



**Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles: Análisis de su
normativa y desarrollo en el Perú**

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

Rubí Alexandra Ching Espinosa: _____
Liz Vanessa Ruesta Giove : _____
Lizeth Silva Collazos : _____

Programa de la Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

Lima, 26 de marzo de 2018

Esta tesis

**Fondo de Inversión en Renta de Bienes inmuebles: Análisis de su normativa
y desarrollo en el Perú**

Ha sido aprobada.

.....
Paulo Comitre Berry (Jurado)

.....
Omar Gutiérrez Ochoa (Jurado)

.....
Juan José Hopkins Brocq (Asesor)

Universidad Esan

2018

A mi familia, a Salvador y a mi tío Luis, por la comprensión, los consejos y el apoyo incondicional que siempre me brindan.

Rubi Alexandra Ching Espinosa

A mi familia, a Ricardo, mis abuelos y mi madrina, por apoyarme siempre en mi superación profesional, por su paciencia, comprensión y amor.

Liz Vanessa Ruesta Giove

A Luis Miguel, mi esposo, y mi familia por el apoyo incondicional, la comprensión y alentarme siempre a ser mejor profesional.

Lizeth Silva Collazos

ÍNDICE GENERAL

RESUMEN EJECUTIVO	XVII
CAPITULO I INTRODUCCIÓN	1
1.1 Pregunta de Investigación General.....	2
1.2 Contribución.....	2
1.3 Objetivos.....	2
1.3.1 <i>Objetivo General</i>	2
1.3.2 <i>Objetivos Específicos</i>	3
1.5 Tipo de Investigación.....	3
1.6 Método de Investigación.....	4
1.6.1 <i>Secundarias:</i>	4
1.6.2 <i>Primarias:</i>	5
1.7 Alcances y limitaciones.....	6
1.8 Justificación.....	6
CAPITULO II MARCO TEÓRICO	8
2.1 Funcionamiento del Mercado de Valores.....	8
2.1.1 <i>Definición</i>	8
2.1.2 <i>Características</i>	9
2.1.3 <i>Tipo de inversionistas</i>	10
2.1.4 <i>Principales mercados</i>	11
2.1.4.1 <i>Mercado Financiero</i>	11
2.1.4.2 <i>Mercado de Valores</i>	13
2.1.4.2.1 <i>Tipos de Mercado en Función a la Negociación</i>	13
2.1.4.2.2 <i>Tipos de Mercado Respecto al Plazo de los Activos de Renta Fija Negociados</i>	15
2.1.5 <i>Valores mobiliarios</i>	15
2.1.5.1 <i>Emitido en forma masiva</i>	16
2.1.5.2 <i>Libremente negociables</i>	16
2.1.5.3 <i>Confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales y patrimoniales</i>	16
2.1.6 <i>Obligación de remisión de información</i>	19
2.2 Mecanismos Centralizados de Negociación.....	21
2.2.1 <i>Mercado Bursátil: Rueda de Bolsa</i>	22
2.2.2 <i>Mercado Extrabursátil:</i>	23
2.2.2.1 <i>Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión Masiva – MIENM</i>	23
2.2.2.2 <i>Otros Mecanismos de Negociación</i>	23
2.3 Fondos de Inversión.....	23
2.3.2 <i>Estructura</i>	27
2.3.2.1 <i>Sociedad Administradora</i>	27
2.3.2.2 <i>Partícipes</i>	29
2.3.2.3 <i>Asamblea General de Partícipes</i>	29
2.3.2.4 <i>Comité de Vigilancia</i>	30
2.3.2.5 <i>Gestor Externo</i>	30
2.3.2.6 <i>Comité de Inversiones</i>	30
2.3.3 <i>Tipos</i>	31
2.3.4 <i>Características</i>	32
2.3.4.1 <i>Patrimonio autónomo</i>	32

2.3.4.2	<i>Cuotas, tipos de aporte, patrimonio mínimo e inversión colectiva</i>	33
2.3.4.3	<i>Colocación de cuotas y capital cerrado</i>	35
2.3.4.4	<i>Certificados de Participación</i>	37
2.3.4.6	<i>Universo de inversión y criterios de diversificación</i>	38
2.3.4.7	<i>Responsabilidad del Fondo de Inversión</i>	39
2.3.4.8	<i>Regímenes de Organización e Inscripción</i>	39
2.3.4.9	<i>Negociación de los certificados de participación</i>	40
2.3.4.10	<i>Terminación Anticipada</i>	40
2.3.5	<i>Marco legal del Fondo de Inversión</i>	40
2.3.5.1	<i>Reglamento de Participación</i>	40
2.3.5.2	<i>Contrato de suscripción y Contrato de Transferencia de Cuotas</i>	42
2.3.5.3	<i>Política de Inversiones</i>	42
2.3.5.3.1	<i>Inversiones Permitidas</i>	42
2.3.5.3.2	<i>Inversiones Prohibidas</i>	43
2.3.5.3.3	<i>Excesos de Inversiones</i>	43
3.1	<i>Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles</i>	44
3.1.1	<i>Definición</i>	44
3.1.2	<i>Requisitos de Constitución</i>	45
3.1.3	<i>Operación</i>	47
3.1.4	<i>Negociación de los Certificados de Participación</i>	48
3.1.5	<i>Pérdida de condición</i>	50
3.2	<i>Aspectos Tributarios</i>	51
3.2.1	<i>Aspectos Tributarios de los Fondos de Inversión</i>	51
3.2.1.1	<i>Impuesto a la Renta</i>	51
3.2.1.2	<i>Impuesto General a las Ventas</i>	57
3.2.1.3	<i>Impuesto a las Transacciones Financieras</i>	58
3.2.2	<i>Aspectos Tributarios del FIRBI</i>	58
3.2.2.1	<i>Marco Normativo</i>	59
3.2.2.2	<i>Impuesto a la Renta</i>	62
3.2.2.3	<i>Enajenación de Inmueble</i>	62
3.2.2.4	<i>Arrendamiento u Otra Forma Onerosa de Cesión en Uso</i>	65
3.2.2.5	<i>Transferencia de Certificados de Participación</i>	68
3.2.2.6	<i>Impuesto de Alcabala</i>	70
3.2.2.7	<i>Vinculación</i>	72
3.2.3	<i>Fondos de Inversión de Renta en Bienes Inmuebles en el Perú</i>	75
CAPITULO IV ANÁLISIS COMPARADO		75
4.1	<i>Estados Unidos</i>	76
4.4.1	<i>Objeto social</i>	77
4.4.2	<i>Características</i>	77
4.4.3	<i>Requisitos de Constitución</i>	77
4.3.4	<i>Intervinientes</i>	78
4.4.5	<i>Repartición de utilidades</i>	78
4.4.6	<i>Tributación especial</i>	78
4.2	<i>España</i>	79
4.2.1	<i>Mecanismos de Inversión</i>	79
4.2.1.1	<i>Sociedades Cotizadas en Inversión en el Mercado Inmobiliario, en adelante SOCIMI:</i>	79
4.2.1.2	<i>Fondos de Inversión Inmobiliaria, en adelante FII:</i>	80
4.2.1.3	<i>Sociedades de Inversión Inmobiliaria, en adelante SII:</i>	81

4.2.2	<i>Objeto social</i>	81
4.2.3	<i>Características</i>	82
4.2.4	<i>Requisitos de Constitución</i>	82
4.2.5	<i>Intervinientes</i>	82
4.2.6	<i>Repartición de utilidades</i>	83
4.2.7	<i>Tributación especial</i>	83
4.3	México	83
4.3.1	<i>Vehículos de Inversión en Renta de Bienes Raíces</i>	86
4.3.1.1	<i>Fideicomiso – FIBRA</i>	86
4.3.1.2	<i>Sociedad Mercantil – SIBRA</i>	87
4.3.2	<i>Objeto social del FIBRA</i>	87
4.3.3	<i>Características</i>	87
4.3.4	<i>Requisitos de Constitución</i>	88
4.3.4.1	<i>Adquisición o Construcción de bienes inmuebles:</i>	88
4.3.4.2	<i>Patrimonio</i>	88
4.3.4.3	<i>Diversificación de inversiones</i>	89
4.3.5	<i>Intervinientes</i>	89
4.3.6	<i>Repartición de utilidades</i>	89
4.3.7	<i>Tributación especial</i>	90
4.4	Chile.....	91
4.4.1	<i>Objeto social</i>	92
4.4.2	<i>Características</i>	93
4.4.3	<i>Requisitos de Constitución</i>	93
4.4.4	<i>Intervinientes</i>	94
4.4.5	<i>Repartición de utilidades</i>	94
4.4.6	<i>Tributación especial</i>	94
	CAPITULO V ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO.....	95
5.1	MERCADO INMOBILIARIO.....	95
5.2.1	<i>Oferta</i>	95
5.2.2	<i>Demanda</i>	98
5.2.3	<i>Precios por metros cuadrados</i>	98
5.2.4	<i>Precios de alquileres</i>	99
5.2.5	<i>Ratio de Recuperación de Capital</i>	99
5.2	Burbuja Inmobiliaria.....	101
5.3	Ventajas de Inversión en Activos Inmobiliarios	102
5.4	Riesgos de Inversión en Activos Inmobiliarios.....	103
5.5	Aspectos relevantes del Sector Construcción.....	105
5.6	Limitaciones del Sector Inmobiliario en el Perú.....	107
	CAPITULO VI ANALISIS DEL FIRBI	111
6.1	Aspectos Positivos del FIRBI	111
6.2	Aspectos Negativos del FIRBI	119
6.3	Vacíos Legales	129
6.4	Análisis FODA	130
	CAPITULO VIII RECOMENDACIONES.....	136
	CAPITULO IX ANEXOS	145
	CAPITULO X BIBLIOGRAFÍA.....	146
	LISTA DE ABREVIATURAS	151

LISTA DE FIGURAS

<i>Figura 1: Método de Investigación</i>	5
<i>Figura 2: Decálogo del Inversionista</i>	11
<i>Figura 3: Admisión de Aporte de Bien Inmueble al FIRBI</i>	34
<i>Figura 4: Regímenes de Inscripción de los Fondos de Inversión</i>	40
<i>Figura 5: Operatividad del FIRBI</i>	48
<i>Figura 6: Impuesto a la Renta aplicable a los Fondos de Inversión</i>	57
<i>Figura 7: Tributación de FIRBI</i>	61
<i>Figura 8: Esquema Diferimiento de Impuestos</i>	63
<i>Figura 9: Esquema de Operatividad FIRBI</i>	64
<i>Figura 10: Primer y Segundo Incentivo Tributario al FIRBI</i>	72
<i>Figura 11: Tercer Incentivo Tributario al FIRBI</i>	72
<i>Figura 12: Presencia de los vehículos de inversión en renta de bienes inmuebles en el mundo</i>	76
<i>Figura 13 Ventajas y Riesgos del REIT</i>	77
<i>Figura 14: Esquema del FIBRA en México</i>	85
<i>Figura 15: Consideraciones claves de las FIBRAS en México</i>	86
<i>Figura 16: Ventajas y Riesgos de la Renta Inmobiliaria</i>	93
<i>Figura 17: Actividad Edificadora según disponibilidad m2</i>	96
<i>Figura 18: Actividad Edificadora en Vivienda (m2)</i>	97
<i>Figura 19: Oferta Total de Vivienda según disponibilidad en el mercado (m2)</i>	97
<i>Figura 20: Oficinas Prime en Lima: precio de alquiler y tasa de vacancia</i>	99
<i>Figura 21: PER - Price to Earnings Ratio</i>	101
<i>Figura 22: Evolución del Sector Construcción</i>	106
<i>Figura 23: Evolución mensual del Sector Construcción 2015-2017</i>	106
<i>Figura 24: Actividad Edificadora Total por m2</i>	107
<i>Figura 25: Evolución del mercado inmobiliario al 2016</i>	110
<i>Figura 28: Normas Generales de Conducta</i>	182
<i>Figura 29: Estructura de la SAFI y Fondo de Inversión</i>	183
<i>Figura 30: Procedimiento en caso de Renuncia de la SAFI</i>	183
<i>Figura 31: Procedimiento de Transferencia en caso de Disolución y Extinción de la SAFI</i>	184
<i>Figura 32: FIRBIS en el Perú - Operativos y Preoperativos</i>	211
<i>Figura 33: Marco Legal del FIRBI - Línea de Tiempo</i>	212
<i>Figura 34: Actividad Edificadora según destino m2</i>	228
<i>Figura 35: Demanda Efectiva de Vivienda según tenencia de la vivienda actual</i>	229
<i>Figura 36: Demanda Insatisfecha de Vivienda según rango de precios en S/</i>	229
<i>Figura 37: Oferta de Locales Comerciales por Precios</i>	229
<i>Figura 38: Oferta de Locales Comerciales según Sector Urbano</i>	230
<i>Figura 39: Oferta de Oficinas por Rangos de Precios (Unidades)</i>	230
<i>Figura 40: Oferta de Oficinas según Sector Urbano (Unidades)</i>	231

<i>Figura 41: Evolución del Inventario de Oficinas Clase A y B.....</i>	<i>231</i>
<i>Figura 42: distribución Porcentual por Estrato Socioeconómico.....</i>	<i>231</i>
<i>Figura 43: Ingreso Mensual del Hogar.....</i>	<i>232</i>
<i>Figura 44: Interés del hogar en adquirir vivienda %.....</i>	<i>232</i>
<i>Figura 45: Tenencia de Vivienda.....</i>	<i>232</i>

LISTA DE TABLAS

<i>Tabla 1: Diferencias en el objeto social.....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 2: Características particulares.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 3: Diferencias en su constitución.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 4: Intervinientes.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 5: Reparto de Utilidades.....</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 6: Aplicación del régimen especial.....</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 7: Atribución de Impuestos en México a las FIBRAS.....</i>	<i>91</i>
<i>Tabla 8: Distribución de la Actividad Edificadora por Destino.....</i>	<i>96</i>
<i>Tabla 9: Ratio de Recuperación de Capital por distrito.....</i>	<i>101</i>
<i>Tabla 10 Diferencias entre FIRBI y FIBRA.....</i>	<i>118</i>
<i>Tabla 11: Atribución del Impuesto a la Renta, antes y después de los estímulos fiscales.....</i>	<i>121</i>
<i>Tabla 12: Inversiones Permitidas.....</i>	<i>184</i>
<i>Tabla 13: Inversiones Prohibidas.....</i>	<i>185</i>
<i>Tabla 14: Normas Comparadas.....</i>	<i>213</i>
<i>Tabla 15: Actividad Edificadora en Lima Metropolitana 2015-2017.....</i>	<i>228</i>
<i>Tabla 16: Oferta total de Locales Comerciales.....</i>	<i>228</i>
<i>Tabla 17: Oferta Total de Oficinas según precios de venta.....</i>	<i>230</i>
<i>Tabla 18: Precio de Venta en US\$ por m2.....</i>	<i>233</i>
<i>Tabla 19: Precio de Arrendamiento Anual en US\$ por m2.....</i>	<i>233</i>

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1: Ley de Mercado de Valores.

Anexo 2: Ley de Fondos de Inversión, Decreto Legislativo N° 862 y sus modificatorias.

Anexo 3: Reglamento de la Ley de Fondos de Inversión, aprobado por la Resolución N° 029-2014-SMV-01 y sus modificatorias.

Anexo 4: Fondos de Inversión.

Anexo 5: Ley de Impuesto a la Renta.

Anexo 6: Texto Único Ordenado de la Ley de Sistema Privado de Administración de Fondo de Pensiones, aprobado por Decreto Supremo N° 054-97-EF.

Anexo 7: Resolución N° 052-98-EF-SAFP.

Anexo 8: Resolución SBS N° 1041-2016, Reglamento de las Inversiones de las Empresas de Seguros.

Anexo 9: Reglamento de Propiedad Indirecta, vinculación y Grupos Económicos.

Anexo 10: Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta.

Anexo 11: El FIRBI en el Perú y sus experiencias Internacionales.

