en el mundo y que están relacionadas con estos instrumentos de inversión.

Es por ello que la SMV los ve como una oportunidad de crecimiento para el mercado local y busca la implementación de estos instrumentos para que los diversos tipos de inversionistas recurran a ellos y puedan diversificar sus inversiones. No obstante, la normativa peruana no es muy profunda al respecto, puesto que solo existe normativa tributaria y una del mercado de valores, cuestiones que no generan mucho incentivo en los inversionistas, salvo por los beneficios tributarios.

Por otro lado, se ha podido identificar que para el desarrollo de estos instrumentos de inversión es necesario contar con un mercado inmobiliario dinámico, a través del cual se permita la adquisición de los inmuebles para concretar la figura. Por el contrario, si el mercado carece de inmuebles para constituir estos instrumentos, resulta poco probable que pueda desarrollarse un negocio que genere rentabilidad para los inversionistas, por lo que no será atractivo.

Del mismo modo, se puede considerar a estos instrumentos como una gran oportunidad para generar liquidez y reestructurar las deudas que pudieran existir. Con ello, también podrían adquirirse mayores inmuebles para inversión. Lo que se busca a través de estos instrumentos es canalizar inversión de los inversionistas (institucionales y *retail*) hacia el mercado de rentas inmobiliarias con la finalidad de desarrollar y dinamizar el sector inmobiliario.

Sin embargo, los FIRBI y FIBRA, en la actualidad, no se han desarrollado como se esperaba, dado que si bien el mercado tiene demanda, es decir, hay inversionistas interesados en invertir en dichos vehículos inversión, la oferta es escasa, dado que no hay mucho interés de las grandes corporaciones en trasladar su propiedad hacia un FIRBI o FIBRA; asimismo, se puede observar que el mercado inmobiliario en ciertos sectores hay alta oferta y baja demanda (por ejemplo el mercado de oficinas y viviendas), dichos factores impiden que estos vehículos de inversión no desarrollen. Esto se debe a que la norma no genera hasta ahora un incentivo que sea atractivo para esta figura. Respecto a la oferta, se debe considerar que el traslado de una propiedad a un FIRBI o FIBRA implica la pérdida del dominio por parte del propietario y, por ende, de la posesión.

Asimismo, es importante considerar que en el Perú no existe una cultura de arrendamiento; es decir, frente a la posibilidad de adquirir un bien inmueble o arrendarlo, se preferirá lo que otorgue mayor dominio: la adquisición de la titularidad de un bien inmueble.

En consecuencia, se considera que la norma debería crear un incentivo para la oferta a través del cual, si bien se pierda la propiedad, se permita la posesión

(explícitamente), como en el caso de México, donde se puede arrendar el bien otorgado al FIBRA y el diferimiento del impuesto a la renta se realiza durante el periodo del arrendamiento, el cual no puede ser mayor a diez años.

Si bien los vehículos de inversión FIRBI y FIBRA coadyuvan a dinamizar el mercado inmobiliario, la normativa de este debería brindar mayores incentivos para su desarrollo.

Se considera que la implementación de estos vehículos de inversión inmobiliaria en bienes raíces son positivos para el desarrollo del mercado de capitales. No obstante, existen actualmente ciertos aspectos en que las normas pueden mejorar en beneficio de todos los actores.

Por ejemplo, con respecto al diferimiento del impuesto a la renta por el aporte (y el impuesto de alcabala para el FIRBI), se da hasta que (a) el FIBRA o FIRBI transfiera el bien a un tercero, o (b) el fideicomisario o partícipe transfiera “cualquiera de los certificados de participación”. El término “cualquiera”, en este último supuesto, genera una serie de desventajas. Al momento de aportar el inmueble al FIBRA o FIRBI, el fideicomisario o partícipe recibe a cambio certificados de participación de manera proporcional al valor que tiene el inmueble aportado. Estos certificados de participación en su totalidad representan el aporte del inmueble.

Sin embargo, a partir de una interpretación literal de la norma tributaria, bastaría con transferir tan solo uno de los certificados para que se active la obligación de pagar el impuesto a la renta y el impuesto de alcabala por todo el inmueble, sin importar que tan solo representen una parte de la totalidad del mismo.

Por lo tanto, debería precisarse en la norma que el pago del impuesto a la renta sea solo por el valor proporcional que tienen los certificados de participación transferidos, ya que el monto gravado no se condice con los ingresos recibidos por la transferencia de solo una parte de los certificados de participación, siendo probable que la Sunat interprete de manera literal la norma a la hora de emitir sus resoluciones de determinación de impuesto.

Por otro lado, el actual requisito de la no vinculación puede generar problemas para los partícipes o fideicomisarios que deseen acceder a la tasa reducida del 5%. Uno de los requisitos para poder acceder a dicha tasa, por las rentas derivadas de los dividendos distribuidos, es la no existencia de vinculación alguna entre los partícipes o fideicomisarios y el gestor, y entre la comisión administradora y los terceros contratados para el desarrollo de la finalidad del vehículo.

Por la forma en la que está redactado el artículo, si existiese vinculación entre dos o más partícipes o fideicomisarios, las personas naturales podrían perder dicho beneficio y encontrarse sujetos a una tasa de impuesto a la renta mucho más alta (29.5%). Esto genera un gran desincentivo porque muchos de los partícipes o fideicomisarios pueden haber adquirido los certificados de participación en el mercado secundario sin conocer si puede haber vínculo entre ellos o con cualquiera de los involucrados con el FIBRA o FIRBI. Por tanto, sería positivo una precisión respecto de la vinculación de los partícipes o fideicomisarios para que aplique únicamente a los partícipes o fideicomisarios iniciales, o considerados como “fundadores” (Miranda, 2017), quienes adquirieron mediante oferta pública primaria.

Resultaría importante precisar estos detalles, ya que no es la finalidad de la norma que los inversionistas estén más preocupados y pendientes en no perder las condiciones para acceder a los beneficios que se otorgan, sino que logren obtener la mayor rentabilidad para su inversión.

Finalmente, se presentan las diversas ventajas identificadas:

Para los inversionistas:

- Ampliar el abanico de posibilidades en inversión inmobiliaria.
- Mayor rentabilidad por el arrendamiento y la plusvalía de los inmuebles.
- Dinamizar el Mercado Valores respecto a la alta liquidez de certificados de participación.
- La administración diligente y especializada.

- Mejoras tributarias para los inversionistas (personas naturales) y para la venta de los certificados de participación.

Para los titulares de inmuebles:

- Liquidez del activo.
- Revalorización de los activos en portafolio.
- Incremento del portafolio inmobiliario.
- Obtener ingresos por el arrendamiento.
- Posibilidades de inversión para expansión del mercado inmobiliario.
- Mejoras tributarias para los aportes o transferencias fiduciarias, así como también para la venta de certificados de participación.

De acuerdo a lo manifestado por la mayoría de los entrevistados en el desarrollo de la presente tesis, y habiendo evaluado el desarrollo inmobiliario en Perú, así como la normativa de impulso de FIBRA y FIRBI, se ha llegado a la conclusión de que a la fecha no es viable que se implemente en un FIRBI o FIBRA el desarrollo de compra de títulos hipotecarios (Mortgage REIT), tal como ocurrió en los Estados Unidos a mediados de la década del 70, dado que el mercado de valores peruano es pequeño y aún no logra consolidar el desarrollo de dichos vehículos de inversión como tal, debiendo haber reformas normativas que promuevan el desarrollo de los mismos. Tal vez, como señala Iván Zárate Aima (2019), estrategia de inversiones inmobiliarias en Fondos SURA, el desarrollo de la compra de título hipotecarios podría ser una segunda etapa en la implementación de los FIBRA y FIRBI; sin embargo, por el momento esta implementación no está contemplada.

CAPÍTULO VIII. RECOMENDACIONES

- Realizar una incorporación normativa que permita de manera explícita, al aportante o transferente de un bien inmueble en la constitución de un FIBRA, arrendar el mismo bien transferido, a fin de no perder la posesión del bien, otorgándole la posibilidad del diferimiento del pago del impuesto a la renta durante el periodo del arrendamiento, siempre y cuando firme un contrato de arrendamiento de inmediato con la FIBRA, el cual no puede ser mayor a diez años; con esta transferencia el propietario pierde el dominio mas no la posesión, y con ello los inversionistas podrían considerar estos vehículos más atractivos.
- Incluir dentro de la normativa referida al Impuesto a la Renta, el beneficio del diferimiento en el pago del mismo por la ganancia de capital generada al aportar un bien al FIBRA o FIRBI, siendo éste de manera permanente y no a un plazo fijo como lo establece actualmente la norma, siendo el pago de impuesto a la renta solo hasta el 31 de diciembre de 2019 para los FIRBI y para el caso de los FIBRA hasta el 31 de diciembre de 2027.
- Asimismo, si bien el impuesto que pagan los aportantes de inmuebles de los FIBRA y FIRBI están diferidos, la tasa de este impuesto debería de reducirse, tanto para personas naturales y jurídicas para hacer más atractivo el formar parte de estos instrumentos, generando que más inmuebles se sumen a ellos favoreciendo la diversificación del riesgo, sirviendo esto también como incentivo para que los inversionistas se interesen en estos vehículos.

ANEXO 1

Entrevista N° 01

Rubén Mosqueda, Ph.D.

Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valencia.

Director en MD-Economistas Financieros, firma consultora en materia de precios de transferencia y Valuación de Empresas.

Fecha: 26/12/2018

1. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

Desde luego que estos instrumentos están fuertemente relacionados con el desempeño del sector que es altamente sensible a la economía del país, sin embargo, la creación de empresas Fintech ha dado buen impulso a la inversión en estos instrumentos.

2. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de las FIRBIS y FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

- a. Rentabilidad muy atractiva.
- b. Seguridad en el pago al tratarse de proyectos inmobiliarios que se rigen con la garantía fiduciaria.
- c. Acceso a proyectos inmobiliarios muy interesantes y perdurables en el tiempo.

3. ¿El Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero?

Desde luego, es un principio del sistema financiero internacional, garantizar los medios de pago, la liquidez y eliminar el riesgo del mercado.

4. ¿Considera que la implementación normativa de los FIRBIS y FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

No necesariamente, sólo se ha facilitado la emisión de instrumentos de inversión que cumplan con la Ley general del Mercado de Valores. En este sentido, el inversionista estaría invirtiendo en instrumentos de inversión respaldados y regulados sin que haya de por medio el riesgo operativo.

5. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en estos instrumentos?

No, al contrario, la ganancia queda gravada a la tasa correspondiente del Impuesto a la Renta

6. ¿Qué mejoras tributarias podría darse para el desarrollo de estos vehículos de inversión?

Debemos diferenciar de las mejoras tributarias si los instrumentos son adquiridos en mercado primario y secundario, de aquellos que son adquiridos de manera indirecta a través de CFD's de mercados regulados.

Recordemos que los CFD's son instrumentos derivados, cuyo subyacente sería una FIBRA, y que puede operar en mercados no regulados.

Sin embargo, considero que tanto en el primer como en el segundo caso la tasa tributaria debería ser más baja y de esta forma motivar la inversión en estos instrumentos.

7. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

El riesgo país impacta negativamente porque está correlacionado con la tasa de mercado, luego, si la FIBRA ha sido pactada a una tasa fija y las tasas del mercado suben, la FIBRA terminaría pagando un rendimiento menor, incluso, a la inflación.

El riesgo por insolvencia de la emisora.

8. ¿De qué manera podría diversificarse estos riesgos identificados?

- El primero se identifica a través de la valuación de las agencias calificadoras de riesgos.
- El segundo es un riesgo que se podría conocer conforme se acerque la emisora al punto de insolvencia.

Ambos dependen de la situación económica del país.

9. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

Si, de hecho, se recomienda que la FIBRA en la que se invierta sea AA ó AAA. En México la FIBRA UNO es líder y es tomada como referencia por los fondos de inversión.

10. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

Definitivamente sí porque se tiene acceso de manera más directa al capital y con tasas de financiamiento más competitivas que las que pudiera otorgar los bancos.

11. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

Definitivamente la FIBRA.

12. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

Sí, de hecho en México las FIBRAS funcionan de manera muy similar a los Mortgage REITs de los EEUU.

En este sentido existen FIBRAS con calificación de inversión, pero con capital de riesgo. Al respecto, el inversionista sabe que está invirtiendo en instrumentos de riesgo y por los que recibe un mayor rendimiento por su inversión. Este tipo de FIBRAS son mixtas porque pagan una renta fija más una ganancia que está en función de las utilidades generadas.

13. ¿Cuáles son las principales brechas en la regulación respecto a los FIRBIS y FIBRAS?

En el caso de México no existen los FIRBIS porque las FIBRAS no sólo proporcionan la garantía de pago a los inversores, sino que estos instrumentos de inversión son incorporados a fondos de inversión y/o sociedades de inversión.

ANEXO 2

Entrevista N° 02

Ivan Zarate Aima

Estratega de Inversiones Inmobiliarias en Fondos SURA

Ingeniero Industrial de la Universidad Nacional de Ingeniería.

Estudios de Postgrado en la Maestría en Finanzas de la Universidad del Pacífico y en Centrum/EADA (Marketing).

Fecha: 04/01/2019

1. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

El mercado necesita contar con una buena cartera de activos, que los gestores se encarguen de impulsar la inversión de activos importantes, mostrándole los beneficios que obtendrían, así como por parte de los desarrollares, en función a la estabilidad que puedan brindar a la inversión.

Por parte del Regulador, en función a los fondos de inversión, las modificaciones se realizan por asamblea de partícipes, en ese sentido, las aprobaciones que se presenten pueden tornarse complicadas y dilatadas en función al quorum que se tenga, dado dependerá de los acuerdos que se obtengan. Es por ello, que considera que deben existir ciertos parámetros para que desde un inicio se establezca que los gestores tengan la libertad de determinar ciertas decisiones. Sin embargo para ello debería verse la manera que se reduzca el riesgo de dilución, siendo esto lo que le preocupa al regulador.

2. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de las FIRBIS y FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

Son activos alternativos que tienen ventajas de inversión en comparación a los activos tradicionales, donde el riesgo está acotado en función al valor de los activos, acceso a las rentas, ventajas tributarias para las personas naturales, no necesitas estar activo en la gestión del arrendamiento.

3. ¿El Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero?

Considera que si los está cumpliendo, pero si ha habido mejoras.

4. ¿Considera que la implementación normativa de los FIRBIS y FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

No un gran impacto, pero si se viene desarrollando los modelos de negocio, pese a que la regulación se ido implementando, no siendo está del todo beneficiosa desde un inicio para los inversionistas.

5. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en estos instrumentos?

Si existen para las personas naturales en donde la retención para el impuesto a la renta sobre la renta bruta es del 5%.

6. ¿Qué mejoras tributarias podría darse para el desarrollo de estos vehículos de inversión?

La mejora tributaria que considera que debería darse es la tasa por la venta de los inmuebles que esta sea igual a la renta de segunda categoría.

7. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

Para los inversionistas, hay riesgo en mercado inmobiliario, riesgo crediticio, riesgos propios de los activos en función al due diligence que se haya elaborado, riesgo legal.

8. ¿De qué manera podría diversificarse estos riesgos identificados?

Son riesgos intrínsecos que dificultan la diversificación, la única manera es teniendo escala en donde se mida en función al nivel de activos que tenga cada vehículo.

9. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

Si porque es atractivo para las personas que sacan sus fondos de la AFP, y no están en capacidad de estar evaluando constantemente sus inversiones, ni gestionando la manera de invertir las, sin saber a dónde va su inversión, en donde este modelo de negocio les brinda una renta fija.

10. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

Claro que sí, en la medida que exista demanda por buenos activos, y los gestores se encarguen de tomar el riesgo por desarrollar este modelo de negocio.

11. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

Ambos modelos están regulados, ambos son públicos, y ambos pueden invertir en lo mismo. Lo importante aquí es ver el respaldo del gestor, la Titulizadora, dado que lo más resaltante es la trayectoria del desarrollador, el prestigio del mismo en el mercado.

12. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

Son otros instrumentos de inversión, pero el riesgo está en el subyacente. En ese sentido, teniendo en cuenta la crisis de Estados Unidos, la crisis se dio porque el subyacente era malo, en consecuencia, evaluando un buen subyacente, es decir el riesgo va presentarse en la medida que se compre cualquier tipo de activo. Sin embargo, este modelo aún sería la segunda etapa del desarrollo de estos vehículos.

13. ¿Cuáles son las principales brechas en la regulación respecto a los FIRBIS y FIBRAS?

El tema principal es el tema tributario de la segunda categoría y el mecanismo de aportes de los activos a los FIRBIS y FIBRAS.