Anexo 12: Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario – España.

Anexo 13: Ley 35/2003, de 04 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Anexo 14: Ley del Impuesto a la Renta – México.

Anexo 15: Sector Inmobiliario.

Anexo 16: Entrevista a Expertos en Fondos de Inversión.

Anexo 17: Entrevista a Expertos en Sector Inmobiliario.

Anexo 18: Entrevista a Expertos en Materia Tributaria.

Anexo 19: Entrevista a Expertos en Regulación y Mercados.

RUBI ALEXANDRA CHING ESPINOSA

Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Abogada de la Universidad de San Martín de Porres. Colegiada en el Ilustre Colegio de Abogados de Lima. Experiencia en regulación de la energía, societario, corporativo, administrativo, contrataciones del Estado, arbitrajes y derecho procesal.

FORMACION

2015 – 2018

UNIVERSIDAD ESAN

Magister en Finanzas y Derecho Corporativo.

2004 – 2009

UNIVERSIDAD DE SAN MARTÍN DE PORRES

Bachiller en Derecho

EXPERIENCIA

2015 – A la fecha **ENERGY MARKET DEVELOPMENT S.A.C.** Empresa consultora especializada en Regulación de la Energía. Encargada del Área legal.

2015 – A la fecha Encargada de elaboración, análisis y negociación de contratos de suministro de electricidad para usuarios libres. Asesora legal de empresas de generación, transmisión y distribución eléctrica. Asesoría en regulación de gas natural a clientes regulados industriales y clientes libres. Encargada de los procesos de reclamaciones contra empresas concesionarias de distribución eléctrica y de gas natural. Asesora legal en temas de arbitrajes del sector eléctrico.

2013 – 2015. **PROGRAMA JUNTOS – Ministerio de Desarrollo e Inclusión Social,** Abogada - Especialista en Contratación Pública y Arbitraje

2013 – 2015. Encargada de la elaboración de informes legales y proyección de resoluciones administrativas en temas de contratación pública (etapa contractual y precontractual). Análisis de la defensa jurídica de la Entidad en los arbitrajes. Elaboración de informes legales y proyección de convenios interinstitucionales.

2009 – 2013. **Dirección General de Electrificación Rural - Ministerio de Energía y Minas,** Abogada Especialista en Asuntos Legales

2009 – 2013. Encargada de la Asesoría legal, enlazada con las Empresas de Distribución Eléctrica del País, en la ejecución del Programa “Luz para Todos” a través del cual se electrificó 10 000 localidades del Perú. Asesora sobre el planteamiento en la defensa de arbitrajes y constitucionales derivados del arbitraje (redacción de escritos y seguimiento de procesos). Encargada de la absolución de consultas legales en general sobre temas Civiles, Laborales, Electrificación Rural, Electricidad y Contratación Pública, Administrativo y otros. Análisis del caso concreto y de la norma en particular proyectando un informe legal a fin de atender el requerimiento. Asesora legal respecto de la etapa de ejecución contractual (análisis y aprobación de ampliaciones de plazo, presupuestos adicionales en contratos de obra, consultoría, servicios en general, recepciones de obra, servidumbres, liquidaciones de obra, elaboración de contratos y adendas).

SEMINARIOS

1. PEE Derecho Corporativo, Universidad ESAN - (2014)
2. Diplomado de Comercio Exterior en Asociación de Exportadores – ADEX (2014)

3. Contabilidad y Finanzas para No Especialistas. PEE Finanzas, Universidad ESAN - (2013)
4. Diplomado Internacional en Gestión de la Energía, Universidad ESAN (2011-2012)

5. Diplomado en “Gestión de Contrataciones Estatales”. UNMSM – (2012)
6. Curso V. “Gestión Estratégica de las Compras Públicas” OSCE - (2011)
7. Arbitraje – Técnica Arbitral, Postgrado de la Facultad de Derecho de la USMP (2010)
8. Curso Ley de Procedimiento Administrativo General – Ley N° 27444, ENC.

LIZ VANESSA RUESTA GIOVE

Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo de ESAN. Abogada de la Universidad de Lima. Colegiada en el Ilustre Colegio de Abogados de Lima. Experiencia en derecho notarial y registral, derecho corporativo, societario, contratos, así como experiencia en derecho procesal.

FORMACION

2015 – 2018

UNIVERSIDAD ESAN

Magister en Finanzas y Derecho Corporativo.

2002 – 2008

UNIVERSIDAD DE LIMA

Escuela de Humanidades – Facultad de Derecho

EXPERIENCIA

2016 – A la fecha C.I.C.A. INGENIEROS CONSULTORES PERÚ S.A.C.

Empresa consultora en Ingeniería y Minería, con más de diez años en el mercado.

2016 – A la fecha. Encargada del Área legal, formación del área. Revisión, redacción y análisis de todo tipo de contrato, comercial, legal, locación de servicios, laborales, financieros, entre otros. Encargada de armar la documentación correspondiente para la tramitación y recopilación de los principales permisos ante entidades del Estado; redacción de oficios, memorándums y cartas notariales para proveedores, clientes, entidades públicas y privadas. Elaboración de Acta de Juntas de Accionistas de importantes de acontecimientos coyunturales de la empresa (Aumento de capital, reducción, capitalización, entre otros). Elaboración de contratos y demás instrumentos legales privados que requieran las empresas del grupo para el desarrollo de sus gestiones. Colaboración en las gestiones legales ante procedimientos Notariales y a nivel de contratos que involucren a las empresas.

2015 – 2016 SILCROP S.A.C. – LABOSIL S.A.C. – INGUS PERU S.A.C.

Empresas que pertenecen a un Grupo económico, dedicada a la comercialización de fertilizantes, veterinarios, entre otros.

2015 – 2016

Revisión y análisis de todo tipo de contrato, comercial, legal, financiero. Encargada de tramitar y recopilar los principales permisos ante entidades del Estado, redacción de oficios y cartas notariales para proveedores, clientes, entidades públicas y privadas. Encargada de la realización de cartas prejudiciales por la acreencia de una obligación, de la redacción de recursos impugnatorios en sede administrativa y judicial, de elaboración de juntas de accionistas de otorgamiento de poderes. Elaboración de Juntas de importantes de acontecimientos coyunturales de la empresa (Aumento de capital, reducción, capitalización, entre otros).

Mayo 2014 – Diciembre 2014 NOTARÍA OSCAR LEYTON ZÁRATE.

Notaría de Lima

05/2014 – 12/2014 Elaboración de Contratos de Compra venta, Donaciones, Anticipo de Legítima, Constitución de Sociedades, Modificación de Estatutos,

Aumento de Capital de Sociedades Anónimas Cerradas y/o Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada, Patrimonio Familiar, Separación de Patrimonios, etc. Redacción de Poderes, Sustitución de Régimen Patrimonial y Liquidación de Sociedad de Gananciales, Inmovilización de Partidas Registrales, Rectificación de calidad de bien, entre otros. Seguimiento de Títulos en Registros Públicos.

2011 – 2013 ESTUDIO TORRES LA TORRE, GÓNGORA & ASOCIADOS.

Estudio Jurídico especializado en derecho penal y civil.

2011 – 2013 Estudio y seguimiento de casos, en las materias de Civil, Procesal Civil, Penal, Procesal Penal, Procesal Constitucional, Procesos Contenciosos Administrativos. Redacción de escritos, demandas, contestaciones, etc., cualquier redacción requerida y necesaria para la prosecución del proceso judicial. Estudio de Jurisprudencia de la Corte Superior, Corte Suprema, Tribunal Constitucional, Nacional en general e Internacional, tales como de la Corte Interamericana de Derechos Humanos. Estudio de las normas pertinentes al desarrollo y estudio del proceso en seguimiento, así como de Doctrina.

SEMINARIOS

Diplomado Internacional de Derecho Corporativo y Finanzas, organizado por la Universidad ESAN, realizado en el mes de Abril a Setiembre 2014.

Diplomado de Derecho en Minería y Ambiental, organizado por la Escuela de Postgrado de la Universidad de Ciencias Aplicadas – UPC, realizado en los meses de Junio y Agosto de 2011.

Diplomado en Derecho Minero, realizado entre los meses de junio a julio de 2010, organizado por el Colegio de Abogados de Tacna y la Escuela de Altos Estudios Jurídicos EGACAL, con un total de 120 horas académicas.

Certificado del II Curso de Especialización Minería y Energía, realizado los días 09, 16, 23 y 30 de Mayo de 2009, organizado por el Círculo de Derecho Administrativo, Asociación civil conformada por estudiantes de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Certificado del Foro Internacional Uso de Tecnología en la Supervisión y Fiscalización del Sector Hidrocarburos, SCOP, realizado el 07 y 08 de abril de 2009, organizado por el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería, OSINERGMIN.

Diplomado en Derecho Ambiental y Recursos Naturales, realizado entre los meses de junio a julio de 2008, organizado por el Colegio de Abogados de Tacna y la Escuela de Altos Estudios Jurídicos EGACAL, con un total de 120 horas académicas.

Certificado del XXVI Congreso Colombiano de Derecho Procesal, organizado por el Instituto Colombiano de Derecho Procesal, realizado el 07, 08 y 09 de setiembre del 2005, en la ciudad de Bogotá – Colombia.

Certificado del III Congreso Internacional de Derecho Procesal, organizado por la Universidad de Lima, realizado el 14, 15 y 16 de junio del 2005. En calidad de miembro del Grupo de Apoyo en la organización de dicho evento.

Certificado del Congreso de Reales y Obligaciones, organizada por la revista de la Universidad de Lima, ADVOCATUS, en la Universidad de Lima. Mayo 2005.

Certificado del XVI Congreso Latinoamericano VII Iberoamericano, I Nacional de Derecho Penal y Criminología, realizado el 22, 23, 24 y 25 de setiembre del 2004, organizado por la Facultad de Derecho y Ciencia Política de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

LIZETH SILVA COLLAZOS

Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo de ESAN, abogada Colegiada por el Colegio de Abogados de Lima, Titulada por la Universidad de Lima. Especialista en Derecho Corporativo. Con conocimientos en Derecho Registral y Notarial, Administrativo Sancionador, tributario, concursal, protección al consumidor y mercado de valores.

FORMACIÓN

2015 – 2018 **UNIVERSIDAD ESAN**
Magister en Finanzas y Derecho Corporativo.
2004 – 2011 **UNIVERSIDAD DE LIMA**
Bachiller de la Facultad de Derecho

EXPERIENCIA PROFESIONAL

2013 – a la fecha **GLORIA S.A.** Empresa con 52 años en la industria alimenticia.

Feb. 2013-A
la fecha Asesora Legal Corporativa. Responsable de atender los requerimientos legales de las 52 empresas que conforman el Grupo Gloria, las cuales se encuentran ubicadas a nivel nacional, teniendo las siguientes funciones:

- Ser Representante Bursátil de YURA S.A.
- Elaborar y comunicar los hechos de importancia de todas las empresas supervisadas por la Superintendencia de Mercado de Valores, siendo éstas: Gloria S.A., Yura S.A., Consorcio Cementero del Sur S.A., Corporación Azucarera del Perú S.A., Casa Grande S.A.A., Cartavio S.A.A. y Agroindustrias San Jacinto S.A.
- Tener a mi cargo los Libros Societarios de las 52 empresas del Grupo Gloria.
- Tener a mi cargo la supervisión de los abogados externos.
- Elaboración de Due Diligence.
- Llevar a cabo las fusiones reorganizaciones societarias
- Llevar a cabo aumentos de capital superiores a S/. 6,000,000.
- Brindar apoyo legal a las áreas legales de las compañías ubicadas en provincia.
- Brindar apoyo como especialista en Derecho Corporativo.
- Encargada del Registro de Insumos Químicos Fiscalizados ante la SUNAT.
- Elaboración del Manual para la Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo.
- Elaboración de Informes y absolución de consultas para el Directorio.

2009 – 2013 **Estudio Torres y Torres Lara Asociados Abogados.** Estudio de abogados con más de 50 años en el mercado, dedicado a la asesoría legal empresarial integral, con énfasis en temas de derecho corporativo; derecho societario, asociativo y cooperativo; derecho de la competencia y de la propiedad intelectual; derecho laboral; derecho tributario; derecho de la contratación estatal; patrocinio y diseño de estrategias legales en general.

Ene. 2009-
Feb. 2013

Asistente Legal encargada de brindar asesoría legal en materia de Derecho corporativo, supervisando y brindando apoyo legal a diversas empresas, para lo cual elaboré informes legales y absolución de consultas. Asimismo, me encargue de las autorizaciones sectoriales que necesitarán cada una de ellas, teniendo las principales funciones:

- Abogada destacada en diversas empresas.
- Encargada de los libros societarios de las empresas que se encontraban a mi cargo.
- Encargada de la obtención de los diversos permisos sectoriales que se requerían de acuerdo al giro de las empresas.
- Constitución de empresas.
- Elaboración de diversos contratos.

SEMINARIOS

Presentación del Informe Anual sobre Prevención en Lavado de Activos. (2018 – UIF)

VII Congreso de Representantes Bursátiles. (2017 - BVL)

VI Congreso de Representantes Bursátiles. (2016 - BVL)

Los Nuevos Desafíos en Barreras Burocráticas y Libre Competencia. (2015 - CCL)

V Congreso de Representantes Bursátiles. (2015 - BVL)

Congreso Internacional “Los Retos de la Regulación: Análisis de Impacto y Enforcement”. (2015 - Estudio de Abogados Bullard, Falla & Ezcurra y la Facultad de Economía y Finanzas de la Universidad Pacífico del Perú).

Diplomado Internacional en Derecho Corporativo. (2015 - ESAN).

IV Congreso de Representantes Bursátiles. (2014 - BVL)

Seminario “Nuevo Reglamento de Hechos de Importancia y otras comunicaciones”. (2014 - SMV)

Seminario “Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo”. (2014 – SBS)

Seminario “Derecho Minero”. (2012 - PUCP)

Seminario de Análisis al Código de Defensa y Protección al Consumidor. Organizado por el Circulo de Derecho del Consumidor. (2010 – UNIVERSIDAD DE LIMA).

Seminario de "Derecho Administrativo". (2010 – UNIVERSIDAD DE LIMA).

RESUMEN EJECUTIVO

Habiendo tomado conocimiento de la existencia de dos vehículos de inversión en renta de bienes inmuebles, en el presente trabajo de investigación se realiza el estudio y análisis de uno de ellos, el Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles – FIRBI. Por tanto, se analiza el desarrollo del mismo en el país planteándose los siguientes objetivos:

- Identificar y analizar los aspectos legales y tributarios que presenta la aplicación de los Fondos de Inversión en Renta de Bienes inmuebles – FIRBI en el Perú.
- Identificar las limitaciones funcionales y estructurales del FIRBI.
- Identificar los potenciales beneficios y desventajas del FIRBI para los principales actores y para el sector inmobiliario.
- Analizar el impacto en el sector inmobiliario.
- Analizar la aplicación del FIRBI en otros países donde su aplicación haya sido exitosa.

A fin de lograr los objetivos antes señalados, se recurrió a las fuentes que se procederán a detallar:

- Doctrina.- Permite obtener información relevante sobre la aplicación de la normativa del FIRBI, incluyendo la legislación comparada, lo que coadyuva a identificar semejanzas y diferencias con las regulaciones extranjeras, así como ventajas y desventajas en la regulación de cada aspecto de un Fondo de Inversión.
- Informes de investigación.- Se utilizarán informes realizados por entidades que regulen cada aspecto del FIRBI, elaborados por la SMV, SUNAT, BCR, Ministerio de Economía y Finanzas, y otras entidades, para conocer la perspectiva de cada sector aplicado al FIRBI.
- Proyectos en marcha.- De la investigación del FIRBI en nuestro país, a la fecha se tiene sólo un FIRBI en etapa de operación a cargo de SURA, y dos en etapa de pre operación, por parte de SURA y LARRAIN VIAL, respectivamente, lo que permite identificar los parámetros que la ley exige y a su vez analizar su operatividad a fin de que sea más atractiva para el inversionista.