ANEXO 3

Entrevista N° 03

Juan Manuel Robles Montoya

Asociado Senior en De Bracamonte, Haaker & Castellares Abogados

Abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

MBA en Masstrich University, Netherlands

Fecha: 15/01/2019

1. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

- i. Mayor conocimiento de la existencia de estas estructuras: publicitando las mismas (p.e., la Bolsa de Valores de Lima llevó a cabo un evento en el 2018 denominado “Fibras y Firbis: La experiencia mexicana” para acercar a los inversionistas a estas estructuras explicando la experiencia mexicana).
- ii. Incentivar la creación de un mercado secundario de los certificados que emitan los FIRBIS y las FIBRAS, para efectos de que los inversionistas tengan mayores posibilidades de “rescatar” sus inversiones.
- iii. Eliminar aún más la asimetría informativa, estableciendo claramente cuál es la información que previamente y periódicamente el desarrollador deberá comunicar a los inversionistas a fin de que estos puedan monitorear el desarrollo del proyecto y, de ser el caso, tomar las acciones que consideren convenientes (p.e. nombrar o cambiar a un supervisor de obra).

2. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de las FIRBIS y FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

En teoría, las ventajas más resaltantes de ambos vehículos, tanto para los inversionistas como para las empresas desarrolladores, son las siguientes:

- i. Liquidez en bolsa.
- ii. Distribución de resultados anual.
- iii. Buen gobierno corporativo.
- iv. Rendimiento adicional por apreciación del inmueble.
- v. Protección frente a inflación a través de arriendos.

- vi. Acceso al desarrollo de nuevos negocios inmobiliarios.
- vii. Transparencia.
- viii. Eficiencia tributaria.
- ix. Diversificación de financiamiento.
- x. Control potencial de inmuebles vía administrador o gestor.
- xi. Oportunidades en sucesiones, ciclo de negocios inmobiliarios.
- xii. Diferimiento de impuesto a la renta.
- xiii. Diferimiento de alcabala en caso del Firbi.
- xiv. Exoneración de alcabala en caso del Fibra.

3. ¿El Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero?

La Superintendencia de Mercado de Valores del Perú (“SMV”) ha regulado diversos mecanismos de inversión mediante el mercado de capitales, entre los que se encuentran los fideicomisos de Titulización, los fondos de inversión y las emisiones de valores mobiliarios. Asimismo, tanto la SMV como la Bolsa de Valores de Lima se encargan de realizar seminarios y eventos con el objetivo de impulsar y promover el mercado. Sin embargo, este rol podría incrementarse, en función a los comentarios que hemos indicado anteriormente.

4. ¿Considera que la implementación normativa de los FIRBIS y FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

A la fecha, se han constituido muy pocas FIBRAS en el mercado peruano, la cual aún no realiza una emisión de certificados. No obstante, consideramos que es un mecanismo de inversión tendrá un mayor impacto en los siguientes años.

5. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en estos instrumentos?

Las Firbis cuentan con los siguientes beneficios tributarios:

- i. Diferimiento en el pago de Alcabala.
- ii. Diferimiento en el pago del Impuesto a la Renta a la ganancia de capital del aporte.
- iii. Atribución de renta como persona natural al 5% (antes era del 28%).

Las Fibras cuentan con los siguientes beneficios tributarios:

- i. No se requiere pago de alcabala.
- ii. Diferimiento en el pago del Impuesto a la Renta a la ganancia del capital en caso el fideicomiso sea sin retorno.
- iii. Atribución de renta como persona natural al 5% (antes era del 28%).

6. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

- i. Concentración de riesgo: Debido a que al menos el 70% de los recursos de tanto la Firbi como la Fibra deben ser invertidos en activos propios de su inversión, la concentración de la misma podría afectar el rendimiento del fideicomiso o del fondo en caso la coyuntura económica del país afecte ese sector.
- ii. Inadecuado mercado secundario para la venta de los certificados de participación.
- iii. Inadecuada información a los inversionistas (especialmente en contextos de burbujas inmobiliarias).

7. ¿De qué manera podría diversificarse estos riesgos identificados?

- i. Respecto de la concentración: Según la normativa peruana, al menos el 70 % de los patrimonios de los vehículos debe ser utilizado en activos propios de su inversión y el porcentaje restante debe ser en depósitos en entidades bancarias, instrumentos representativos de éstos o en instrumentos representativos de deuda emitidos por el Gobierno Central o por el Banco Central de Reserva del Perú. En ese sentido, la norma no permite diversificar la inversión para mitigar riesgos. Esto debiera ser modificado.
- ii. Respecto del mercado secundario: Mayor publicidad y menos requisitos para acceder a la compra de los certificados de participación.
- iii. Respecto de la información a inversionistas: supervisar la información dirigida a inversionistas tanto previa, como la periódica; así como el envío de cifras macroeconómicas respecto del sector construcción.

8. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

Consideramos que sí es atractivo el uso de fondos en la inversión en una FIRBI o una FIBRA debido a los beneficios tributarios y de para los inversionistas y para los estructuradores de los vehículos.

9. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

Efectivamente, ambas estructuras podrían impulsar el desarrollo en este sector puesto que diversifica las fuentes de financiamiento.

10. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

Consideramos que el desarrollo de una Fibra es más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones debido a que este esquema se encuentra exonerado del pago de alcabala.

11. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

La actual normativa no permite la compra de títulos inmobiliarios debido a que las mismas tienen como objetivo la adquisición y/o construcción de bienes inmuebles, los que se destinarán en arrendamiento u otras formas onerosas de cesión de uso. Sin embargo, de realizarse las modificaciones pertinentes, consideramos ello viable.

12. ¿Cuáles son las principales brechas en la regulación respecto a los FIRBIS y FIBRAS?

Las dos principales brechas en la regulación son:

- a) Regulación no sistemática de los FIRBIS y FIBRAS (actualmente, sólo existe regulación tributaria y una norma de mercado de valores).
- b) Poca profundidad en la regulación de ambos mecanismos (específicamente en lo relacionado al mercado de valores).

La existencia de un fideicomiso inmobiliario, en virtud del cual: (i) se aislaban los activos requeridos para la ejecución del proyecto; (ii) se garantizaba la correcta

ejecución del proyecto (mediante el desembolso de los fondos sobre la base de un presupuesto preaprobado entre desarrollador y financista); y (iii) se realizaba un mejor orden para ejecutar el proyecto; ya existía anteriormente.

Así, diversos proyectos inmobiliarios (sobre todo de construcción y venta de unidades inmobiliarias) implementaban este mecanismo para efectos de obtener un financiamiento bancario (mercado financiero indirecto).

El gran aspecto que permiten tanto los FIRBIS como las FIBRAS es ampliar la fuente de financiamiento de estos proyectos al mercado financiero directo (sujetos supravitarios, sin la intervención de una institución financiera).

En este sentido, y teniendo en consideración que en el mercado financiero directo el aspecto más importante a considerar en la regulación es la asimetría informativa, la regulación debe estar enfocada a este aspecto.

Asimismo, y observando la importancia del mercado inmobiliario (que emplea una gran mano de obra), así como las lecciones obtenidas de la crisis generada por la burbuja inmobiliaria; debe regularse detenidamente: (i) la valuación de los activos subyacentes (terreno, permisos, etc.); y (ii) su relación con la valuación de los certificados que se hayan emitido.

Por último, debe observarse que el mecanismo de ejecución de estos instrumentos siga siendo célere y privado (en caso de un incumplimiento) y que cuide con cautelar a los dos principales grupos de interés: (i) adquirentes de unidades inmobiliarias; y (ii) los financistas.

ANEXO 4

Entrevista N° 04

Alonso Miranda Vargas

Socio en Estudio Eche copar

Abogado de la Universidad de Lima – 2004

Maestría en Derecho (LL.M.) en Bond University – Faculty of Law,
Especialización en Derecho Corporativo y Comercial, Gold Coast,
Queensland, Australia, setiembre 2007 – mayo 2008.

Fecha: 24/01/2019

1. ¿Cuáles considera son los problemas o inconvenientes más resaltantes de las FIRBIS Y FIBRAS?