- Revisión de Información Pública de la SMV.- Obtener datos sobre los Fondos de Inversión regulados por dicha entidad, los reglamentos de participación que permitan identificar cuántos fondos de inversión han estructurado FIRBI.
- Estadísticas del BCR.- Contar con el precio de los inmuebles en el mercado.
- Estadísticas del INEI.- Conocer el déficit de inmuebles en el mercado.
- Estadística de CAPECO.- Contar con el dato de la evolución de la construcción y los precios de arrendamiento, así como de la demanda por metro cuadrado del sector inmobiliario.

Asimismo, se realizaron entrevistas a los expertos o conocedores sobre Fondos de Inversión para conocer su experiencia en el FIRBI y la aplicación del mismo en el mercado, para lo cual se utilizaron para el análisis los siguientes métodos:

- Método Delphi:

Para analizar las entrevistas realizadas a los expertos se agruparon las opiniones efectuadas por especialidades, con la finalidad de llegar a predicciones que permitan diagnosticar la situación actual y las limitaciones, desde los diferentes enfoques como tributario, legal y regulatorio que presenta un FIRBI.

- Método Analítico Deductivo:

Este método toma en cuenta situaciones específicas o particulares para lograr la comprensión de un escenario o panorama general, desde el punto de vista de los expertos, con el fin de identificar los problemas y ventajas que presentan este tipo de fondos. Por otro lado, debido al tipo de investigación, se utilizó el método cualitativo para la recolección de datos, opiniones y estimaciones, pudiendo lograr con ello un análisis sobre los FIRBI en el Perú y hacer un diagnóstico sobre el mismo.

Es así que, de la investigación realizada, arribamos a las siguientes conclusiones:

1. El FIRBI tiene la tratativa tributaria de un fondo de inversión, por lo cual la condición de contribuyente no recae sobre el fondo sino sobre los partícipes quienes deberán pagar el impuesto a la renta por las ganancias obtenidas. El FIRBI en el marco de la LIR es considerado como un fondo que desarrolla un negocio inmobiliario, por ende, sus partícipes tributarán con rentas de tercera categoría.

2. Con la finalidad de captar los recursos de las personas naturales (inversionistas retail) en el FIRBI, se otorgaron beneficios tributarios en el año 2016, una de ellas fue que las personas naturales que aporten un inmueble al fondo gozarán del diferimiento de pago del impuesto a la renta, el cual será pagado cuando el inmueble o los certificados de participación que lo representen se transfieran a un tercero o al término de los cuatro años computados desde la adquisición o construcción. Asimismo, pagarán la tasa de 5% por renta de arrendamiento.
3. Otro beneficio tributario que se ha establecido tanto para las personas naturales y jurídicas, es la exoneración de impuesto a la renta para la transferencia de certificados de participación que tengan presencia bursátil y que su negociación y transferencia se realice a través de un mecanismo centralizado de negociación.
4. Del trabajo de investigación realizado se concluye que el FIRBI es un vehículo de inversión al que aún le falta difusión en el mercado y no ha logrado su objetivo de promover el sector inmobiliario desde el punto de vista del aporte de bienes o construcción.
5. Adicionalmente, en nuestro país hay carencia de cultura bursátil o de conocimiento del mercado de valores, siendo este uno de los principales motivos de la escasa liquidez en el mercado y, a su vez, uno de los motivos por los cuales no hay mayor desarrollo del FIRBI. En el mercado se tiene a un inversionista retail conservador que busca invertir de manera segura en algún instrumento conocido, por lo cual resulta fundamental la difusión y la promoción del mismo para obtener la participación de mayores inversionistas hasta hacerlo un instrumento más líquido en el mercado.
6. Finalmente, en la actualidad el mercado inmobiliario presenta una alta oferta y baja demanda (saturación de mercado) que no permite el mayor desarrollo del FIRBI.

CAPITULO I INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo de investigación realizado sobre los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles - FIRBI, se analizan los alcances y el desarrollo en el mercado de Valores como vehículo de inversión, el cual fue creado en el año 2014, teniendo como modelo la experiencia de los fibras mexicanos y los REIT'S de Estados Unidos, siendo este último el pionero en el mundo.

Asimismo, se analizan los aspectos del marco normativo, incluyendo los beneficios tributarios otorgados en el año 2016, a favor de personas naturales con el fin de incrementar la liquidez del mercado de valores, toda vez que uno de los principales objetivos del marco regulatorio del FIRBI es la promoción de dicho mercado y de la dinamización de los sectores inmobiliarios y construcción.

El FIRBI es considerado un tipo de fondo de inversión que tiene por finalidad la inversión en bienes raíces, está orientado a inversiones a largo plazo y tiene ventajas atractivas, tales como el tratamiento tributario y la distribución de dividendos por el 95% de la utilidad neta distribuible del ejercicio anterior, la cual se debe repartir como mínimo de manera anual.

Adicionalmente, el análisis recoge los aspectos regulatorios y tributarios innovadores que buscan colocar al FIRBI como una fuente de financiamiento para el desarrollo de proyectos inmobiliarios y crecimiento del país.

Finalmente, se concluye la investigación detallando aspectos positivos y negativos obtenidos a lo largo del desarrollo del presente trabajo, los cuales recogen todos los ámbitos que abarcan la regulación del mencionado vehículo de inversión.

1.1 Pregunta de Investigación General

¿Cómo ha sido la aplicación del Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles – FIRBI en el Perú?

1.2 Contribución

Los aspectos más importantes a analizar son los legales, inmobiliarios y tributarios a fin de determinar el desarrollo del FIRBI en nuestro país. Si bien se le considera como un mecanismo que permite incrementar el desarrollo del sector inmobiliario y el mercado de valores, partimos indicando que en la actualidad cuentan con Reglamento de Participación inscritos en el Registro del Mercado de Valores solo tres FIRBIs.

En cuanto al aspecto legal, es pertinente identificar las ventajas y desventajas de la estructura del FIRBI como patrimonio autónomo que administra fondos de inversionistas institucionales y no institucionales, así como las ventajas y desventajas del desarrollo del negocio inmobiliario y la responsabilidad que asumen los actores en dicha estructura.

Respecto al FIRBI, es preciso indicar que se analizará y desarrollará un FODA, que permita identificar las limitaciones y atractivos que presenta el FIRBI como un vehículo de inversión respaldado por bienes tangibles; así como los incentivos fiscales otorgados mediante el Decreto Legislativo N° 1188 y posteriores normas que promueven la inversión en dicho mecanismo.

En ese contexto, también resulta relevante para el desarrollo de la investigación propuesta realizar un análisis comparado respecto de la estructura del FIRBI en el Perú y la experiencia de otros países, en donde este tipo de vehículo de inversión haya causado el impacto esperado por el Estado, los inversionistas, los promotores y/o sector inmobiliario.

Finalmente, en mérito a dichas consideraciones y previa identificación de las limitaciones y beneficios del FIRBI, se determina como ha sido la aplicación del mismo en nuestro país.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General

El objetivo general de la presente tesis es identificar y analizar los aspectos legales y tributarios que presenta la aplicación del Fondo de Inversión en Renta de Bienes inmuebles – FIRBI en el Perú, los cuales permitirán efectuar recomendaciones que resulten aplicables al mecanismo de inversión.

1.3.2 Objetivos Específicos

Se consideran como objetivos específicos para la realización de la presente tesis, los que a continuación se detallan:

- Identificar las limitaciones funcionales y estructurales del FIRBI;
- Identificar los potenciales beneficios y desventajas del FIRBI para los principales actores y para el sector inmobiliario;
- Analizar el impacto en el sector inmobiliario; y,
- Analizar la aplicación del FIRBI en otros países donde su aplicación haya sido exitosa.

1.5 Tipo de Investigación

- Método Delphi:

Es un método de predicción sistemático interactivo basado en la capacidad de predecir, a partir del análisis de las entrevistas realizadas de varios expertos, un panorama preciso con perspectiva a futuro.

El precitado método se aplica con el objeto de analizar las entrevistas realizadas a los expertos, agrupándolos por especialidad, con la finalidad de llegar a predicciones que nos ayuden a diagnosticar la situación actual y las limitaciones que presenta el FIRBI; así como identificar las necesidades del mercado que podrían ser cubiertas con el desarrollo de los mismos.

- Método Analítico Deductivo:

Este método toma en cuenta situaciones específicas o particulares para lograr la comprensión de un escenario o panorama general, es así que este método se aplicará para analizar cada una de los aspectos vinculados al FIRBI con la finalidad de identificar los problemas de este tipo de fondo.

En ese sentido, aplicaremos el método en toda la redacción de la tesis, de manera que analicemos todas las aristas relevantes para el FIRBI.

1.6 Método de Investigación

Fuentes

1.6.1 Secundarias:

- Doctrina.- En doctrina utilizas la normativa aplicada al FIRBI, revistas, publicaciones y libros que explican la regulación de cada aspecto de un Fondo de Inversión y, en especial, del FIRBI; así como la tratativa tributaria, siendo esta una de las principales para incentivar su aplicación. Con ello, podremos tener un diagnóstico sobre la base legal y evaluar si es necesario realizar alguna modificatoria para lograr los objetivos contemplados en la normativa para el FIRBI.
- Informes de investigación.- Se utilizarán los informes realizados por las entidades que regulan cada aspecto del FIRBI, tales como SMV, SUNAT, BCR, Ministerio de Economía y Finanzas, y otras entidades, para conocer la perspectiva de cada sector aplicado al FIRBI.
- Proyectos en marcha.- A la fecha sólo se tiene como proyecto en marcha un FIRBI realizado por SURA y dos FIRBIs en etapa de preoperación de SURA y LARRAIN VIAL, respectivamente. En ese sentido, se han analizado los Reglamentos de Participación con la finalidad de conocer su aplicación y si es que resulta un vehículo de inversión atractivo para el inversionista, en especial las personas naturales.
- Información pública de la SMV.- Tener datos sobre los Fondos de Inversión regulados por dicha entidad y cuántos de ellos han estructurado un FIRBI.
- Estadísticas del BCR.- Contar con el precio estimado de arrendamiento de inmuebles en el mercado, tasas de vacancia e índice de inflación.
- Estadísticas del INEI.- Conocer el déficit de inmuebles en el mercado.

○ Estadística de CAPECO.- Contar con el dato de la evolución de la construcción y los precios de arrendamiento; así como de la demanda por metro cuadrado del sector inmobiliario.

1.6.2 Primarias:

Cualitativo: este método es utilizado para la recolección de datos, opiniones y estimaciones. En la presente tesis se aplica con la finalidad de poder contar con la opinión y experiencia de expertos en la materia, pudiendo lograr con ello hacer un análisis sobre los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles en el Perú y hacer un diagnóstico sobre su aplicación en el mercado.

▪ Entrevistas a expertos.- Se buscará entrevistar a expertos, Directores, Gerentes Generales, Catedráticos o funcionarios de alto nivel, en los siguientes rubros:

○ Fondos de inversión.- Para conocer el manejo de un fondo de inversión; así como las principales ventajas que ofrece en el mercado de capitales y en especial en aquellos que tienen experiencia en FIRBI.

○ Sector inmobiliario.- Para determinar cómo se aplicaría un FIRBI en este sector.

○ Tributación.- Es necesario conocer los tipos de tributos y las tasas que pagan los partícipes de un FIRBI, ya que de acuerdo a ello se analiza el interés de inversión en el vehículo de inversión y si es necesario fijar nuevos incentivos.

○ SMV.- Para poder conocer la perspectiva del regulador en este tipo de fondo de inversión.

Figura 1: Método de Investigación



Elaboración: Autores de esta tesis.

1.7 Alcances y limitaciones

Se efectúa un análisis de los aspectos legales y tributarios que engloban al FIRBI en el Perú, específicamente de la atribución de la renta proveniente del arrendamiento, la enajenación de bienes inmuebles y la transferencia de los certificados de participación, los cuales constituyen estímulos fiscales para el desarrollo del FIRBI.

Tomando en consideración que, el sector inmobiliario es uno de los principales contribuyentes del crecimiento del PBI en el país, se analiza la posibilidad de crear un nuevo mecanismo de ejecución de nuevos proyectos, distinto a los tradicionales, de forma que coadyuve al desarrollo del sector y contribuya al dinamismo de la economía peruana.

Con relación al mercado de valores, se analiza los intereses y perspectivas que tienen los inversionistas, a través de los intermediarios de mercado de valores, quienes con su experiencia y perspectiva nos permita analizar los beneficios y a su vez los puntos críticos en el desarrollo del FIRBI.

En países como Chile, Estados Unidos, México y España, se aplica este vehículo de inversión inmobiliario, motivo por el cual se realiza un análisis comparativo en cuanto a su legislación, estructura de inversión y aspectos tributarios; así como el desarrollo presentado en sus respectivos mercados de capitales, a fin de identificar similitudes o debilidades que el FIRBI peruano presenta en la actualidad.

De otro lado, las limitaciones que se han presentado en el desarrollo del presente trabajo de investigación han sido: (i) el limitado acceso a información oficial como son datos estadísticos, (ii) el escaso desarrollo doctrinario a nivel nacional, y, (iii) el desarrollo del FIRBI en un mercado incipiente que habiendo colocado FIRBIs en el mercado aún no brinda información comparativa suficiente que permita obtener datos certeros en cuanto a rentabilidad, desarrollo de proyectos y colocación de bienes en arrendamiento u otra cesión de uso. Asimismo, no se ha obtenido información respecto a la negociación de certificados de participación en los mecanismos centralizados de negociación.

1.8 Justificación

Mediante la presente investigación se busca analizar el desarrollo y aplicación del FIRBI en el Perú, especialmente desde el punto de vista legal y tributario.

El FIRBI, como vehículo de inversión, fue creado con la finalidad de impulsar el acceso al mercado inmobiliario y la promoción del mercado de valores, a través de la constitución de un patrimonio autónomo conformado con el aporte de inversionistas quienes recibieron certificados de participación. El FIRBI tiene como objetivo la adquisición y construcción de bienes inmuebles destinados al arrendamiento, con el fin de generar determinadas rentabilidades a favor de sus partícipes y contribuir al desarrollo de proyectos inmobiliarios y de construcción que impactarán favorablemente en la economía del país.

En ese sentido, es pertinente identificar los motivos que generan la inversión en un FIRBI, así como las limitaciones e incentivos otorgados a los inversionistas, desde un punto de vista legal y tributario, teniendo en consideración el interés del Estado en generar la mayor participación de los inversionistas retail en este tipo de mecanismo de inversión, de dinamizar el sector inmobiliario y de generarle liquidez al mercado de valores en el país.

Entre los principales agentes que actúan en el mercado de valores y específicamente en el FIRBI se encuentran:

- Las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, quienes se encargarán de la administración y gestión del FIRBI verificando el cumplimiento de sus objetivos y disposiciones establecidas en el Reglamento de Participación.
- Inversionistas, entre los que se encuentran los institucionales y retail (personas naturales), son aquellos que cuentan con excedentes de capital destinados a la inversión en productos financieros y bursátiles.
- El Estado, quien de manera directa promueve el mercado de valores a través de las diferentes medidas fiscales y administrativas que permitan impulsar el desarrollo del FIRBI, dinamizar el sector inmobiliario y aumentar la liquidez del mercado de valores, mediante el incremento de los montos y frecuencia de las transacciones, así como el número de instrumentos negociados.
- Inmobiliarias, quienes se encargarán de la administración, mantenimiento y trato con directo con el arrendatario.

- Empresas Constructoras, quienes serán los encargados de la ejecución de los proyectos de inmuebles destinados al arrendamiento.
- Sociedades Agentes de Bolsa, quienes actúan como intermediario del mercado bursátil, encargándose de realizar compras y ventas de instrumentos por encargo de los inversionistas.
- Mecanismos Centralizados de Negociación, la BVL en el Perú a través de la Rueda de Bolsa administrará el proceso de colocación de cuotas del FIRBI mediante oferta pública.
- CAVALI, quien se encargará del Registro Central de Valores y Liquidaciones donde se inscribe la titularidad de los certificados de participación mediante anotaciones en cuenta.

Finalmente, la presente investigación contribuirá que los inversionistas identifiquen las limitaciones y ventajas del FIRBI; así como los vacíos y propuestas legales que permitan alcanzar los objetivos principales que son el promover el mercado de valores y dinamizar el sector inmobiliario.

CAPITULO II MARCO TEÓRICO

2.1 Funcionamiento del Mercado de Valores

2.1.1 Definición

El Mercado de Valores es el mecanismo establecido para que personas naturales y jurídicas inviertan en valores, con la finalidad de obtener ganancias y captar recursos financieros que se encuentren disponibles en el mismo.

También es conocido con el nombre de “mercado de intermediación directa”, se llama así al lugar de reunión de los mercados primario y secundario, donde empresas y Estado acuden a financiar sus actividades y servicios mediante la emisión de acciones y bonos, respectivamente. Para este proceso de financiamiento intervienen los denominados “bancos de inversión”, los cuales, dentro del mercado primario, “se encargan de comprar las acciones y bonos directamente a las empresas y al Estado, y de colocarlos posteriormente, a través de la bolsa de valores, en el mercado secundario donde serán negociados al público”. (COURT / TARRADELLAS, 2010: 12)

Existen mercados que de acuerdo a su plazo serán diferenciados, tales como el Mercado de Dinero, que acoge instrumentos a corto plazo con vencimiento menor a un año, ejemplificándose en certificados de depósito o papeles comerciales; y el Mercado de Capitales, el cual refiere a instrumentos con vencimiento mayor a un año, tales como los Bonos.

De acuerdo a lo establecido por la normativa pertinente, la SMV detalla los participantes más importantes que intervienen en el mercado de Valores, siendo los siguientes:

- **Emisor:** empresa que emite valores mobiliarios (acciones, bonos) para captar los recursos que necesita para financiar su actividad productiva
- **Inversionista:** persona natural o jurídica que busca obtener una rentabilidad por su inversión en valores
- **Sociedad Agente de Bolsa:** es la entidad autorizada por la SMV que se dedica fundamentalmente a la intermediación de valores en el mercado bursátil.
- **Bolsa de Valores:** “es la entidad que tiene por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos a través de sus servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de valores.” (SMV, 2016)

En ese sentido, se puede deducir que los *emisores* deben tener la solvencia y condición de liquidez muy atractiva para que el inversionista invierta en los valores ofertados en el mercado; asimismo, su necesidad de financiamiento debe ser de una gran magnitud que permita acceder al mercado de valores. Se destaca que el emisor debe tener buena solvencia económica porque además de convencer al inversionista para que decida invertir, debe estar en condición de afrontar las pérdidas que pudiera acontecer la transacción y responder frente cualquier inconveniente que surja con los mismos respecto a sus valores.

Sin embargo, dentro del desarrollo del Mercado de valores, hay otros actores que participan y cumplen distintos roles en las negociaciones; tales como la SMV, las Sociedades administradoras de Fondos mutuos y de Fondos de Inversión, las Sociedades Titulizadoras, CAVALI, las empresas clasificadoras de riesgo, entre otras.

2.1.2 Características

- ❖ Presencia del Estado, teniendo como principal obligación brindar información a los inversionistas
- ❖ En este mecanismo se utiliza la “intermediación directa”, es decir, los emisores y/o inversores si interactúan entre ellos mismos, a diferencia del mercado bancario.
- ❖ Busca financiamiento más accesible en cuanto a costos operativos y mayor retribución
- ❖ El riesgo es por cuenta del inversor y emisor, siendo éstos últimos los que se encuentran en mayor ventaja frente a los inversionistas por obtener mayor información
- ❖ Existe asimetría de la información

2.1.3 Tipo de inversionistas

En primera instancia, toda persona natural y/o jurídica con solvencia económica puede acudir al Mercado de Valores e invertir en títulos, con la finalidad de replicar sus recursos y generar mayor rentabilidad en su inversión. En nuestro país hay inversionistas nacionales y extranjeros, siendo estos últimos de gran ayuda debido a que tienen mayor liquidez por ingresar a nuestro mercado, que permite un mayor flujo de dinero en cuanto a los requerimientos de capital solicitado por las empresas.

Para que un inversionista acceda acudir al Mercado de Valores, y no al Bancario, necesariamente deberá informarse a detalle sobre todo lo correspondiente a la inversión que efectuará, más aun considerando que quien actúa en el mercado de valores asume el riesgo por sí mismo de su inversión; a diferencia del mercado bancario donde es la misma entidad bancaria quien asume el riesgo.

En nuestro país, los inversionistas pueden ser del sector privado y del sector público; es decir, el Estado también podrá canalizar sus recursos, invirtiendo grandes recursos y diversificando el riesgo. Uno de los inversionistas más importante dentro del sector privado es el inversionista institucional.

Este tipo de inversionista tiene la capacidad de protegerse y solventarse de manera propia, elimina toda asimetría de la información. Son entidades que manejan grandes cantidades de dinero con el objetivo de generar rentabilidad, tienen autorización de funcionamiento por parte de la SBS y SMV, tiene como objeto social la inversión en valores, tales como los Bancos, Compañías de seguros, Fondos mutuos, Fondos de Inversión, siendo el más importante la Asociación de Fondos de Pensiones – AFP.

Los inversionistas pueden ser clasificados según sus objetivos individuales:

- Inversores: pueden ser propietarios de un porcentaje de una sociedad, obteniendo rentabilidad en un determinado periodo de tiempo
- Especuladores: son los inversionistas con mayor riesgo por su alta rentabilidad, pero en un corto periodo de tiempo. Permite adquirir financiamiento
- Traders: referente al llamado “arbitraje”, referido a comprar y vender un mismo bien en dos mercados con cero riesgo. Se aprovecha pequeñas variaciones en los precios

La SMV como entidad reguladora del Mercado de Valores ha proveído de un Decálogo del Inversionista, a fin de que todo inversionista considere estas recomendaciones previo a su posible inversión.

Figura 2: Decálogo del Inversionista



Fuente: Superintendencia de Mercado de Valores

2.1.4 Principales mercados

2.1.4.1 Mercado Financiero

El mercado financiero es aquel mediante el cual se negocian e intercambian activos intangibles, dentro de los cuales se encuentran los llamados activos financieros, siendo uno de ellos los valores negociables, los cuales serán materia de estudio en el presente capítulo.

Tienen como principal función la intermediación entre ofertantes y demandantes, negociándose tres tipos de valores en todos los mercados financieros, siendo estos los siguientes:

- **Valores representativos de deuda;** son considerados como tales a los bonos, papeles comerciales, entre otros, también llamados instrumentos de renta fija.
- **Valores representativos de propiedad;** son considerados en esta categoría a las acciones o cualquier otro instrumento representativo de patrimonio de entidades, también son llamados instrumentos de renta variable.
- **Valores representativos de derechos sobre los dos anteriores;** también conocidos como productos derivados, ya que derivan de los dos anteriores.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que existen varias categorías de mercados financieros, siendo lo determinante el tipo de instrumento financiero, ya que en función a ello se asignará el mercado. En nuestro caso, al ser materia de estudio los valores negociables, el mercado correspondiente es el Mercado de Valores.

Entre los principales Tipos de Instrumentos Financieros usados en el Mercado Financiero tenemos los siguientes:

a) Instrumentos de Renta Fija:

Los instrumentos de Renta Fija son aquellos emitidos por empresas privadas o por el Estado y son negociadas en el mercado de valores. La rentabilidad es calculada en base a los flujos futuros que se recibirá, permitiendo al inversionista calcular un estimado de la rentabilidad total de la inversión, la cual necesariamente no será un monto fijo, ya que esto puede variar entre una inversión u otra, pudiendo tener pérdida o una rentabilidad diferente a la estimada.

Son conocidos como Instrumentos de Renta Fija los bonos, pagarés, papeles comerciales o cualquier otro instrumento representativo de deuda con las características señaladas en el párrafo anterior. Se pueden clasificar en función al emisor, teniendo dos tipos: (i) Instrumentos de Renta Fija Privada; cuando es emitida por empresas privadas; y, (ii) Instrumentos de Renta Fija Pública, cuando el emisor es el Estado.

b) Instrumentos de Renta Variable:

Los instrumentos de Renta Variable son aquellos que representan una obligación del emisor, se caracterizan por no poder determinar su rentabilidad, ya que están determinados por flujos de dinero que se tendrán en función al comportamiento y rendimiento del valor. Asimismo, puede variar debido a diversos factores del país, tales como la estabilidad o crecimiento económico y la política.

En el Perú la inversión en acciones, es conocida como Instrumentos de Renta Variable, , ya que pueden subir o bajar de precio en el mercado. La rentabilidad se medirá en función de los dividendos obtenidos en el año, los cuales se repartirán a sus accionistas.

2.1.4.2 Mercado de Valores

El Mercado de Valores es un tipo de mercado de capitales al que concurren demandantes y ofertantes de valores con la finalidad de captar recursos financieros a una tasa menor a las ofrecidas por los bancos o entidades financieras; y en el caso de los inversionistas, de conseguir rentabilizar su dinero obteniendo un spread por su inversión.

En este mercado se negocian los valores negociables, siendo aquellos los instrumentos financieros de renta fija y variable, tales como bonos, papeles comerciales, acciones, entre otros.

La clasificación de los mercados puede darse en: (i) función a la negociación, tales como mercado primario y mercado secundario; y, (ii) respecto al plazo de los activos de renta fija negociados, siendo éstos el mercado de dinero y mercado de capitales.

2.1.4.2.1 Tipos de Mercado en Función a la Negociación

a) Mercado Primario

El Mercado Primario o el mercado de emisiones es aquel en el cual se negocian y se emiten valores sean acciones, bonos o papeles comerciales. Acuden a este mercado aquellos emisores o empresas que requieren financiamiento con una tasa de interés menor al que obtendrían en entidades financieras o bancarias, para lo cual emiten valores por primera vez en el mercado a través de una Oferta Pública Primaria. Los

emisores pueden ser empresas privadas o el propio Estado, siendo este último el más seguro en el mercado.

El precio de los valores puede determinarse mediante una Oferta Pública de Venta o mediante oferta privada, donde sólo participan un grupo de instituciones y no el público en general.

En una emisión en este tipo de mercado, aparte de los emisores e inversionistas, deben participar los siguientes partícipes:

- **Emisor:** es la persona jurídica que emite los valores materia de negociación.
- **Inversionistas:** son los destinatarios de la oferta con excedentes de capital.
- **Agente Estructurador:** es aquel encargado de participar en el diseño y formulación de ofertas públicas, así como, en la emisión y los trámites a realizarse ante la Superintendencia de Mercado de Valores.
- **Agente Colocador:** es aquel encargado de colocar todos los valores emitidos en el mercado primario, de ellos depende el éxito de una emisión. Este trabajo es realizado por las sociedades agentes de bolsa.
- **Representante de los Obligacionistas:** es aquel comprador de algún valor emitido (inversionista) que tiene la función de ejercer los derechos de los inversionistas de cara a los emisores.
- **Empresa Calificadora de Riesgos:** analizan la capacidad de pago con la que cuenta el emisor para el cumplimiento de sus obligaciones.

b) Mercado Secundario:

El Mercado Secundario o de transacciones es aquel en el cual se negocian los valores o activos financieros previamente colocados en el mercado primario. Es en este mercado donde los inversionistas liquidan su posición y obtienen los recursos invertidos en el mercado primario mediante una Oferta Pública Secundaria.

Las modalidades de Oferta Pública Secundaria son:

- **Oferta Pública de Adquisición – OPA:** Es un mecanismo de negociación utilizado por las personas naturales o jurídicas para hacer una oferta de compra parcial o total de acciones de compañías que listan en bolsa.

- **Oferta Pública de Compra – OPC:** Este tipo de oferta se da cuando se excluye un valor del Registro Público del Mercado de Valores, es solicitada por quien pida la exclusión del valor para que los mismos sean vendidos por oferta pública, asegurando que se hagan en condiciones razonables.
- **Oferta Pública de Venta – OPV:** Esta figura se da cuando los accionistas de una empresa que cotizan sus acciones en bolsa desean venderlas.
- **Oferta Pública de Intercambio – OPI:** Es una oferta pública donde una persona natural o jurídica que tiene interés en adquirir acciones de una OPA, ofrece títulos valores para el pago de las mismas.

2.1.4.2.2 Tipos de Mercado Respecto al Plazo de los Activos de Renta Fija Negociados

Este tipo de Mercado de Renta Fija se clasifica en dos sub mercados en función al vencimiento de los valores negociados, siendo las siguientes:

- **Mercado de Dinero:** es aquel compuesto por mayormente por los instrumentos financieros o valores negociados cuyo vencimiento es menor a 1 año. En este tipo de mercado se negocian los papeles comerciales en su mayoría.
- **Mercado de Bonos y Obligaciones:** es aquel que pertenece al Mercado de Capitales y está compuesto por los instrumentos financieros o valores negociados cuyo vencimiento es mayor a 1 año, se caracteriza por realizar emisiones a largo plazo.

2.1.5 Valores mobiliarios

Para obtener una definición de “Valores mobiliarios”, la Ley de Mercado de Valores indica que “son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales y patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.” (LEY DE MERCADO DE VALORES, 2002: Art. 3)

Los valores mobiliarios son prescritos por el “emisor”, y pueden ser representados mediante anotaciones en cuenta o por medio de títulos.

La doctrina se ha pronunciado respecto al concepto del valor mobiliario, indicando que:

El concepto de valor mobiliario, caracterizado en nuestro ordenamiento como una especie dentro del género de títulos valores, se vincula con el uso masivo de títulos valores en mercados financieros (mercados de valores, específicamente) para obtener recursos. Así, es un concepto que agrupa a diferentes títulos valores empleados para financiamientos a gran escala en el mercado de valores. (MONTROYA, 2004)

Como se aprecia, los valores mobiliarios no son denominados como un título valor, propiamente dicho; sin embargo, de las características que posee y detalla la LMV, incurriría en una tipología de título valor. Se disgregará la definición otorgada en la ley a fin de puntualizar sus características:

2.1.5.1 Emitido en forma masiva

De acuerdo al artículo 5° literal b) del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, “la emisión masiva se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un periodo determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste”.

En referencia a la simultaneidad, para ser declarado como emisión masiva deberá emitirse más de diez (10) valores (09 valores no califica como masiva), pero en una misma operación financiera y que pueda ser distribuida al segmento pertinente.

2.1.5.2 Librementemente negociables

Como primera premisa, la LMV determina que cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenidos en los estatutos o contratos de emisión carecerá de efectos jurídicos.

En ese sentido, estarán prohibidos los derechos de suscripción preferentes lo que implicaría verificar una diferencia con la transferencia de acciones de una sociedad anónima, en la cual si existe tal derecho.

2.1.5.3 Confiere a sus titulares derechos crediticios, dominiales y patrimoniales

Esta característica es la más similar a cualquier título valor, debido a que éstos y los valores mobiliarios tienen contenido patrimonial. Dicho ello, los títulos valores

generan confianza y seguridad por el hecho de tener contenido patrimonial, en el sentido que pueden materializarse jurídicamente.

Es así que, los títulos valores pueden ser expresados en físico (materializados) o en otro medio (desmaterializados), a los que se llaman “anotaciones en cuenta” inscritos ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores.