En mi opinión, los siguientes son los problemas que presentan los FIRBIS y las FIBRAS en el Perú:

- Aún se mantienen ciertas diferencias regulatorias entre ambos vehículos que generan arbitraje regulatorio. Las principales diferencias son las siguientes: (i) el diferimiento de la obligación de pago del Impuesto a la Renta por los aportes de inmuebles aplica, en el caso de los FIRBIS hasta el 31 de diciembre de 2019, mientras que en el caso de las FIBRAS hasta el 31 de diciembre del 2027 (10 años), (ii) los aportes de inmuebles sin retorno que se hagan una FIBRA estarán exentos del pago del impuesto de alcabala (al tratarse de transferencias en dominio fiduciario), mientras que los aportes de inmuebles a los FIRBIS sí están sujetos al pago del impuesto de alcabala (3% del valor del aporte), y (iii) en aplicación de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (ley que aplica a los FIRBIS al tratarse de fondos de inversión), los FIRBIS únicamente pueden invertir en activos inmobiliarios generadores de renta ubicados en el Perú, mientras que en el caso de las FIBRAS no existe tal limitación.
- A diferencia de lo que ocurre en México, en el Perú no se incluyó la posibilidad de extender el diferimiento de la obligación del pago de Impuesto a la Renta por la ganancia de capital general al aportar un bien inmueble a una FIBRA o FIRBI, en los casos en que, simultáneamente al aporte, el FIRBI o la FIBRA (según sea el caso) otorgue en arrendamiento el respectivo activo al aportante. De acuerdo

con la Ley del Impuesto sobre la Renta mexicana, cuando el aportante de un bien a una FIBRA mexicana celebre de inmediato un contrato de arrendamiento con la FIBRA por el mismo bien aportado, éste podrá diferir el pago del Impuesto a la Renta hasta el momento en que termine el contrato de arrendamiento, siempre que dicho contrato no tenga un plazo mayor a 10 años, o el momento en que la FIBRA transfiera el bien, lo que ocurra primero. Esta disposición, o una similar, no fue recogida por la legislación peruana y, por lo tanto, dicho diferimiento extendido no aplica. Ciertamente, en mi opinión esto impide el despegue de los FIRBIS y FIBRAS, pues desincentiva que los propietarios de activos inmobiliarios que tengan características ideales para ser aportados a una FIBRA o un FIRBI generando liquidez por el aporte del activo sin perder la posesión y, además, pudiendo diferir el pago del Impuesto a la Renta hasta por 10 años, aporten tales bienes a un FIRBI o a un FIBRA. De haberse recogido la alternativa mexicana, considero que se dinamizaría muchísimo el mercado inmobiliario y las FIBRAS y FIRBIS tendrán mayor posibilidad de adquirir activos inmobiliarios generadores de rentas.

- Finalmente, las normas que regulan los FIRBIS y las FIBRAS exigen que los certificados de participación sean **exclusivamente** colocados por oferta pública primaria. Es decir, no existe la posibilidad de que, en cualquier momento durante la vida y desarrollo de actividades de una FIBRA o un FIRBI, una persona o entidad aporte un bien inmueble generador de renta y, en lugar de recibir cash (lo que gatillaría la obligación de pagar el impuesto a la renta) solicite recibir certificados de participación a fin de diferir la obligación de pago del impuesto a la renta hasta la transferencia de tales certificados (proporcional al número de certificados transferidos) o hasta la venta del inmueble. Para que ello ocurra, el FIRBI o la FIBRA deberá hacer una nueva oferta pública, lo cual, en mi opinión resulta absurdo.

2. ¿Es un problema encontrar inmuebles para la constitución de las FIRBIS y/o FIBRAS?

Dado que el objetivo de inversión de las FIRBIS y las FIBRAS debe ser principalmente invertir en activos inmobiliarios generadores de rentas, lo lógico es que tales inversiones sean en inmuebles capaces de generar rentas significativas (centros comerciales, almacenes, edificios de oficinas) donde el control de todo el activo (visto como negocio) esté en cabeza de la FIBRA o el FIRBI. En mi opinión, el mercado inmobiliario de renta en el Perú se encuentra aún en un proceso de

transformación, pasando de inmuebles que tienen varios propietarios (e.g., edificios de oficinas con distintos propietarios, edificios de viviendas con propietarios individuales o, incluso, en algunos casos, centros comerciales antiguos donde cada comerciante es dueño de un espacio) a inmuebles con un solo propietario. Los proyectos inmobiliarios con varios propietarios, está demostrado, perjudican el valor de los mismos, pues no necesariamente todos ellos están alineados con generarle valor al activo manteniendo el activo en óptimas condiciones, o con el tipo de arrendatarios. Esta realidad genera algunos problemas (i) negociar con varios propietarios para adquirir todo el activo inmobiliario, o (ii) adquirir algunas unidades dentro de un proyecto más grande, bajo el riesgo de no poder mantener el activo en las condiciones deseadas para mantener o mejorar el valor del mismo. Conforme se vaya consolidando propiedad en proyectos inmobiliarios o se construyan nuevos proyectos con un solo propietario, esto va a ir cambiando y son precisamente ese tipo de activos los que deben buscar los FIRBIS y las FIBRAS.

Adicionalmente a ello, está el problema de la escases de tierra y el alto costo de la misma, lo que puede generar que un buen proyecto no tenga la capacidad de generar una TIR adecuada/esperada producto del alto costo por la adquisición de la tierra para desarrollarla luego.

3. ¿Cuáles deberían ser los principales clientes de los FIRBIS?

Por el lado de la demanda de certificados de participación, considero que los inversionistas institucionales siempre son importantes por la capacidad de inversión que tienen al administrar significativas cantidades de dinero, lo que permitiría generar FIRBIS o FIBRAS con patrimonios importantes y la importancia de su participación para generar un mercado más profundo y líquido de los certificados de participación. No obstante, en mi opinión, las personas naturales también son un actor importante en la ecuación, pues genera volumen de inversionistas con tickets más bajos pero que permiten desarrollar también un mercado secundario de menor escala de negociación en cuanto a volúmenes de negociación.

Por el lado de la inversión, los principales clientes dependerán del tipo de activo inmobiliario del que se trate. Me explico, si estamos hablando de un edificio de vivienda, los principales clientes serán personas naturales que deseen alquilar un departamento temporalmente; mientras que si hablamos de un edificio de oficinas (y acá también dependiendo del tipo de edificio del que se trate, uno prime o uno clase B

o C), los principales clientes van a ser empresas de primer nivel (edificio de oficinas prime) o empresas más pequeñas (edificios de clase B o C).

4. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

En mi opinión, necesita corregir los aspectos regulatorios antes indicados e incentivar de alguna manera la participación de inversionistas institucionales tanto locales como internacionales (me parece, por ejemplo, que en México se dieron algunos beneficios para la participación de los REITS americanos en FIBRAS mexicanas, manteniendo la transparencia tributaria de los vehículos mexicanos hacia los REITS americanos, lo cual generó un canalización de recursos importantes desde USA a México, dinamizando el mercado inmobiliarios mexicano).

Asimismo, el mercado necesita madurar y percibir que estos vehículos funcionan bien. Eso es un tema de tiempo y buena administración de los vehículos que se vayan creando.

5. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de las FIRBIS y FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

Para los inversionistas personas naturales, sin duda la aplicación de la tasa reducida del 5% a las rentas generadas por el alquiler de los activos inmobiliarios, la posibilidad de tomar riesgo inmobiliario diversificado a través de la FIBRA o FIRBI (dado que tienen capacidad de invertir en varios activos de distintos tipos) y contar con una administración profesional que se encarga de adoptar las decisiones de inversión y mantener los inmuebles, cobrar las rentas, etc.

Para los inversionistas institucionales, considero que estos vehículos constituyen una alternativa adicional de inversión que les permite diversificar aún más sus inversiones y tomar riesgo inmobiliario en inversiones administradas por profesionales con conocimiento del mercado inmobiliario y experiencia (esto dependerá de cómo esté conformado la administración de los vehículos, obviamente).

Otro aspecto importante, es la obligación de los FIRBIS y FIBRAS de distribuir necesariamente y en forma anual el 95% de las rentas generadas, lo cual genera predictibilidad respecto del destino de la utilidad generada y no estar sujeto a la

decisión de uno o más partícipes que tengan control y que puedan adoptar una decisión distinta por tener intereses en conflicto con los demás partícipes.

6. ¿Considera que el Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero y/o de valores?

Creo que está mejorando, pero falta mucho por hacer. El gran problema del regulador peruano es que parte de la premisa equivocada de que todos quieren aprovecharse y sacarle la vuelta a la ley. Por lo tanto, establece regulación muy estricta que resta flexibilidad al mercado. En el caso particular de los FIRBIS, por ejemplo, la Ley de Fondos de Inversión y su Reglamento, claramente, no están diseñados para vehículos como estos.

Solo por citar un ejemplo, tales normas establecen que todos los aumentos de capital deben ser aprobados previamente por la asamblea de partícipes aun cuando el capital autorizado del FIRBI sea bastante mayor a lo colocado. Es decir, el comité de inversiones o la sociedad administradora no va a poder hacer aumentos de capital para realizar más inversiones, si es que previamente no lo aprueba la asamblea de partícipes, cuando en realidad, quien conoce el negocio y sabe en qué momento necesita más capital para invertir y hacer crecer el patrimonio en beneficio de todos es la sociedad administradora.

7. ¿Considera que la implementación normativa de los FIRBIS y FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

Creo que ha causado gran interés, pero el impacto aún no se ha dado. Sigo pensando que es un tema de tiempo e ir corrigiendo las deficiencias normativas que se vayan identificando.

8. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en estos instrumentos?

Sí, por el lado del aportante de inmuebles, el diferimiento de la obligación de pago del impuesto a la renta hasta que el activo sea transferido a un tercero o hasta que se transfieran los certificados de participación recibidos como contraprestación por el aporte (en este último caso, en forma proporcional a la cantidad de certificados transferidos). Adicionalmente, en el caso de los FIRBIS (no aplica en el caso de las FIBRAS cuando la transferencia es en dominio fiduciario), el impuesto de alcabala

(cuyo contribuyente sería el FIRBI) también queda diferido hasta que ocurra cualquiera de las situaciones antes descritas.

Por el lado de los inversionistas personas naturales, el beneficio está en la aplicación de la tasa reducida del 5% a las rentas provenientes de los alquileres generados por las FIBRAS o los FIRBIS.

Todos los beneficios tributarios dependen del cumplimiento de una serie de condiciones establecidas en las normas aplicables.

9. ¿Qué mejoras tributarias podría darse para el desarrollo de estos vehículos de inversión?

Ver segundo *bullet point* de respuesta 1 anterior. Adicionalmente, considero que los beneficios tributarios deben ser permanentes y no temporales, tal como está previsto de momento. Finalmente, considero que inafectar permanentemente (a diferencia de la exoneración que existe de momento hoy) el impuesto a la renta por la ganancia de capital generada por la transferencia de los certificados de participación (al igual que otros valores mobiliarios) en rueda de bolsa podría atraer a más inversionistas hacia este tipo de vehículos.

10. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

Riesgos naturales del mercado inmobiliario (fluctuaciones de precio, fluctuaciones en la demanda de arrendatarios por activos inmobiliarios) y el riesgo de una mala o inadecuada administración por falta de experiencia u otros factores.

11. ¿De qué manera podría diversificarse estos riesgos identificados?

Me parece que son riesgos inherentes y connaturales a este tipo de inversiones.

12. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

No, considero que los fondos con fines previsionales tienen y deben tener ese propósito y ser administrados por especialistas que diversifiquen riesgos por sectores, empresas, tipos de instrumentos, etc. Si bien es cierto los FIRBIS y las FIBRAS tienen políticas de diversificación, siempre van a estar concentrados en riesgo inmobiliario.

13. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

En la medida en que crezca la demanda e interés, sin duda.

14. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

Depende mucho de la estrategia y objetivos de inversión. En algunos casos podría ser una FIBRA, en otros un FIRBI. Precisamente, ello es lo que no debería existir.

15. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

Dichos vehículos son muy interesantes y permiten dinamizar mucho el mercado inmobiliario de vivienda principalmente a fin de ir cerrando la brecha de demanda insatisfecha, pero son diametralmente distintos a las FIBRAS y FIRBIS. Son vehículos distintos que buscan y ofrecen cosas distintas a las FIRBIS y FIBRAS.

16. ¿Cuáles son las principales brechas en la regulación respecto a los FIRBIS y FIBRAS?

Ver respuesta 1 anterior.

ANEXO 5

Entrevista N° 05

Liliana Avellaneda Rojas

Abogada de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

MsC Development Management in London School of Economics

Fecha: 04/02/2019

1. ¿Cuáles considera son los problemas o inconvenientes más resaltantes de las FIBRAS?

Se debe aclarar la definición de utilidad distribuible y se debe permitir que estos patrimonios se financien a través del mercado de capitales.

2. ¿Es un problema encontrar inmuebles para la constitución de las FIRBIS y/o FIBRAS?

El mercado peruano no es tan grande como el mexicano por lo que hay un límite al tamaño que pueden tener nuestros FIBRAS.

3. ¿Cuáles deberían ser los principales clientes de los FIBRAS?

Es importante que haya una adecuada proporción de inversionistas institucionales e inversionistas retail para dotar de liquidez y solidez al producto.

4. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

Que los inversionistas institucionales participen más activamente como inversionistas de estos instrumentos y que los inversionistas en general comprendan mejor el producto para fin de que los FIBRAS y FIRBIs puedan crecer a una mayor escala.

5. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de las FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

El FIBRA permite a los inversionistas acceder a un patrimonio diversificado de inmuebles con una rentabilidad interesante y que les asegura el reparto anual del 95% de la utilidad distribuible del patrimonio.

Asimismo se ha previsto una tasa preferencial de Impuesto a la Renta para las personas naturales para los ganancias derivadas de los flujos de arrendamiento de los inmuebles.

6. ¿Considera que el Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero y/o de valores para las FIBRAS?

Los diversos reguladores involucrados en este producto han implementado una serie de cambios normativos para viabilizar las estructuras FIBRA. El MEF ha aprobado y precisado las normas tributarias referidas a los beneficios del FIBRA; la SBS ha publicado las normas necesarias para que los certificados FIBRA sean elegibles para las AFPs y Aseguradoras y tengan cabida dentro de los límites por tipo de instrumento; y la SMV ha regulado ciertos aspectos referidos a las responsabilidad del Fiduciario y del Comité Técnico.

Aún está pendiente que la SMV termine de regular los cambios a los que se hace referencia en la pregunta 1 de este cuestionario, entre otros.

7. ¿Considera que la implementación normativa de los FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

Los cambios legislativos realizados han favorecido el lanzamiento de estos instrumentos.

8. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en certificados FIBRA?

- Las personas naturales tributan 5% por las rentas originadas en los arrendamientos.
- La ganancia de capital por transferencia bursátil de certificados está exonerada.
- Se ha regulado el pago diferido de los tributos a ser pagados por la ganancia de capital por aporte de inmuebles a la FIBRA

9. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

El riesgo de no consolidación del mercado para FIBRAS y FIRBIS

10. ¿De qué manera podría mitigarse estos riesgos identificados?

Participación de los Inversionistas Institucionales para darle escalabilidad al producto.

11. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

Aún no, el mercado no está preparado para ello.

En unos años, en que estos instrumentos se conviertan en masivos podrían ser atractivos para estas personas como parte de un portafolio de inversión.

12. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

Considero que sí lo impulsaría, en otros países estos instrumentos han servido para reducir el déficit de infraestructura.

13. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

Una FIBRA porque tiene un mayor tiempo de vigencia, estas están reguladas por el mercado de capitales y protege al inversionista.

14. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

No lo considero viable en el mercado peruano.

ANEXO 6

Entrevista N° 06

Juan José Hopkins

Socio en Sumara Hub Legal

Abogado por la Universidad de Lima

Máster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN

Fecha: 07/02/2019

1. ¿Cuáles considera son los problemas o inconvenientes más resaltantes de las FIBRAS?

La falta de liquidez del mercado de valores peruano y la falta de interés de las personas naturales en invertir en instrumentos en el mercado de valores.

Me explico, la idea de estos instrumentos de inversión era que fomenten la participación de nuevos actores en el mercado de valores peruano, de tal manera que - como sucedió en México- se incrementen los participantes en dicho mercado y se estimulen las transacciones y la liquidez del mismo.

Ello no ha sucedido, por lo tanto las inversiones en estos vehículos siguen proviniendo de los mismos actores antiguos que ya conocen el mercado.

2. ¿Es un problema encontrar inmuebles para la constitución de las FIRBIS y/o FIBRAS?

No, a la fecha aún hay muchos inmuebles donde se pueden desarrollar proyectos inmobiliarios. Sin embargo, su precio es mucho más elevado.

3. ¿Cuáles deberían ser los principales clientes de los FIBRAS?

En mi opinión y por los beneficios tributarios que se han creado, los principales inversionistas deberían ser personas naturales que quieran participar en proyectos inmobiliarios pero no tengan la capacidad para pagar grandes sumas de dinero. Por ello forman un fondo.

4. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

Hasta ahora se ha intentado fomentar la participación de personas naturales dando beneficios tributarios a estas por su participación, en mi opinión esto no ha funcionado. No creo que nuevos beneficios tributarios sean la solución, debe hacerse algún tipo de programa de incentivos que lleven a que nuevas personas naturales vean

el mercado de valores como una alternativa más de inversión y no solamente un mecanismo sofisticado en el que solo participa la élite.

En tal sentido, creo que debe buscarse simplificar la participación de las personas en el mercado de capitales, creando otras entidades que puedan transar valores en el mercado de valores que sean más accesibles a personas naturales o creando algún sistema digital que haga más fácil transar y seguir valores en el mercado.

El problema, desde mi punto de vista, es que las personas naturales no ven el mercado de valores como una alternativa más de inversión, lo ven como algo muy alejado; así que hay que acercar el mercado a las personas.

5. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de las FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

Considerando que realizar un proyecto inmobiliario siempre es considerado un negocio, creo que el mayor beneficio para los inversionistas es el tributario. La tasa de 5% de IR permite tener un costo muy bajo en impuestos. Ello sin contar los beneficios en alcabala.

De otro lado, la ventaja más resaltante es que permite a las personas naturales acceder a participar en un proyecto inmobiliario sin necesidad de tener mucho capital en el bolsillo, ya que podrá adquirir unas cuantas cuotas o bonos y participar del resultado del proyecto. Esto permite que muchas personas se junten para financiar un proyecto con un mínimo costo fiscal.

6. ¿Considera que el Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero y/o de valores para las FIBRAS?

No, el principal problema del mercado en este momento es justamente su liquidez y la poca participación de actores en el mismo. En tal sentido, deben buscarse mecanismos innovadores para darle el impulso que necesita.

7. ¿Considera que la implementación normativa de los FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

No, la norma tiene ya algunos años y el año pasado recién salieron al mercado los primeros vehículos de este tipo. En tal sentido, hasta ahora no ha habido un gran cambio.

8. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en certificados FIBRA?

Si, para personas naturales.

9. ¿Qué mejoras tributarias podría darse para el desarrollo de estos vehículos de inversión?

Ninguna, ya las tasas están acordes con la transparencia que tienen que tener estos vehículos. No considero que la exoneración total es un incentivo.

10. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

El mercado inmobiliario, la falta de alquiler de los inmuebles desarrollados y que a la salida no haya compradores para los inmuebles.

11. ¿De qué manera podría mitigarse estos riesgos identificados?

El del mercado, no se puede diversificar; en todo caso debería elegirse invertir en diversos proyectos o rubros (hoteles, oficinas, centros comerciales, viviendas de diversas clases, etc.). Sobre el riesgo de salida, es un tema que tampoco se puede mitigar, solo quedará confiar en que el desarrollador elija bien los proyectos.

12. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

Entiendo que son los fondos que retiran de su AFP, ya que las personas no pueden elegir en qué se invierten los fondos que la AFP tiene bajo su administración.

Sobre si es atractivo, dependerá de la persona y su apetito de riesgo. En mi opinión por la forma como se ha comportado el mercado inmobiliario peruano en los últimos años, si es atractivo que las personas inviertan en estos mecanismos, considerando además los beneficios tributarios.

13. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

No creo, por lo menos no como están ahora. Desde hace mucho tiempo hay fondos inmobiliarios en el mercado peruano. El impulso que pudieran conseguir estos vehículos pasa por conseguir dinero fresco de inversionistas nuevos, que inyecten más fondos al mercado. Creo que eso hasta ahora no se ha conseguido, como mencioné antes.

14. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

No veo una diferencia entre los vehículos que le pueda dar una ventaja a uno sobre otro. Dependerá del negocio que se está desarrollando.

15. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

Lo considero viable y no lo considero riesgoso. Eso sí, siempre en el marco de una regulación y poniendo reglas que eviten que se genere una burbuja como en el pasado.

16. ¿Cuáles son las principales brechas en la regulación respecto a los FIRBIS y FIBRAS?

En mi opinión las brechas no son regulatorias, la regulación de los vehículos es clara. Como he expuesto antes los problemas no son regulatorios.

ANEXO 7

Entrevista N° 07
Alfredo Parodi Valdez
Gerente General de Fondo de Inversión FIBRA
Fecha: 06-02-2019

1. ¿Cuáles considera son los problemas o inconvenientes más resaltantes de las FIBRAS?

La ley está incompleta, uno debería vender y alquilar e inferir el IR, hasta el plazo de alquiler, así como funciona en México. Desde el punto de vista de mercado, hay muy poco activos que estarían dispuestos a vender sus activos a un FIBRA/FIRBIS con las condiciones actuales. Porque el costo de participación no es bueno. Muy pocas compañías van a querer.

La locación donde está ubicado los firbis dentro del portafolio de AFP, también es malo. Si las AFP podrían tenerlo como un depósito a plazo dentro de la renta fija o un bono variable la demanda sería mayor.

2. ¿Es un problema encontrar inmuebles para la constitución de las FIRBIS y/o FIBRAS?

Si definitivamente. Para el alquiler de oficinas se centra en los Brescia y Centenario no optarían por estas estructuras. Si lo van a hacer lo harán de manera propia. Centenario ya tiene mercado de capitales, porque acciones listadas.

Hemos vendido dos activos como Fibra de desarrollo, uno lo vendimos a un Fondo Alemán y el otro a Sura. Pero generadores de este producto en Perú no existen. Y en Perú no tienen mucho interés.

3. ¿Cuáles deberían ser los principales clientes de los FIBRAS?

Conceptualmente debería ser retail. También podría entrar Fondos Mutuos o algunas compañías de seguros. Todo aquel que necesite una renta predecible en su portafolio, y necesite un lado de diversificación.

En el Perú la renta fija básicamente se basa en bonos o depósitos a plazo. El problema es que en el Perú hay muy pocos emisores.

El fibra/firbis es un producto maravilloso de diversificación. Primero te traigo activo q no está dentro de tu portafolio, y te trae nombres que tu nunca

hubieras visto. Por ejemplo, vendimos un edificio mediante contrato – adenda. Pero los riesgos que contrataste fueron: Móvil, Alicorp, Telefónica, Entel. Son riesgos q no existen en el mercado de capitales. Yo no tengo la capacidad de tomar un riesgo falso.

El riesgo falso no existe. Como producto de diversificación es interesante. Entonces se centraría a las personas naturales (que te dan la liquidez), AFP, fondos mutuos.

4. ¿Qué necesita el mercado para impulsar este tipo de vehículo de inversión?

Necesita un cambio en la ley. Es decir, podría ser que el fibra entre en la renta fija de una AFP. O que le generen una figura especial. Pero la superintendencia te dice q no es un producto de renta fija porque el retorno es variable. Pero tampoco es variable propiamente dicho porque al menos el 80% de los ingresos es predecible. Entonces como no encaja en ninguno de las dos figuras resulta necesario crear un nuevo producto. En el cual la AFP no tenga que escoger entre uno u otro.

5. ¿Para los inversionistas, cuáles considera son los beneficios y/o ventajas más resaltantes de los FIBRAS, teniendo en consideración otros mecanismos de inversión?

Hay una estructura de riesgo- retorno difícil de cuantificar. Existe un riesgo directo, pero también tengo una ventaja de diversificación, pues mediante un firbi, tengo muchas contrapartes, que se me caiga una contraparte o el contrato, no tiene una fuerte implicancia, el riesgo de vacancia es mínimo o casi nulo. No tiene impacto en el portafolio.

Al tener mayores locatarios, la variable de riesgo retorno es altamente atractiva.

Otro tema importante, en el Perú, es que estamos viviendo un bono demográfico, vamos a tener más gente independiente que gente dependiente. Adicionalmente, dentro de los próximos años vamos a tener más jubilados, el ratio de jubilados se multiplicara significativamente. Entonces tendrás que quitar más productos de renta, y los bonos no van a aguantar. Aquí surge una

necesidad importante. El mercado ofrecerá mayor liquidez (por la parte de los jubilados).

Lo que el jubilado busca es un retorno previsible.

En el Perú, el retorno previsible te lo ofrece los bonos. La volatilidad es menor.

La idea es que estemos preparados para ese momento. La firbi debería estar enfocado en el Fondo 1 (tiene menos volatilidad).

6. ¿Considera que el Regulador, cumple con el rol de impulsar e implementar mecanismos que permitan un desarrollo adecuado en el mercado financiero y/o de valores para las FIBRAS?

No. Todo empieza desde el MEF. La finalidad debe ser desarrollar el mercado de capitales. Hay una fijación por el tema de asignación de recursos. Pero para eso está la fiscalización.

7. ¿Considera que la implementación normativa de los FIBRAS ha causado un gran impacto en el mercado?

Claramente no.

8. ¿Existen beneficios tributarios que incentiven invertir en certificados FIBRA?

En teoría sí, y es el diferimiento del impuesto a la renta. ¿La pregunta es cuanto del portafolio de SURA o PRIME ha usado este incentivo tributario? Ninguno, porque la ley está completa y no se ven las ventajas de manera clara.

9. ¿Qué mejoras tributarias podría darse para el desarrollo de estos vehículos de inversión?

Mejoras en el tema de alquileres.

10. ¿Cuáles considera son los mayores riesgos en los que podría incurrirse en el desarrollo de un FIRBI o una FIBRA?

El principal problema en la implementación es con respecto de los activos, estos deben darte las opciones, para conseguir el dinero e iniciar las operaciones.