Los valores como representativos de participación y de deuda, que se negocian en nuestro país son los siguientes:

- Valores representativos de participación:

Estos valores se caracterizan por ser instrumentos de renta variable, siendo algunos de ellos:

- Acciones: propio de las sociedades anónimas, que permiten identificar la suscripción de los accionistas en el capital social de la empresa¹. Como lo señala la doctrina, “las acciones de una empresa representan derechos de propiedad sobre la misma. Un accionista adquiere intereses sobre la empresa en función al volumen de acciones que posee, aunque esta relación no es siempre directamente proporcional (...)” (FERNANDEZ, 2009: 238)
- Certificados de Participación: propio de los fondos de inversión, mediante los cuales se determina la participación de los inversionistas, los cuales pueden ser mediante títulos físicos o anotaciones en cuenta
- ADRs: son activos financieros emitidos por dos bancos estadounidenses, con la participación de un banco de inversión que compra las acciones extranjeras y las ofrece en Estados Unidos; y un banco depositario que emite y cancela los ADRs.

En consecuencia, el ADR puede ser definido como un certificado negociable, nominado en dólares y emitido por un banco norteamericano, que representa las acciones de una compañía no norteamericana. Se trata de un documento de participación en el capital de una empresa no estadounidense que brinda a sus tenedores los derechos y obligaciones inherentes al título original que representa, que pueden ser una o más acciones. (IUS ET VERITAS, 2011: 80)

¹ La Ley General de Sociedades define a las acciones como: “Las acciones representan partes alícuotas del capital, todas tienen el mismo valor nominal y dan derecho a un voto, con la excepción prevista en el artículo 164 y las demás contempladas en la presente Ley”.

- Valores emitidos en procesos de Titulización: son los títulos de participación que se adquiere en un proceso de Titulización, sobre un patrimonio autónomo.

Los valores que se emitan y que están respaldados en el patrimonio fideicometido pueden ser:

Títulos de contenido crediticio, generalmente referidos al pago de un interés y a la posterior redención del principal (...)

En efecto, los valores mobiliarios más utilizados en procesos de Titulización son los bonos que tienen un plazo mayor a un año (...)

Títulos de participación, que otorgan al tenedor un derecho o parte alícuota sobre los activos titulizados objeto de la movilización (...)

Otros, dejándose abierta la posibilidad para que CONASEV amplíe la gama de títulos a ser emitidos en un proceso de Titulización, incluyendo los que combinan derechos (IUS ET VERITAS, 2011: 180)

- Valores representativos de deuda:

Estos valores se caracterizan por ser instrumentos de renta fija, siendo algunos de ellos:

- Bonos: es un instrumento de deuda a largo plazo, es decir mayor a un año, emitido por personas jurídicas de derecho privado, teniendo como representante de los obligacionistas a los Bancos o Sociedades Agentes de Bolsa no vinculadas. Hay distintos tipos de bonos: Corporativos, Titulizados, Cupón cero, estructurados, etc.

Un bono es un valor que representa una deuda del emisor con el inversionista que compra dicho documento. El emisor queda obligado a pagar una suma específica en una fecha determinada, y, en la mayoría de los casos, a hacer pagos periódicos de intereses. El valor nominal a la par, o maduración de un bono, es la suma que el emisor se compromete a pagar en la fecha de vencimiento. La tasa de cupón es la tasa de interés que debe pagar el emisor. Esta tasa suele ser fija durante todo el tiempo de maduración del bono, y no fluctúa con las tasas de interés del mercado. Sin embargo, el pago de intereses puede quedar indexado a un índice de precios, para proteger al inversionista de la inflación. (FERNANDEZ, 2009: 235)

- Papeles comerciales: son instrumentos de deuda a corto plazo, máximo un año, emitidos por personas jurídicas, con la finalidad de atender requerimientos de financiamiento de corto plazo.

“Son promesas de pago sin garantía que las grandes corporaciones suelen vender para financiar capital de trabajo. Puesto que se trata de instrumentos de deuda sin

garantía, este mercado suele estar dominado por las grandes corporaciones con los mejores *ratings* crediticios.” (FERNANDEZ, 2009: 228)

- Certificados de depósito: instrumentos emitidos por empresas del sistema financiero, de corto plazo, mediante el cual se representa como un depósito de dinero por un periodo fijo a un tipo de interés fijo; sin embargo, éste es considerado como un título valor negociable y puede ser transferido en el mercado de valores.

- Valores representativos de derechos:

Estos valores son conocidos como productos derivados.

2.1.6 Obligación de remisión de información

Como se ha indicado anteriormente, los inversionistas que desean acceder al mercado de valores, tienen como prioridad, derecho y obligación, obtener y proveerse de toda la información necesaria sobre los emisores y los valores mobiliarios ofertados en el mercado, toda vez que son ellos los que asumirán el riesgo de su propia inversión.

Dicho ello, la Ley de Mercado de Valores estipula lo siguiente:

Artículo 29°.- Información Financiera

Lo dispuesto en el artículo anterior no releva al emisor de la entrega oportuna a CONASEV, y en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de la información que una u otra le requieran y, necesariamente, la que se indica seguidamente:

Sus estados e indicadores financieros, con la información mínima que de modo general señale CONASEV, con una periodicidad no mayor al trimestre; y,
Su memoria anual, con la información mínima que de modo general establezca CONASEV.

Estos documentos deberán estar a disposición de los tenedores de los valores en la sede social del emisor.”

Los estados financieros y la memoria anual son importantes en el aporte de información, en tantos los primeros son la foto de la empresa, en que invierte, que ingresa y a quien le debe la misma. Estos deben ser presentados el día que se aprueban en la Junta General de Accionistas obligatoria que se realiza cada año hasta el mes de abril, con la finalidad de evitar asimetría en la información y posibles perjuicios.

También, se aprecia en el artículo antes citado, el cual hace referencia a los “Hechos de importancia”, como la obligación que tiene todo emisor frente a la SMV de proporcionar los actos de mayor relevancia que se hayan suscitado en la empresa y que representen algún impacto en el inversionista, por lo que necesariamente deban ser difundidos a los posibles inversionistas. Esos “hechos de importancia” deben ser conocidos por la SMV y por la entidad que se encuentre bajo la conducción del mecanismo centralizado. Para proveer dicha información, el emisor debe hacerlo en cuanto ocurra o tome conocimiento del mismo, siendo alguno de ellos los siguientes:

- Convocatoria a Junta General de Accionistas
- Modificación de estatutos: aumento de capital, ampliación o reducción del objeto social, cambio en la denominación de la sociedad, reorganización societaria, etc.
- Modificación en la administración
- Transferencia de acciones
- Due diligence
- Situación financiera
- Procesos judiciales

Asimismo, la SMV (antes llamada CONASEV) ha establecido las normas contables que correspondan para la elaboración de los estados financieros; sin embargo, dependiendo del inversionista serán elaborados por las disposiciones propias de su institución.

Por otro lado, si bien el emisor tiene la obligación de informar los hechos de mayor relevancia acontecidos en su empresa con la finalidad de salvaguardar los derechos de información del inversionista, también tiene el derecho de mantener en estricta reserva información corporativa que pueda perjudicarlo en el transcurso de la negociación. Esto lo señala la Ley de mercado de Valores como “*Información reservada*”².

2 Artículo 34°.- Información reservada.- Puede asignarse a un hecho o negociación en curso el carácter de reservado, cuando su divulgación prematura pueda acarrear perjuicio al emisor.

El acuerdo en el cual se determina lo referente a la información reservada deberá ser comunicado a la SMV, a fin que esto sea verificado³. Culinada la reserva de la información deberá ser comunicada como “Hecho de importancia”.

En cuanto al Riesgo:

Pese a todo lo expuesto en el presente subcapítulo referente al funcionamiento del Mercado de Valores, éste también tiene riesgos que todo inversionista debe tomar en consideración al momento de considerar entrar en él. Además, de los riesgos propios de toda inversión como el riesgo país, riesgo de tipo de cambio, entre otros, también se plantean otros riesgos, tales como:

- Riesgo de mercado, la probabilidad que los precios de las acciones suban o bajen.
- Riesgo de crédito, referente a la calidad crediticia pago del emisor, el cual puede aumentar o disminuir su capacidad de pago.
- En cuanto al rendimiento, éste no está certeramente asegurado.

2.2 Mecanismos Centralizados de Negociación

De acuerdo a lo establecido en artículo 110° de la LMV, son considerados como Mecanismos Centralizados de Negociación – MCN aquellos que:

“(…) se reúnen o interconectan en forma simultáneamente a varios compradores y vendedores con el objeto de negociar valores, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva.

La negociación de valores que se efectúe en rueda de bolsa y en los demás mecanismos centralizados bajo los respectivos reglamentos y con observancia de los requisitos de información y transparencia constituye oferta pública. (LMV, 2002)

Adicionalmente, según lo establecido artículo 114 de la LMV:

Artículo 114.- Negociación Fuera de Mecanismos Centralizados.- El valor materia de negociación en un mecanismo centralizado puede también ser transado fuera de él, de acuerdo a las normas correspondientes, a menos que en las condiciones de emisión o normas especiales aplicables se haya establecido que su negociación se circunscribe a un determinado mecanismo. (LMV, 2002)

³ El acuerdo respectivo debe ser adoptado por no menos de las tres cuartas (3/4) partes de los miembros del Directorio de la sociedad de que se trate del órgano que ejerza sus funciones. En defecto del Directorio o del referido órgano, el acuerdo de reserva debe ser tomado por todos los administradores.

Los valores que se transan en el MCN implican inscripción en el RPMV, reserva de identidad, irreivindicabilidad, presunción de pleno derecho el consentimiento del cónyuge y se atribuirá a los documentos donde consten las operaciones el mérito ejecutivo, conforme con lo establecido en los artículos 112⁴ y 115⁵ de la LMV.

Conforme con lo establecido en el artículo 128 de la LMV, la negociación de valores debe efectuarse en condiciones de mercado y con suficiencia de información, en caso de incumplimiento que:

“[P]ueda afectar el interés de los inversionistas, el Consejo Directivo de la respectiva bolsa o el órgano equivalente de la entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, bajo responsabilidad, dispondrá la suspensión de la negociación de uno o más valores o de la realización de transacciones con dichos valores en el mecanismo centralizado por un plazo que no excederá de cinco (5) días.” (LMV, 2002)

Para DIANDERAS, las cuotas de los fondos de inversión que “tengan un bajo nivel de negociabilidad, implicarán, un sobre costo pues usualmente el costo de mantener registrado un valor en mecanismo centralizado tiene un componente de pago fijo que está en función del tamaño de la emisión.”

2.2.1 Mercado Bursátil: Rueda de Bolsa

Rueda de Bolsa, de acuerdo a lo establecido en el artículo 117 de la LMV, “(...) es el mecanismo centralizado en el que las sociedades agentes, de conformidad con lo dispuesto en los respectivos reglamentos internos de las Bolsas, realizan transacciones con valores inscritos en el Registro, cuando corresponda e instrumentos derivados.”

Para CHAVEZ, “El precio no se determina según la concurrencia de la oferta y la demanda, dado que no existe una concurrencia multilateral de posiciones de compra y venta, sino a través de un cierre negociado de operación en operación.” (CHÁVEZ, 1997, 31)

⁴ “**Artículo 112.- Mérito Ejecutivo de Constancia de Operaciones.-** Los documentos en los que consten las operaciones realizadas en los mecanismos centralizados regidos por esta ley aparejan ejecución si están certificados por la bolsa o institución responsable de la conducción del mecanismo centralizado respectivo, según corresponda.”

⁵ “**Artículo 115.- Irreivindicabilidad.-** Son irreivindicables los valores que se negocien en los mecanismos centralizados regidos por esta ley. (...)”

De conformidad con lo establecido en el artículo 130° de la LMV, según se aprecia en el Anexo _1_, las Bolsas de Valores pueden ser constituidas como sociedad anónima o como asociación civil.

Para THEMIS, “la Bolsa de Valores es la expresión organizada del mercado secundario, esto es, un mercado de títulos que requieren de liquidez, o conversión en dinero, que se logra mediante la negociación a través de la Rueda de Bolsa. (...)” (THEMIS, P. 57)

2.2.2 Mercado Extrabursátil:

2.2.2.1 Mecanismo Centralizado de Negociación de Instrumentos de Emisión Masiva – MIENM

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 123 de la LMV,

Artículo 123.- Negociación Extrabursátil.- Los valores inscritos en rueda de bolsa pueden ser transados fuera de dicho mecanismo. En estos casos, se requiere el concurso de una sociedad agente, quien debe certificar la transacción y liquidación oportuna de la misma, con indicación de la cantidad, precio y la fecha en que tuvo lugar. Dicha certificación debe ser entregada al emisor, informándose también a CONASEV, a la bolsa y a la institución de compensación y liquidación de valores donde estén inscritos los mismos. (LMV, 2002)

Al respecto, para GUTIÉRREZ, O., “MIENM negocia instrumentos no masivos y [maneja] información financiera del obligado principal y [de quien] negocia el instrumento.” (GUTIÉRREZ, 2015)

2.2.2.2 Otros Mecanismos de Negociación

El artículo 124 de la LMV, establece que “se consideran otros mecanismos centralizados de negociación a aquellos que tienen como objeto negociar valores no inscritos en rueda de bolsa”.

Cabe indicar que, para la operación de dichos mecanismos será necesario contar con un reglamento que señale los valores que serán materia de negociación, requisitos, condiciones, suspensión y exclusión, conforme lo establecido en el artículo 125° de la LMV, como se aprecia en el Anexo _1_

2.3 Fondos de Inversión

Los Fondos de Inversión nacen en Estados Unidos en el año 1966⁶, como una necesidad de satisfacer a los inversionistas más sofisticados y con menor aversión al riesgo; así como, también, con mayores recursos de inversión. Si bien durante los primeros años de su nacimiento, los hedge funds tuvieron rentabilidades mayores a la de los fondos mutuos, durante las primeras dos (02) décadas en Estados Unidos no tuvieron el éxito deseado, generando pérdidas y cierre de fondos.

Los fondos de inversión, según indica GUTIÉRREZ, “(...) en el mercado norteamericano primero surge la industria y luego la regulación, normalmente esta última como respuesta a ciertos abusos en el mercado o a crisis específicas que no pueden ser superadas por el mismo mercado.” (GUTIÉRREZ, 2011)

Por el contrario, en el caso peruano, los Fondos de Inversión nacen por efecto de la promulgación del Decreto Legislativo N° 862, Ley de Fondos de Inversión y de sus Sociedades Administradoras (LFI)⁷, constituyendo esta una ley especial en la materia, la cual tuvo como objetivo la creación de vehículos legales que permitan la inversión colectiva en diversos activos, entre los cuales se encontraban los inmuebles.

Lamentablemente, durante la primera década no tuvieron la acogida esperada por parte del mercado, debido a que la economía se encontraba en recuperación, pero, principalmente, a que el mercado de capitales peruano era incipiente y a que la crisis asiática de 1997 afectó la economía peruana.

“Sobre la evolución del mercado de Fondos de Inversión, Gutiérrez asegura que, “[los] fondos de inversión evoluciona e involuciona conforme al vaivén de la economía...”, “[los] fondos de inversión (...) permite tomar la temperatura [de los] inversionistas institucionales, su grado de sofisticación y la estructura de demanda que significan.” (GUTIÉRREZ, 2011: 151).

Adicionalmente, Gutiérrez señala que “[los] fondos de inversión cumplen con los requisitos básicos necesarios que permiten su desarrollo, es decir, ser: (i) tributariamente eficientes; (ii) asegurar la responsabilidad limitada de los inversionistas,

⁶ Los fondos de inversión nacen como contraposición respecto a la clase de inversionistas a la regulación de la Security and Exchange Commission - SEC que mantenían los fondos mutuos en Estados Unidos. El primer Fondo de Inversión nace en 1949 a raíz de la innovación de Alfred Jones, un graduado de Harvard. Sin embargo, en 1966 se publicó una noticia sobre inversiones que arrojaban rentabilidades superiores a las que resultaban de los fondos mutuos. (Gutiérrez, 2011)

⁷ Aprobada el 21 de octubre de 1996.

y finalmente (iii) permitir un manejo flexible y eficiente del portafolio del fondo de inversión (...).” (GUTIÉRREZ, 2011).

Actualmente, el Reglamento de Fondos de Inversión – RLFVI vigente fue aprobado por Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01⁸, el cual entró en vigencia el 01 de enero de 2015 y otorgó un periodo de adecuación para las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión de seis meses⁹. Dicho Reglamento ha permitido que en la actualidad se cuenten con productos más variados dentro de los Fondos de Inversión para el público en general y regímenes simplificados para inversionistas institucionales.

2.3.1 Concepto

El Fondo de Inversión, de acuerdo a lo establecido en la LFI:

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 anónima denominada Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, por cuenta y riesgo de los partícipes del Fondo. En adelante toda mención a “sociedad administradora” deberá entenderse referida a sociedad administradora de fondos de inversión, asimismo, toda mención a “fondo” deberá entenderse referida a fondo de inversión. Estos Fondos también pueden ser administrados por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión en Valores a las que se refiere la Ley del Mercado de Valores. (Artículo 1 LFI, 1996)

Para MARTÍN, los fondos de inversión, “Tratan de reunir recursos de inversores individuales o institucionales, (...) los cuales invierten en determinados activos por cuenta y riesgo de los inversores.” (MARTÍN, 2010; 265)

Asimismo, manifiesta MARTÍN que, “Los fondos son la unión de varios inversores que adquieren, en forma proporcional y conjunta, una cartera de títulos valores, técnicamente diversificada, con el fin de satisfacer sus necesidades y objetivos de inversión, y es por ello que de forma general se les denomina fondos de inversión”. (MARTÍN, 2010; 265)

Mientras que, para COURT y TARRADELLAS,

⁸ La cual derogó la Resolución CONASEV N° 042-2003-EF-94.10, la cual había derogado el primer Reglamento de la LFI que fuera aprobada por Resolución CONASEV N° 002-97-EF/94.10.

⁹ Cumpléndose el plazo el 01 de julio de 2015.

Los fondos de inversión son patrimonios autónomos formados a través de las aportaciones de personas naturales y jurídicas y destinados a la inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos. Estos fondos son gestionados por una sociedad anónima denominada “sociedad administradora de fondos de inversión”, la cual puede administrar uno o más fondos de inversión. (COURT y TARRADELLAS, 2010)

Los fondos de inversión, según indica ELÍAS,

(...) son de capital cerrado, tienen un número fijo de participaciones y un plazo de vida definido. Las participaciones son negociables, sin embargo, no pueden ser redimidas antes del término de vida del FI” (ELIAS, 2006; 12). Asimismo, señala ELÍAS, que los fondos de inversión poseen “(...) capacidad de invertir en distintos activos financieros y no financieros (...)”. (ELIAS, 2006; 12)

Para HERRERA, “existen características que diferencian a un fondo de inversión y una empresa, entre ellas el hecho de estar basado en un patrimonio autónomo y un reglamento de participación, contar con partícipes (no con accionistas), ofrecer cuotas de participación (en lugar de acciones) tener duración definida.” (HERRERA, 2010)

En consecuencia, vale decir que el Fondo de Inversión es aquél patrimonio autónomo constituido con aportes de inversionistas (personas naturales y jurídicas¹⁰) a los que les denomina partícipes del Fondo, quienes asumen el riesgo de inversión, que administra una Sociedad Administradora o un Gestor Externo, previa aprobación. Para tales efectos, el patrimonio es invertido en activos, instrumentos y operaciones financieras con el objetivo de darle a los partícipes una rentabilidad.

Para fines de la constitución de un fondo de inversión, conforme lo establece el artículo 49 del RLFI, deberá agregarse a la denominación la expresión “Fondo de Inversión” o “FI”, siendo la misma concordante con su objetivo de inversión. Adicionalmente, según lo expuesto en el artículo 51 del RLFI, el fondo iniciará actividades cuando se haya inscrito en el RPMV; cuando haya alcanzado el patrimonio mínimo establecido en el reglamento de participación; la Asamblea General haya aceptado la incorporación al patrimonio del fondo de bienes no dinerarios; se haya

10 Dentro de este grupo recae el público en general o un segmento.

designado al Comité de Vigilancia; y, cuando se haya constituido la garantía¹¹, debiéndose comunicar el inicio de actividades como hecho de importancia¹².

Tanto la LFI como el RLFI, establecen que los Fondos de Inversión pueden ser de naturaleza pública o privada. En el primer caso, la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI)¹³ que lo gestiona deberá estar autorizada y supervisada por la SMV para su operación pudiendo ofertar valores debidamente inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores – RPMV, debiendo dar cumplimiento a las disposiciones de su Reglamento de Participación y marco normativo del mercado de valores. Mientras que, cuando se trata de Oferta Privada¹⁴, la Sociedad Administradora no está supervisada ni requiere de la autorización de la SMV.

2.3.2 Estructura

De acuerdo a la LFI y a su Reglamento, la estructura de un fondo de inversión es como se detalla en el Anexo 4.

2.3.2.1 Sociedad Administradora

El artículo 129 del RLFI, establece que “en la denominación de la Sociedad Administradora debe incluirse la expresión “Sociedad Administradora de Fondos de Inversión” o su abreviatura “SAFI”.”

Las Sociedades Administradoras se rigen bajo normas generales de conducta y principios que son extensivos a todos sus accionistas, gerentes, directores y personal en general; así como a los miembros del Comité de Inversiones, Comité de Vigilancia y Gestor Externo que se vinculen con ella por medio de un Fondo de Inversión que administre. Los artículos 3, 4 y 5 del RLFI, según se aprecia en el Anexo _3_, establecen que la Sociedad Administradora debe actuar conforme a preceptos como equidad, reserva de información, honestidad, cuidado y diligencia, prioridad de intereses, razonabilidad, entre otros; así como de acuerdo a los siguientes Principios: (i) de Reserva de Información Privilegiada¹⁵, (ii) de Independencia y Separación, evitando

11 La sociedad administradora deberá otorgar una garantía a favor de la SMV por un monto no menor a 0.75% de cada patrimonio neto administrado.

12 En la comunicación deberá precisar el patrimonio neto alcanzado, las cuotas suscritas, el porcentaje de cuotas pagadas y la forma en que estas se pagaron.

13 Las Sociedad Administradora de Fondos de Inversión es una denominación exclusiva de aquellas que se encuentren autorizadas y supervisadas por la SMV.

14 Negociación que no se encuentra inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores.

15 Cautelando la información privilegiada que está a su cargo.

cualquier tipo de conflicto de interés entre sus actores, y (iii) de Principio de Transparencia, respecto de la política de inversiones y gastos en el marco de los fines del Fondo; así como, el deber de información a favor de los partícipes.

Para ELÍAS, “El reto que tienen las SAFIS es generar fondos que permitan satisfacer ambas necesidades y amplíen la gama de inversionistas y empresas que requieran este tipo de financiamiento “no tradicional”.” (ELÍAS, 2006)

La LFI establece que la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión es una sociedad anónima debidamente autorizada por la SMV e inscrita en el RPMV quien debe contar como mínimo con un capital suscrito y pagado de S/ 750,000.00 (Setecientos Cincuenta Mil con 00/100 Soles)¹⁶, conforme lo establecido en el artículo 13 del referido cuerpo legal, según se aprecia en el Anexo 2. Asimismo, disponen que, la SAFI puede tener a su cargo la gestión de uno o más fondos de inversión independientes entre sí¹⁷, siendo responsable de la constitución y administración del fondo de inversión; así como del patrimonio que lo constituye. Por ende, estará a cargo de las inversiones y desinversiones, activos, transacciones, sistema operativo, del reporte de información relevante a la SMV, control y gestión de riesgos de la cartera.

La responsabilidad de la SAFI se encuentra limitada a las deudas del fondo, salvo que se compruebe que haya actuado con dolo o culpa inexcusable, generando daño en el patrimonio del mismo.

Los artículos 12, 48, 60, 132, 133, 141 y 143 del RLF, según se muestra en el Anexo 3, entre otros, establecen que la sociedad administradora al tener a su cargo la gestión del Fondo deberá cumplir con obligaciones, entre otras, como la verificación de la información divulgada en la publicidad para la colocación del Fondo; ejecutar debidamente las políticas de inversión establecidas en el Reglamento de Participación; designar al Comité de Inversiones; reportar cualquier situación que dé lugar a conflictos de interés; proporcionar a la SMV de la información relevante y actualizada de hechos

16 El patrimonio neto no podrá ser menor a la suma de los Fondos que administra y en los porcentajes fijados por la SMV para tales efectos. Adicionalmente, la autorización de funcionamiento es solicitada a la SMV por el representante legal, indicando domicilio, teléfono y correo electrónico; acreditar la publicación de la resolución de autorización; RUC; testimonio de escritura pública; información de quienes ejercerán las funciones de directores, gerentes y apoderados; entre otros.

17 Para efectos de la administración de más de un Fondo, deberá llevarse la contabilidad en forma independiente.

que impidan el adecuado cumplimiento de sus obligaciones; y, entrega del reglamento de participación a los partícipes¹⁸.

Finalmente, la SAFI, según lo establecido en el artículo 131 del RLFI:

“(…) podrá percibir de los Fondos una retribución por los servicios de gestión que le preste. La retribución, su fórmula de cálculo, la forma de devengo y la periodicidad de cobro se fijará en el Reglamento de Participación. En los casos que los recursos del Fondo se inviertan en cuotas de Fondos Mutuos gestionados por la misma Sociedad Administradora, se debe señalar si ésta percibirá o no una retribución por la parte que haya destinado en dichas inversiones.”

2.3.2.2 *Partícipes*

De acuerdo a los artículos 61 y 62 del RLFI, según se aprecia en el Anexo _3_, los inversionistas¹⁹ adquieren la calidad de partícipes del fondo de inversión mediante la suscripción y adquisición de certificados de participación, las cuales están debidamente representadas a través de títulos físicos²⁰ o anotaciones en cuenta; así como la adquisición en copropiedad²¹ y por sucesión hereditaria de dichos certificados. Al adquirir la condición, los inversionistas se someten a las normas establecidas en el reglamento de participación.

2.3.2.3 *Asamblea General de Partícipes*

De conformidad con lo establecido en el artículo 90 del RLFI, según se aprecia en el Anexo _3_, la Asamblea General de Partícipes puede ser ordinaria²² o extraordinaria²³. La primera tiene a su cargo la aprobación de los estados financieros y la elección del Comité de Inversiones; mientras que, la segunda, tiene la facultad de aprobar las modificaciones del reglamento de participación que formule la SAFI, así como la designación de auditores externos, autorizar el aumento del número de cuotas y acordar la realización de nuevos aportes.

18 Debiendo recabar una constancia e incorporarla en el contrato de suscripción.

19 Pudiendo ser personas naturales o jurídicas.

20 Los certificados de participación deberán quedar a cargo de un custodio.

21 En el caso de copropiedad, los titulares del Certificado de Participación deberán designar a un representante legal frente a la sociedad Administradora.

22 La Asamblea sesionará en forma anual.

23 La Asamblea sesionará de acuerdo a la coyuntura del desarrollo de las funciones del Fondo.

Adicionalmente, los artículos 91, 92 y 93 del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_, establece que la convocatoria a la Asamblea General deberá efectuarse según los plazos dispuestos en el reglamento de participación y las decisiones que arriben deberán constar en Acta debidamente aprobadas en el marco del quórum, simple²⁴ o calificado²⁵, establecido para la toma de decisión respectiva.

2.3.2.4 *Comité de Vigilancia*

De acuerdo, a la opinión de RIVERO y FLORES, “uno de los elementos más importantes del funcionamiento del sistema de Fondos de Inversión lo constituye la presencia de la Asamblea de Partícipes y del Comité de Vigilancia, lo cual permite contar a este sistema con mecanismos de autocontrol”. (RIVERO y FLORES, 1997)

El Comité de Vigilancia es designado por la Asamblea General de Partícipes y tienen como objetivo supervisar la gestión de la administración, en el marco de lo establecido en los artículos 101 y 102 del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_. Asimismo, los miembros del Comité no podrán ser menores a tres (3) ni mayores a seis (6), no pueden estar vinculados²⁶ a la sociedad administradora y pueden representar a los partícipes en más de un fondo de inversión a cargo de la misma sociedad administradora, debiendo procurar el interés de los partícipes en ejercicio de la diligencia, lealtad e imparcialidad.

2.3.2.5 *Gestor Externo*

El Gestor Externo²⁷ es contratado por la Sociedad Administradora para que gestione el Fondo, es decir cumpla con tomar las decisiones de inversión, desinversión y mantenimiento de sus operaciones. En cuanto a la administración, puede ejercer la gestión de uno o más fondos a cargo de la Sociedad Administradora, conforme a lo estipulado en el artículo 137 del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_.

2.3.2.6 *Comité de Inversiones*

24 La Asamblea se constituirá en primera convocatoria con el 50% de las cuotas suscritas y en segunda convocatoria con la concurrencia de cualquier número de cuotas suscritas.

25 La Asamblea se constituirá en primera convocatoria con la concurrencia de 2/3 de cuotas suscritas y en segunda convocatoria con la concurrencia de 3/5 de cuotas suscritas.

26 No podrán ser directores, gerentes, accionistas, cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad y primero de afinidad.

27 El Gestor deberá ser una persona jurídica nacional o extranjera que cuente con la solidez y experiencia necesaria en la gestión y administración de carteras, debido a que ejecutará las mismas obligaciones que la sociedad administradora.

El Comité de Inversiones²⁸, de acuerdo con lo establecido en los artículos 138 y 139 del RLFI, según se aprecia en el Anexo 3, es un órgano independiente que puede ser parte de la SAFI o del gestor externo contratado por el Fondo y estará a cargo de aprobar las decisiones de inversión, siendo dicha facultad indelegable. Los miembros del Comité²⁹ deben ejercer el cargo en mérito de los principios de independencia, separación y autonomía³⁰; y sus decisiones deberán constar en Actas, las mismas que deberán ser suscritas por los miembros del Comité.

2.3.3 Tipos

Independientemente del tipo de fondo de inversión, HELGUERO (2006) sostiene que estos “pueden clasificarse en dos grandes grupos: los que invierten en valores representativos de deuda y los que invierten en valores representativos de capital.” Sin embargo, para efectos de la presente tesis, se desarrollaran a los fondos de inversión estos pueden ser públicos o privados.

En ese sentido, el artículo 2 de la LFI establece que “Los Certificados de Participación pueden ser colocados por oferta pública o privada.”

- 2.3.3.1 Fondos de Inversión Público

De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 19 de la LFI, según se aprecia en el Anexo 3, el fondo de inversión público es aquél que se encuentra inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) y es administrado por una SAFI supervisada por la SMV, debiendo sujetar su actuación a la LFI y RLFI; en consecuencia, los partícipes pueden recurrir a la SMV para solicitar protección y presentar reclamos.

28 El Comité está conformado por tres (3) especialistas en la materia. La designación de los miembros del Comité recae sobre la sociedad administradora o el gestor externo.

29 Cabe agregar que, los miembros del Comité deberán ser exclusivamente personas naturales y, por lo tanto, para calificar como miembro del Comité es necesario tener formación académica como mínimo universitaria completa y contar con una experiencia profesional de como mínimo tres (3) años en temas relacionados a las finanzas, gestión de portafolios o actividades relacionadas al objeto del Fondo.

30 En artículo 138 del Reglamento de la LFI estipula se conceptualiza los principios sobre los cuales se desenvolverán los miembros del Comité de Inversiones:

“a) Separación, implica que el espacio físico u otros medios que se utilicen para llevar a cabo las sesiones del Comité de Inversiones, deben mantener condiciones de hermetismo, reserva y exclusividad durante el ejercicio de dichas funciones. El mismo principio será de aplicación en las comunicaciones requeridas para ejecutar las decisiones de inversión del Fondo.

b) Independencia, significa que los miembros del Comité de Inversiones no podrán prestar sus servicios a personas vinculadas a la Sociedad Administradora, salvo que sean designados por el Gestor Externo y este no sea vinculado a la Sociedad Administradora, o que para ello sean expresamente autorizados por la Asamblea General, en cuyo caso, cuando estas personas sean partícipes del Fondo no podrán ejercer el derecho de voto.

c) Autonomía, implica que la toma de decisiones de inversión se realice exclusivamente por los miembros del Comité de Inversiones sin presencia de otras personas y sin subordinación a intereses de terceros. Para estos efectos, se entiende por toma de decisiones de inversión a la adopción del acuerdo de adquirir, mantener o enajenar activo(s) para la cartera o de la cartera del Fondo.”