Ya en el mercado, el principal problema es que no se encuentre la liquidez necesaria. Por ejemplo, no logres los retornos prometidos.

11. ¿De qué manera podría mitigarse estos riesgos identificados?

La única forma de diversificar los riesgos es teniendo un tamaño mínimo en las operaciones. Pero esto no puede ser regulado porque estarías chocando con el libre mercado.

12. ¿Considera que es atractivo para las personas utilizar sus fondos de AFP, para la inversión en un FIRBI o una FIBRA?

Si tu crees que las AFP hacen bien su trabajo no deberían ser necesario el uso de un fibra/firbi.

Para las personas naturales una vez que se han jubilado si resulta ser una buena alternativa. Y las AFP deberían incluir este activo en su portafolio.

13. ¿El FIRBI o FIBRA podrían impulsar el desarrollo inmobiliario e infraestructura en el país?

Absolutamente si, sin embargo, esto no lo entienden los reguladores. El país tiene miles de millones de activos congelados, si se agiliza el mercado de capitales la economía podría crecer mucho más.

14. ¿Que considera más atractivo para el desarrollo de negocios o inversiones, la implementación de un FIRBI o una FIBRA?

No podría darte una respuesta cerrada. Tributariamente podría ser mejor el FIRBI pero la ventaja es muy marginal.

15. ¿Considera viable para la normativa peruana y/o para la normativa de su país, la implementación de un FIRBI o FIBRA en el desarrollo de compra de títulos hipotecarios, como es el caso de los Mortgage REITs en Estados Unidos. Bajo esta premisa considera un modelo de negocio riesgoso para la economía peruana y/o para la economía de su país?

Nosotros estamos haciendo un fondo de hipotecas, yo creo que no necesitas meterlo dentro de un fibra. Tampoco sé si lo puedes poner dentro de un firbi. Porque lo que tu estas comprando en firbi o fibra son títulos hipotecarios.

16. ¿Cuáles son las principales brechas en la regulación respecto a los FIRBIS y FIBRAS?

No te lo puedo decir.

BIBLIOGRAFÍA

- Acafi (2017) Anuario 2016. Fondos de Inversión. <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2017/10/Anuario-de-Fondos-de-Inversi%C3%B3n-2016-1.pdf> (17/02/2019; 13:00h).
- Avellaneda Rojas, L. (2019) Entrevista a Liliana Avellaneda Rojas, máster en Development Management, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 4 de febrero. Anexo 5 de esta tesis.
- Banco Central de Reserva del Perú (2017) Desarrollo del FIRBI y FIBRA como vehículos de inversión en el sector inmobiliario. <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2017/Mayo/ref-mayo-2017-recuadro-5.pdf> (20/02/2019; 13:00h).
- Bermúdez Rodríguez, J. (2018) Estado del arte sobre el modelo de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trusts (REIT). Trabajo de grado presentado para obtener el título de Maestría en Gerencia de Proyectos. Universidad EAFIT, Medellín. <http://docplayer.es/97356112-Jessenia-bermudez-rodriguez-trabajo-de-grado-presentado-como-requisito-para-optar-al.html> (20/02/2019; 13:05h).
- Bolsa de Valores de Lima (2018) Promoción de FIBRAS y FIRBIS en el mercado de capitales peruano. <https://www.bvl.com.pe/includes/FIBRAS-JUNIO2018.pdf> (20/02/2019; 14:00h).
- Bolsa de Valores de Lima (2017) Los beneficios de REITs listados en el Perú: FIBRAS y FIRBIS. http://www.bvl.com.pe/includes/Presentacion_FIBRA_03.2017.pdf (18/02/2019; 14:00h).
- Botanch, J. (2010) Análisis de la ley que regula las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). Inmueble: Revista del sector inmobiliario. N°98, pp. 68-71 https://www.rocajunyent.com/content/uploads/documentos_191_331_F_en_bb8cbf0c.pdf (20/02/2019; 13:23h).
- Brion Cea, F. (2018) El auge de los fondos inmobiliarios de renta se concentra en poco actores. Pulso, suplemento de La Tercera. Santiago de Chile, 27 de agosto. <https://www.latercera.com/pulso/noticia/auge-los-fondos-inmobiliarios-renta-se-concentra-poco-actores/296287/> (16/02/2019; 13:30h).
- Case, B. (s/f) *REITs and Real Estate Outlook for 2018*. Nareit. <https://www.reit.com/data-research/research/nareit-research/reits-and-real-estate-outlook-2018> (20/02/2019; 13:13h).
- Cavazos González, M.A.; Rodríguez García, M. y Garza Sánchez, H.H. (2015) Análisis del desempeño financiero de portafolios de inversión en fibras y acciones. VinculaTégica EFAN. Julio 2014-junio 2015. N°1, pp. 1354-1371. <http://www.web.facpypa.uanl.mx/vinculategica/Revistas/1353-1371%20ANALISIS%20DEL%20DESEMPEÑO%20FINANCIERO%20DE%20PORTAFOLIOS%20DE%20INVERSION%20EN%20FIBRAS%20Y%20ACCIONES.pdf> (18/02/2019; 18:05h).
- Congreso de la República (1996) Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/\\$FILE/26702.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/$FILE/26702.pdf) (18/02/2019; 17:45h).

- Del Barrio, M.A. (s/f) Invertir en FIBRAS sigue siendo una buena opción. Ciudad de México. <https://www2.deloitte.com/mx/es/pages/dnoticias/articulos/invertir-en-fibras.html#> (18/02/2019; 22:25h).
- El Club de Inversión (2017) ¿Qué son los REITs? <https://www.elclubdeinversion.com/que-son-los-reits/> (16/02/2019; 16:00h).
- El Mercurio (2017) Institucionales cuadruplicarían fondos para planes inmobiliarios. Santiago de Chile, 8 de mayo. <http://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Fondos-de-Pensiones/2017/05/08/Institucionales-cuadruplicarian-fondos-para-planes-inmobiliarios.aspx> (17/02/2019; 13:15h).
- Equipo El Mercurio Inversiones (2014) 10 claves para escoger un fondo inmobiliario de renta. El Mercurio Inversiones. Santiago de Chile, 20 de noviembre. <http://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Fondos-Privados/2014/11/20/10-claves-para-escoger-un-fondo-inmobiliario-de-renta.aspx> (15/02/2019; 17:00h).
- EY Global (2008) How REIT regimes are doing in 2018. https://www.ey.com/en_gl/real-estate-hospitality-construction/how-reit-regimes-are-doing-in-2018 (18/02/2019; 20:00h).
- Fibra Uno (s/f) Historia. <http://funo.mx/empresa/historia> (17/02/2019; 11:00h).
- Fondo de Inversión Banchile Rentas Inmobiliarias (2017) Memoria anual 2017. http://www.banchileinversiones.cl/c/document_library/get_file?uuid=5d216658-0d23-4dfd-8800-ed8fefcb0813&groupId=10139 (16/02/2019; 14:20h).
- Garay, U. (2016) El mercado inmobiliario en Venezuela: rendimiento, riesgo y opciones de financiación. Debates IESA. Vol. XXI. N° 2, 3, y 4, pp. 31-37. <http://www.debatesiesa.com/debatesweb/wp-content/uploads/2017/03/Garay-Mercado-inmobiliario.pdf> (18/02/2019; 17:15h).
- Geltner, D.; Miller, N.; Clayton, J. y Eichholtz, P. (2007) *Commercial Real Estate. Analysis & Investments*. 2da ed. Ciudad: Editorial.
- González Altamirano, H.D. y Vargas Hernández, J.G. (2016) Los fibras como instrumento de inversión para la diversificación del sector hotelero en México. El caso de Fibra Inn. Análisis Financiero N° 132, pp. 60-72. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5782364&orden=0&info=link> (18/02/2019; 13:15h).
- Herrera Flores, F. (2014) ¿Qué son los fondos de inversión?. Gestión. Lima, 2 de septiembre. <https://gestion.pe/tu-dinero/son-fondos-inversion-70083> (17/02/2019; 18:15h).
- Hopkins, J.J. (2019) Entrevista a Juan José Hopkins, máster en Finanzas y Derecho Corporativo, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 7 de febrero. Anexo 6 de esta tesis.
- Inegi (2018) Rendimiento FIBRA vs. IPC. Indicadores de actividad macroeconómica. En Saucedo de la Fuente, E. Los Fibras como opción de inversión en México. Forbes México. 26 de julio. <https://www.forbes.com.mx/los-fibras-como-opcion-de-inversion-en-mexico/> (16/02/2019; 11:05h).
- Kuczynski Godard, P.P.; Zavala Lombardi, F. y Thorne Vetter, A. (2016) Decreto Legislativo N°1262. Decreto Legislativo que modifica la Ley N° 30341, ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores. El Peruano. Lima, 10 de diciembre. https://www.bvl.com.pe/documentos/Decreto_legislativo_1262.pdf (15/02/2019; 20:00h).

- La Fiduciaria (s/f) ¿Qué es un fideicomiso? <https://lafiduciaria.com.pe/index.php?page=que-es-un-fideicomiso> (18/02/2019; 23:05).
- Lau, E. (2018) FIBRA´s y FIRBI´s y una nueva forma de inversión inmobiliaria. Enfoque Derecho. <https://www.enfoquederecho.com/2018/03/01/fibras-y-firbis-y-una-nueva-forma-de-inversion-inmobiliaria/> (18/02/2019; 16:20h).
- Miranda Vargas, A. (2019) Entrevista a Alonso Miranda Vargas, socio en Estudio Ehecopar, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 24 de enero. Anexo 4 de esta tesis.
- Miranda, Alonso (2017) FIRBIs Y FIBRAs: agenda regulatoria pendiente. Gestión. Lima, 7 de abril. <https://gestion.pe/blog/agenda-legal/2017/04/firbis-y-fibras-agenda-regulatoria-pendiente.html> (20/02/2019; 14:02h).
- Mosqueda, R. (2018) Entrevista a Rubén Mosqueda, Pf.D. en Ciencias Económicas y Empresariales, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 26 de diciembre. Anexo 1 de esta tesis.
- Neffa, G. (2016) REITs una inversión con identidad propia ahora. Sala de Inversión. 21 de septiembre. <https://www.saladeinversion.com/articulos/reits-una-inversion-con-identidad-propia-ahora-8079047/> (17/02/2019; 16:00h).
- Pareja, Custodio (2018) Las grandes socimis ‘pinchan’ en el primer semestre: ganan un 25% menos hasta junio. Idealista news. 27 de septiembre. <https://www.idealista.com/news/inmobiliario/empresas/2018/09/25/768383-las-principales-socimis-pinchan-en-el-primer-semestre-ganan-un-25-menos-hasta-junio> (16/02/2019; 13:00h).
- Pedroza, E. (2018) Introducción al tratamiento tributario de los Fondos de Inversión en renta de bienes inmuebles (“FIRBI”) Enfoque Derecho. 4 de agosto. https://www.enfoquederecho.com/2018/08/04/introduccion-al-tratamiento-tributario-de-los-fondos-de-inversion-en-renta-de-bienes-inmuebles-firbi/#_ftnref16 (16/02/2019; 23:20h).
- PEI (s/f) WOF hace reconocimiento al PEI en su sitio web. <http://pei.com.co/que-es-el-pei/noticias/wof-hace-reconocimiento-al-pei-en-su-sitio-web> (18/02/2019; 21:05h).
- Pineda Acuña, T (2018) Las opciones para invertir en fondos inmobiliarios. La República. Bogotá, 4 de mayo. <https://www.larepublica.co/finanzas/las-opciones-para-invertir-en-fondos-inmobiliarios-2722045> (18/02/2019; 21:00h).
- Prensa Real Estate (2017) Chile. Fondos Inmobiliarios de Renta: una atractiva alternativa de inversión. 20 de septiembre. <http://prensarealestate.com/fondos-inmobiliarios-de-renta/> (17/02/2019; 18:00h).
- Robles Montoya, J.M. (2019) Entrevista a Juan Manuel Robles Montoya, asociado senior en De Bracamonte, Haaker & Castellares Abogados, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 15 de enero. Anexo 3 de esta tesis.
- Rodrigo, Elías & Medrano Abogados (s/f) Alerta tributaria <https://www.estudiorodrigo.com/alerta-tributaria/> (17/02/2019; 23:00h).
- Ruiz, A.S. (2018) Las grandes socimis controlan ya más de 26.000 millones en propiedades. Cinco Días, El País. Madrid, 1 de marzo. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/28/companias/1519844126_115416.html (16/02/2019; 21:00h).
- Santana Vilorio, L. (2015) Estimación del beta para el sector inmobiliario a partir del desempeño de fondos de inversión inmobiliaria en Colombia. Revista Finanzas y Política Económica N° 7, pp. 83-95.

- Santiago, J. (2018) Los fibras de EU (Real Estate Investment Trust) son del tamaño de la economía de México. *El Economista*. Ciudad de México, 22 de mayo. <https://www.economista.com.mx/mercados/Los-fibras-de-EU-Real-Estate-Investment-Trust-son-del-tamano-de-la-economia-de-Mexico-20180522-0098.html> (20/02/2019; 13:10h).
- Saucedo de la Fuente, E. (2018) Los Fibras como opción de inversión en México. *Forbes México*. 26 de julio. <https://www.forbes.com.mx/los-fibras-como-opcion-de-inversion-en-mexico/> (16/02/2019; 11:05h)
- Serrano-García, I.A.; Rodríguez-García, M.; Méndez-Sáenz, A.B. y Treviño-Saldívar, E.J. (2016) Análisis financiero de las fibras en México. *Vinculatégica EFAN*. Julio 2015-junio 2016. Año 2. N°1, pp. 405-424. <http://www.web.facpya.uanl.mx/vinculategica/Revistas/R2/405-424%20-%20Analisis%20Financiero%20de%20las%20FIBRAS%20en%20Mexico.pdf> (17/02/2019; 12:00h)
- Superintendencia de Banca y Seguros (1999) Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios. Resolución SBS N° 1010-99. [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/D7FB6DA0281EC94905257F09007636A2/\\$FILE/edc18-reglamento_fideicomiso.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/D7FB6DA0281EC94905257F09007636A2/$FILE/edc18-reglamento_fideicomiso.pdf) (18/02/2019; 15:00h).
- Superintendencia del Mercado de Valores (2013) Reglamento del mercado de inversionistas institucionales. Resolución de Superintendencia N° 00021-2013. https://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=M0000201300021%20%20&CTEXTO= (18/02/2019; 19:00h).
- Superintendencia del Mercado de Valores (s/f) Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras. http://www.smv.gob.pe/uploads/Ley_FondosInversion1.pdf (18/02/2019; 18:00h).
- Trincado, B. (2018) Radiografía de las socimis. En Ruiz, A.S. Las grandes socimis controlan ya más de 26.000 millones en propiedades. *Cinco Días, El País*. Madrid, 1 de marzo. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/02/28/companias/1519844126_115416.html (16/02/2019; 21:00h).
- Utrilla Catalán, E. (2016) MAB: Las Socimis como vehículo de inversión. Universidad Pontificia ICAI-ICADE, Madrid. <https://repositorio.comillas.edu/rest/bitstreams/37924/retrieve> (20/02/2019; 13:26h).
- Velasco, F. (2016) Historia y evolución de los fondos inmobiliarios en Colombia. *Prensa Real Estate*. 21 de junio. <http://prensarealestate.com/historia-fondos-inmobiliarios-colombia/> (18/02/2019; 18:00h).
- Viñuales Sanabria, L. (2010) SOCIMI: ¿El REIT de nueva generación? Un estudio comparado. *Crónica tributaria*. N° 135, pp. 247-266. https://www.economistas.es/contenido/REAF/gestor/135_Vinuales.pdf (20/02/2019; 13:18h).
- Zaldívar, M.A. (s/f) Desarrollo económico y mercado de capitales. http://repositorio.ulima.edu.pe/xmlui/bitstream/handle/ulima/6193/Zaldivar_mercado_capitales.pdf?sequence=1&isAllowed=y (20/02/2019; 13:50h).
- Zaldívar Del Águila R. y Castillo Vigil, P. (2017) Llegando al fondo de la inversión inmobiliaria: lo nuevo en FIBRA y FIRBI. *THEMIS: Revista de Derecho*. N°72, pp. 171-182.

- Zárate Aima, I. (2019) Entrevista a Iván Zárate Aima, estrategia de inversiones inmobiliarias en Fondos SURA, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 4 de enero. Anexo 2 de esta tesis.
- Zorilla, V. (2018) Las socimis y los fondos de inversión, claves en el desarrollo del sector inmobiliario. <https://www.bbva.com/es/podcast-tiene-tu-hijo-que-tomarmas-azucar-en-epoca-de-examenes-j-m-mulet/> (18/02/2018; 20:10h).
- Zuzunaga Assereto & Zegarra Abogados (2016) Modificación del Reglamento de la Ley que fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores. <http://www.zyaabogados.com/es/informativo-legal/nota/modificacion-del-reglamento-de-la-ley-que-fomenta-la-liquidez-e-integracion-del-mercado-de-valores/> (18/02/2019; 22:05h).