- 2.3.3.2 Fondos de Inversión Privado

Sobre los fondos de inversión colocados por oferta privada, GUTIÉRREZ señala que:

“(…) en los fondos privados los inversionistas deberán solucionar sus reclamos ante la sociedad administradora del fondo, ante las autoridades judiciales y/o arbitrales escogidas y utilizando los mecanismos establecidos en el reglamento de participación”

(…) los fondos de inversión colocados por oferta privada no se encuentran obligados a cumplir con los requerimientos legales (...), es práctica común en el mercado que sí lo hagan, no solo para hacerse más confiables y atractivos al inversionista privado, sino con la finalidad de en algún momento poder inscribir sus cuotas de participación en algún mecanismo centralizado de negociación o bolsa, sin que para ello sea necesario efectuar demasiadas modificaciones a su estructura y a su reglamento interno de participación.” (GUTIÉRREZ 2011, P. 42)

En el artículo 30° del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_, Este tipo de fondos no están inscritos en el Registro y la Sociedad Administradora no es supervisada por la SMV, por ende, no están sujetos al régimen legal establecido en la LFI y su RLFI, pudiendo – en mérito a la flexibilidad con la que cuentan – establecer las reglas más convenientes que le permitan dotar de confiabilidad al inversionista, generalmente institucional, y así poder colocar sus cuotas en un mecanismo centralizado de negociación.

No obstante, de acuerdo a lo establecido en el artículo 157, 158 y 159 del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_, la Sociedad Administradora tiene la obligación de remitir información financiera a la SMV, reportes relativos a su patrimonio, número de partícipes y otra información relevante que le permita definir al Regulador que no se trata de un fondo de inversión público. Para tales efectos, toda colocación de cuotas que busque efectuar la Sociedad Administradora deber contener precisiones dentro de su publicidad, debiéndose informar al público a quién se dirige, que la SMV no se ejerce supervisión respecto de ellas y que la gestión del fondo y servicios conexos es íntegramente responsabilidad de su administración.

2.3.4 Características

2.3.4.1 Patrimonio autónomo

Sobre la característica jurídica del Fondo de Inversión, Gutiérrez asegura que:

“(…) no tienen la categoría de persona jurídica ni de un contrato asociativo (no es una sociedad o consorcio, corporation o partnership), sino que simplemente es un patrimonio autónomo tributariamente transparente, cuyos derechos y obligaciones deben ser ejercidos por la sociedad administradora actuando en nombre y representación del fondo.” (Gutiérrez, 2011: 163).

El patrimonio autónomo es aquel conjunto de bienes y derechos que está desvinculado jurídicamente (respecto de la personalidad) y contablemente de sus titulares que tiene una finalidad determinada. El patrimonio autónomo³¹ tiene como principal característica la inembargabilidad³² de los bienes y derechos que lo componen.

2.3.4.2 Cuotas, tipos de aporte, patrimonio mínimo e inversión colectiva

Sobre las cuotas del fondo de inversión, MARTÍN considera que:

“El fondo emite participaciones que tienen un mismo valor, ya que son partes alícuotas de su patrimonio. El precio de esa participación puede ir aumentando o disminuyendo en función del comportamiento de los activos en los que haya invertido el fondo. El valor de la mayoría de esas participaciones puede seguirse en los periódicos financieros y están expresadas en unidades monetarias.” (MARTÍN, 2010: 266)

Asimismo, para COURT y TARRADELLAS:

“El patrimonio de cada fondo de inversión está conformado por participaciones que comparten el mismo valor y características. Para invertir en un fondo de este tipo, se compran (suscriben) un número determinado de las participaciones que componen la totalidad del fondo y, si algún participante se desea retirar, estas pueden ser vendidas (reembolso) parcial o totalmente. Las participaciones no poseen un valor nominal, sino un valor de liquidación asignado diariamente de acuerdo con la fluctuación de los precios de los activos que conforman el fondo” (COURT y TARRADELLAS, 2010)

El patrimonio de propiedad del Fondo se divide en cuotas, las cuales están representadas en Certificados de Participación que pueden ser válidamente transferibles³³.

31 Considerando la poca regulación en nuestro ordenamiento legal, citamos el artículo 57 del Código Procesal Civil estipula que “toda persona natural o jurídica, los órganos constitucionales autónomos y la sociedad conyugal, la sucesión indivisa y otras formas de patrimonio autónomo, pueden ser parte material de un proceso”

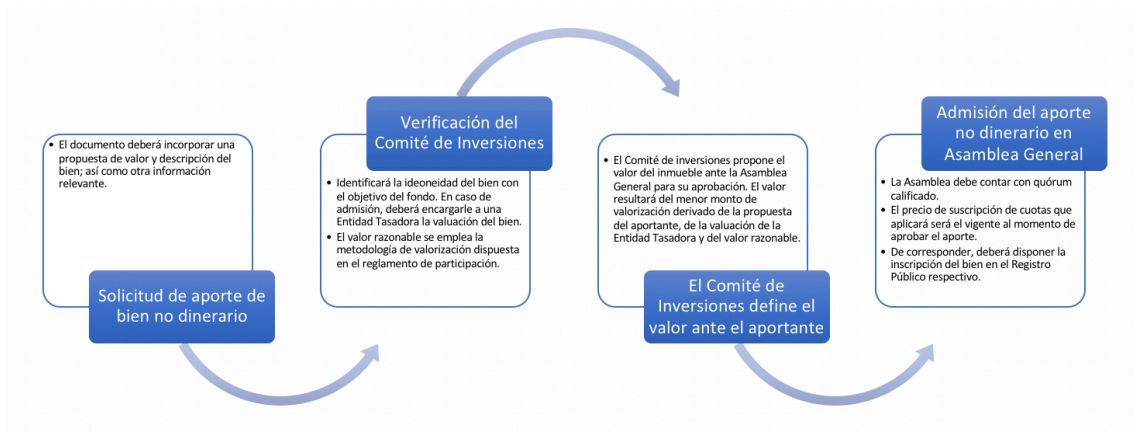
Adicionalmente, el artículo 65 del Código antes referido señala dentro de la representación procesal que: “Existe patrimonio autónomo cuando dos o más personas tienen un derecho o interés común respecto de un bien, sin constituir una persona jurídica. La sociedad conyugal y otros patrimonios son representados por cualquiera de sus partícipes, si son demandantes (...)”.

32 Los bienes y derechos no pueden ser afectados con gravamen porque el patrimonio autónomo es un sujeto distinto al de sus titulares.

33 Se tranzan a través del mercado secundario y se cotizan en bolsa.

Conforme lo establecen los artículos 63, 64 y 65 del RLF, como se aprecia en el Anexo _3_, respecto a los tipos de aporte, las cuotas serán pagadas en efectivo o a través de bienes (muebles e inmuebles) a los que se les denomina aportes no dinerarios. En caso se trate de estos últimos, como en el caso de los fondos que invierten en “bienes inmuebles” para ser considerados como aportes, la Asamblea General deberá autorizar su incorporación en el patrimonio, previo cumplimiento del procedimiento siguiente:

Figura 3: Admisión de Aporte de Bien Inmueble al FIRBI



Fuente LFI y RLF
Elaboración: autores de esta tesis

El artículo 13 de la LFI, como se muestra en el Anexo _2_, con relación al patrimonio mínimo, establece que en caso de no haber alcanzado el mínimo de cuotas establecida en el reglamento de participación, la sociedad administradora deberá devolver los aportes a sus titulares, según lo indicado en el artículo 66 del RLF, como se muestra en el Anexo _3_, en la misma forma en que se adoptó el aporte, más la rentabilidad que se haya generado en el periodo del aporte hasta la redención. Asimismo, los artículos 70 y 71 y Anexo G del RLF, como se muestra en el Anexo _3_, se establece que el fondo de inversión podrá aumentar³⁴ o reducir³⁵ su capital, previa aprobación de la Asamblea General.

³⁴ Para ello, será necesario que la totalidad de las cuotas existentes se encuentren pagadas.

³⁵ La reducción debe afectar a todos los participantes en forma prorrateada respecto de su porcentaje de participación. También operará la reducción del capital del fondo cuando se produzca la recompra de cuotas. Ambas situaciones deben ser informadas como hecho de importancia, señalándose para tales fines el porcentaje y cantidad de cuotas redimidas.

Por otro lado, respecto a la inversión colectiva del fondo, para COURT y TARRADELLAS:

a. Puesto que hablamos de instituciones de inversión colectiva, podemos entender que:

i. Son instrumentos financieros que se caracterizan por conformar fondos que reúnen recursos de inversores individuales con la finalidad de invertirlos en una gama diversa de valores y activos financieros (o también de activos no financieros).

ii. La rentabilidad de cada inversor individual estará sujeta al rendimiento colectivo del fondo.

Una de las principales características de inversión colectiva está en la igualdad de trato a todos sus participantes en lo referente a derechos y obligaciones. Esto no significa que no pueda haber, dentro de un mismo fondo, diferentes tipos de estrategias de inversión, diferentes tipos de participación con gastos, comisiones y requisitos de entrada distintos (...) (COURT y TARRADELLAS, 2010)

En ese contexto, los derechos, obligaciones y riesgos son asumidos en forma homogénea por cada partícipe del fondo.

2.3.4.3 Colocación de cuotas y capital cerrado

Con relación al capital cerrado de los fondos de inversión, DE ALMEIDA señala que:

Los fondos de inversión se caracterizan por ser de naturaleza cerrada (Closed end funds) dado que tienen un capital invariable conformado por una cantidad fija de cuotas parte, las mismas que quedan instrumentadas en títulos denominados también certificados de participación. Dichas cuotas parte, una vez aportadas, no pueden ser incrementadas en su valor mediante nuevas aportaciones ni rescatadas o reembolsadas, motivo por el cual los partícipes que deseen retirarse del fondo necesariamente tienen que transferir sus certificados de participación a terceros. (DE ALMEIDA, 1998)

Los fondos de inversión son considerados como fondos de capital cerrado debido a que una vez colocadas las cuotas se cierra el patrimonio, no permitiendo la salida inmediata de sus inversionistas.

Al respecto, Gutiérrez señala que “son de capital cerrado, no permitiendo la salida inmediata de sus inversionistas, sino hasta la fecha de vencimiento de los fondos de inversión”. Y que, “Este tipo de medida (...) genera que al no existir posibilidad de redención anticipada de las cuotas de participación en los fondos de inversión, el plazo

de vencimiento de los fondos de inversión sea muy corto y para ser renovado deba ser aprobado por la asamblea de partícipes”. (Gutiérrez, 2011: 164)

Asimismo, MARTÍN, señala que “en un fondo cerrado, el precio de las acciones puede o no puede ser igual al VNA, ya que el precio de las acciones está determinado por la oferta y la demanda en el mercado secundario actuando como valor teórico o referencial el VNA. Las acciones pueden cotizar con premio (cuando el precio es mayor que el VNA), o con descuento (cuando el precio es menor que el VNA).” (MARTÍN, 2010)

La colocación de cuotas puede efectuarse a través de la emisión primaria de oferta pública o privada, y mediante el mercado secundario, ya sea listados (en bolsa o fuera de ella) o no listados (realizado por la misma sociedad administradora).

En ese contexto, el artículo 3 de la LFI, según se aprecia en el Anexo 2, establecen que el número de cuotas es fijo y sus cuotas no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del Fondo, a menos que se haga ejercicio del derecho de separación³⁶, se liquide el fondo por vencimiento del plazo o porque así lo acuerde el Asamblea General de Partícipes, y cuando se efectúe la transferencia en rueda de bolsa o fuera de ésta.

La colocación de cuotas, previa inscripción en RPMV, cuenta con un plazo improrrogable de 12 meses para colocar sus cuotas, pudiendo ser colocadas directamente por la sociedad administradora³⁷ o mediante la intervención de agentes de bolsa, según lo establecido en el artículo 57 del RLFI, como se aprecia en el Anexo 3.

De la misma manera, el artículo 63 del RLFI, según se aprecia en el Anexo 3, establece que los pagos de las cuotas podrán ser totales o parciales, en caso sean parciales en el reglamento deberá definirse el porcentaje de pago inicial y las condiciones y plazos de pago del saldo pendiente. Asimismo, deberá fijarse el procedimiento del requerimiento de pago, las penalidades y consecuencias en caso se produzca el impago de las cuotas; toda vez que las cuotas suscritas e impagas no podrán

36 El derecho de separación puede ser ejercido por un partícipe, principalmente, cuando se efectúan modificaciones importantes respecto de la política de inversiones, duración del fondo, gastos, límite de endeudamiento, inversiones en valores prohibidos, entre otros.

37 La sociedad administradora podrá estructurar la oferta pública o privada de valores mobiliarios (valores representativos de deuda o cuotas).

ser consideradas en la determinación del patrimonio mínimo requerido para el inicio de las actividades del fondo.

2.3.4.4 Certificados de Participación

Los certificados de participación adoptan la forma de títulos físico o anotaciones en cuenta, de acuerdo con lo establecido en el artículo 25 de la LFI y el artículo 67 del RLFI, como se aprecia en los Anexos *_2 y 3_*. Para efectos de los títulos físicos³⁸ serán considerados como propietarios del Certificado de Participación quienes se encuentren inscritos como tales en el Registro de Partícipes bajo administración de la Sociedad Administradora; mientras que en el caso de las anotaciones en cuenta³⁹ la propiedad se atribuye a quienes se encuentren inscritos en el Registro Central de Valores y Liquidaciones a cargo de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores - CAVALI⁴⁰.

Los certificados de participación pueden, según lo establecido en el artículo 54 del RLFI, como se aprecia en el Anexo *_3_*, ser agrupados en diferentes clases con distintos derechos y series, siempre y cuando entre ellas mantengan el mismo valor nominal, vencimiento y características. Cabe agregar que, el mismo RLFI, estipula que en todo fondo se deberá incorporar por lo menos una clase de cuotas con derecho a voto y cuando existan clases sin derecho a voto los derechos que se le otorgarán serán la percepción de un dividendo preferencial, derecho a voz en Asamblea, derecho de separación y la participación en aumentos o reducciones de capital en forma proporcional.

En ese sentido, los certificados de participación podrán ser inscritos en un mecanismo centralizado de negociación, siempre que así lo establezca el reglamento de participación.

2.3.4.5 Constitución

38 No surtirá efectos la transferencia del certificado de participación si es que el acto jurídico no ha sido comunicado por escrito a la sociedad administradora para la inscripción en el Registro respectivo.

39 De la misma forma que para los títulos físicos, la transferencia no surtirá efectos si es que el acto jurídico no ha sido anotado en el Registro Contable de CAVALI.

40 CAVALI se encarga del registro, transferencia, custodia, compensación y liquidación de valores para las operaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Lima; así como de la inscripción de las transferencias realizadas sobre los valores registrados en su registro contable.

Para la constitución de un fondo de inversión es necesario que la SAFI se encuentre inscrita como tal en el RPMV, definir el plazo de vigencia⁴¹ y el patrimonio neto del Fondo no sea inferior al monto establecido en su reglamento de participación, debiendo presentarse éste y el modelo de contrato de suscripción ante la SMV, según lo establecido en el Anexo G del RLFI. Asimismo, será necesario de acuerdo con lo establecido en el artículo 21 de la LFI y 56 del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_, que se cuente con la precolocación de cuotas.

2.3.4.6 Universo de inversión y criterios de diversificación

Con relación a la diversificación, MARTÍN, considera que “[g]eneralmente no requieren grandes cantidades de dinero, ya que la mayoría de los fondos pueden invertirse cantidades mínimas (...)” (MARTIN, 2010)

Adicionalmente, RIVERO y FLORES, indican que “La relevancia de los Fondos de Inversión se encuentra en permitir a los diversos agentes de la economía no sólo acceder a oportunidades de inversión, a través de un portafolio diversificado en términos de liquidez, rentabilidad y riesgo con diversos valores mobiliarios predominantemente objeto de oferta pública (...)” (RIVERO y FLORES, 1997)

El universo de inversión del fondo recae sobre bienes y derechos que integra sus activos⁴², siempre que hayan sido expresados como objeto de inversión en el reglamento de participación, según lo establecido en el literal a) del artículo 5 de la LFI y el 65 del RLFI, según se aprecia en los Anexos _2 y 3_.

En ese sentido, de acuerdo con lo establecido en el artículo 27 de la RLFI, según se aprecia en el Anexo _3_, los recursos del Fondo podrán ser invertidos en valores mobiliarios privados o emitidos por el Estado, instrumentos financieros no inscritos en el RPMV, depósitos en entidades bancarias, financieras o depósitos del Gobierno, Bancos Centrales y otras personas jurídicas nacionales o extranjeras, en fondos mutuos, operaciones de arrendamiento, operaciones de transferencia temporal de valores, operaciones de reporte y de pacto, de compra y venta de moneda extranjera, derivados financieros, carteras de crédito, commodities y derechos que sobre ellos recaigan,

41 Normalmente los plazos se traducen en periodos cortos debido a la imposibilidad de redención anticipada. Sin embargo, el plazo del fondo puede ser ampliado siempre que se encuentre previsto en el reglamento de participación.

42 Los activos del fondo de inversión no podrán estar afectos a medidas cautelares, gravámenes o prohibiciones.

instrumentos financieros de rendimiento estructurado y otros valores, activos u operaciones que defina la SMV. Dichos valores mobiliarios deberán ser custodiados, por la propia sociedad administradora o por una entidad autorizada para tales efectos por la SMV.

En lo que corresponde a la diversificación de la cartera, el reglamento de participación deberá definir los criterios y límites de inversión que serán aplicados por la sociedad administradora. Sin embargo, en el artículo 80 del RLFI, según se aprecia en el Anexo _3_, se establecen parámetros sobre los cuales se definirán los criterios de diversificación de cada fondo.

Adicionalmente, de acuerdo a lo establecido en el artículo 30 de la LFI, según se aprecia en el Anexo _2_, La sociedad administradora con cargo a los recursos del fondo puede emitir obligaciones y financiarse en los casos que lo ameriten, siempre y cuando cuente con expresa autorización del Comité de Vigilancia. De igual manera, para las emisiones de obligaciones que realice el fondo será necesario constituir garantías⁴³ en caso esta sea realizada mediante oferta pública, superase el patrimonio del fondo.

2.3.4.7 Responsabilidad del Fondo de Inversión

Desde el punto de vista civil y societario, los inversionistas y la SAFI tienen responsabilidad limitada, salvo que se genere una situación de dolo o culpa inexcusable⁴⁴.

Sin perjuicio de ello, de acuerdo a lo estipulado en el artículo 17 de la LFI y en el artículo 34 del RLFI, según se aprecia en los Anexos _2_ y 3_, se aplica la responsabilidad solidaria a la sociedad administradora y a los responsables que intervinieron en la elaboración del reglamento de participación por las inexactitudes u omisiones que hayan afectado la colocación o inversión del fondo.

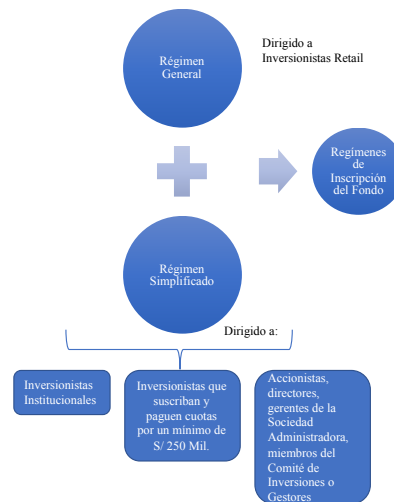
2.3.4.8 Regímenes de Organización e Inscripción

43 Los tipos de garantía que podrán constituir los fondos de inversión, en el marco de lo establecido en el artículo 90 de la LMV, son carta fianza bancaria, depósito bancario, certificado bancario en moneda extranjera depositado en institución financiera nacional y pólizas de caución emitidas por aseguradoras. Las garantías deberán ser inscritas en el RPMV.

44 De acuerdo con lo estipulado en el literal d) del artículo 17 de la LFI, la sociedad administradora deberá indemnizar a los Fondos colocados por oferta pública que administra cuando ella, sus dependientes, personas contratadas para la prestación de servicios incurran, por omisión o acción, en las prohibiciones establecidas en LFI, el reglamento de participación y demás normas establecidas por la SMV.

La norma contempla dos tipos de regímenes de inscripción en el RPMV, uno es el llamado Régimen General⁴⁵ y el otro el Régimen Simplificado⁴⁶, en la Figura 4 podrá evidenciarse al público para los cuales se diseñan los fondos de inversión que calzan en dichos regímenes:

Figura 4: Regímenes de Inscripción de los Fondos de Inversión



Fuente: LFI y RLF
Elaboración: autores de esta tesis

2.3.4.9 Negociación de los certificados de participación

Los certificados de participación pueden negociarse en un mecanismo centralizado de negociación o fuera de éste, según lo establecido en los artículos 25 y 35 del RLF, como se aprecia en el Anexo 3.

2.3.4.10 Terminación Anticipada

La terminación anticipada del fondo puede presentarse debido a que se produzca la transferencia, fusión o escisión, disolución y liquidación.

2.3.5 Marco legal del Fondo de Inversión

2.3.5.1 Reglamento de Participación

45 La inscripción del régimen general implica la presentación ante la SMV de una solicitud suscrita por el representante legal de la sociedad administradora, la nómina de los miembros del Comité de Inversiones, el reglamento de participación; y, el modelo de contrato de suscripción. Sin perjuicio de ello, la SMV puede requerir información adicional. Cabe indicar que, al momento de que proceda la inscripción del fondo también se inscribe los certificados de participación y el reglamento de participación.

46 Inscripción automática con la presentación de la solicitud, la nómina del Comité de Inversiones y el reglamento de participación.

De acuerdo a lo indicado por, MARTIN:

“El reglamento del fondo es el documento que especifica el tipo de fondo, los objetivos de inversión, las estrategias de diversificación y los instrumentos en los que invertirá. En él debe incluirse información sobre:

- El nombre del Fondo, especificando la denominación exacta y el tipo de fondo.
- La sociedad administradora y la depositaria, indicando el nombre y domicilio de ambas.
- Las participaciones, indicando los mecanismos para comprar y liquidar las participaciones, la forma de cálculo del precio de liquidación, los tipos de acciones existentes, las comisiones de suscripción, liquidación y administración.
- La política de administración y diversificación que seguirá el fondo y los activos y mercados en los que se realizarán inversiones.” (MARTÍN 2010, 278)

En ese sentido, el reglamento de participación es un contrato que recoge los acuerdos principales de inversión por parte de los partícipes en el marco del objetivo del Fondo de Inversión. De acuerdo al artículo 9 de la LFI, según se aprecia en el Anexo 2, el documento debe contener, entre otros la denominación, plazo de vigencia, características, objetivo de inversión y diversificación, niveles de riesgo, colocación de las cuotas, periodo de inversiones, procedimientos de valorización del patrimonio, tipo y número de sesiones de asambleas generales, distribución de dividendos, comisiones de la sociedad administradora, gastos imputables al fondo de inversión, condiciones de ingreso y salida, información a entregar a los partícipes y oportunidad, mecanismos de solución de controversia, atribuciones de la Asamblea de Partícipes⁴⁷, procedimientos de elección, remoción y funciones del Comité de Vigilancia, límites de concentración y participación de los partícipes, procedimiento para la selección de la auditora, derecho de preferencia, aumento de aportaciones, política de endeudamiento, tratamiento de las operaciones con personas vinculadas, procedimiento de transferencia, disolución y liquidación, entre otros. Asimismo, en cuanto a las cuotas, deberá establecer la cantidad máxima que puedan tener los aportantes fundadores y los inversionistas institucionales en el régimen general⁴⁸.

El reglamento de participación podrá ser modificado por acuerdo de la Asamblea General, siempre que no recaiga sobre temas como cambio de custodio, modificación de la denominación de la sociedad administradora, accionistas, grupos económicos,

47 Incluyendo el quórum necesario para la convocatoria y adoptar acuerdos.

48 Sin embargo, en el régimen simplificado el límite máximo para estos inversionistas podrá ser del cien por ciento (100%).

domicilio, Comité de Inversiones, régimen tributario, entre otras⁴⁹, las cuales podrán ser modificadas por efecto de la actualización del reglamento, según lo establecido en el artículo 73 del RLFI, según se aprecia en el Anexo _3_.

Según lo establece el artículo 44 del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_, las modificaciones al reglamento de participación podrían recaer sobre el Comité de Vigilancia o el de Inversiones siempre que tengan la delegación de facultades respectivas. Las facultades para efectuar modificaciones son delegables, salvo las que puedan dar origen al ejercicio del derecho de separación.

2.3.5.2 Contrato de suscripción y Contrato de Transferencia de Cuotas

El contrato de suscripción de cuotas da origen a la relación jurídica entre el fondo de inversión y el partícipe, en donde se definirá el número de cuotas suscritas y pagadas, de ser el caso, el precio y monto de suscripción, según lo establecido en el Anexo H del RLFI, como se aprecia en el Anexo _3_. En dicho documento deberá constar la expresa voluntad del partícipe respecto de la aceptación y sometimiento al reglamento de participación según lo establece el literal b) del Anexo G del RLFI, correspondiéndole a los nuevos titulares del certificado de participación comunicar el hecho para el registro ante la SAFI y/o CAVALI, según corresponda.

2.3.5.3 Política de Inversiones

Mediante la política de inversiones se diseña la estrategia de funcionamiento del fondo, identificándose los activos que se tomarán como parte del patrimonio y sobre los cuales se podrán efectuar inversiones, se definirá la diversificación de cartera, condiciones de las inversiones que se efectúen y los niveles de riesgo a asumir. Al respecto, el RLFI establece las inversiones permitidas, prohibidas y los excesos de inversiones, lo cual deberá ser recogido, de acuerdo al objetivo del fondo en el reglamento de participación.

2.3.5.3.1 Inversiones Permitidas

Las inversiones del fondo podrán realizarse en distintas alternativas como adquisición de bienes inmuebles, proyectos de desarrollo constructivo, adquisición de

⁴⁹ Según lo establecido en el Anexo I del Reglamento de la LFI.

valores mobiliarios de renta fija o renta variable; así como todo aquello que esté dispuesto en la normativa. (Ver Tabla 12 del Anexo 4)

Las inversiones que realice el fondo de inversión deben valorizarse, de acuerdo con la metodología establecida en el reglamento de participación, en cada elaboración de los estados financieros.

2.3.5.3.2 Inversiones Prohibidas

Al respecto, tanto la LFI como su Reglamento han establecido las inversiones restringidas sobre las cuales no se realizará ningún tipo de inversión, de acuerdo a lo señalado en la Tabla 13, según se aprecia en el Anexo 4. Adicionalmente, la SMV y, según el acuerdo de los partícipes, en el reglamento de participación se podrán fijar otras inversiones prohibidas a consideración del tipo de objetivo del fondo.

2.3.5.3.3 Excesos de Inversiones

De acuerdo con lo establecido en el artículo 79 del RLFI, según se aprecia en el Anexo 3, los excesos son inversiones no previstas en la política de inversiones del fondo. Dichos excesos pueden obedecer a dos causas, la primera a una situación atribuible a la sociedad administradora y la segunda por una causa no atribuible a esta.

En el primer caso, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 24 de la LFI, según se aprecia en el Anexo 2, la SAFI tendrá un plazo de seis (6) meses para proceder con la subsanación del exceso o de la inversión no establecida en la política de inversiones, debiendo presentar a la SMV una propuesta de subsanación. En caso de que éste no sea aprobado o venza el plazo sin que se subsane, la SAFI deberá adquirir las inversiones efectuadas sin autorización al valor razonable o al valor de adquisición, lo que resulte superior.

En el segundo supuesto, la subsanación se efectuará en el marco de las disposiciones de la Asamblea General, debiendo establecer las condiciones para la subsanación y si no es aprobado por dicho órgano, tendrá la SAFI que adquirir las inversiones conforme a lo señalado en el párrafo precedente, según lo establecido en el artículo 79 del RLFI, como se aprecia en el Anexo 3.

CAPÍTULO III FONDO DE INVERSIÓN EN RENTA DE BIENES INMUEBLES

3.1 Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles

3.1.1 Definición

El Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles, en adelante **FIRBI**, es un tipo de Fondo de Inversión que tendrá como finalidad la adquisición o construcción de bienes inmuebles que serán destinados para su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, teniendo asimismo la posibilidad de ser transferido luego de un periodo de tiempo, estipulado por ley.

Según la doctrina, “un fondo de inversión inmobiliario es un patrimonio autónomo constituido por el aporte de personas naturales y/o jurídicas con el fin de invertir en la compra de inmuebles, ya sea para venta directa, ejecución de habilitaciones urbanas y/o desarrollos inmobiliarios a través de contratos asociativos”. (HERRERA, 2010)

También, “se considera que la vocación de los fondos de inversión está en la compra y en el desarrollo de proyectos que generen retornos financieros mediante la venta o el alquiler de unidades inmobiliarias”. (PERALES, 2016)

Este tipo de fondo de Inversión será administrado por una SAFI, rigiéndose por la normativa pertinente y por el Reglamento de Participación del Fondo.

En el FIRBI, los partícipes podrán efectuar aportes en bienes inmuebles o en efectivo, adquiriendo certificados de participación por la cuota que les corresponda, que son colocados en oferta pública primaria a por lo menos 10 inversionistas. Los certificados de participación que se emiten pueden ser mediante títulos físicos o por anotaciones en cuenta.

“Este tipo de inversión está recomendada para inversionistas que les interese invertir a largo plazo, no para inversiones especulativas a corto o mediano plazo”. (BBVA, 2015)

Referente a los certificados de participación en anotaciones en cuenta, la doctrina se pronuncia indicando que “[la inscripción de las cuotas de participación en Cavali permite al partícipe que pueda realizar transacciones en el mercado secundario de una

manera más rápida, con lo que puede monetizar su inversión sin necesidad de esperar que el proyecto concluya.” (HERRERA, 2010: 10)

3.1.2 Requisitos de Constitución

Para que un FIRBI adquiriera la calidad de tal, diferenciándose de los otros tipos de Fondos de Inversión, el Reglamento de Fondos de Inversión y Sociedades Administradoras ha estipulado en su Cuarta Disposición Complementaria Final los requisitos que el FIRBI deberá mantener durante toda su vigencia.

Luego de diversas modificaciones resaltantes que ha sufrido la disposición en mención, el 08 de diciembre del 2017, mediante la Resolución N° 038-2017-SMV/01, la SMV modificó escasamente los alcances de los requisitos ya establecidos, fijando los siguientes:

a) En cuanto al activo del Fondo:

El reglamento nos indica que el activo del FIRBI deberá tener por lo menos el 70% en activos propios de su objeto de inversión, es decir, dicho porcentaje deberá corresponder a bienes inmuebles.

Este porcentaje deberá mantenerse obligatoriamente aún hasta doce (12) meses después de realizada su primera colocación en oferta pública primaria.

El 30% restante del activo podrá corresponder a instrumentos de deuda y/o depósitos en cuentas bancarias del FIRBI.

En cuanto a este punto, el Banco Central de Reserva indica que “se puede 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”. (BCR, 2017: 68)

b) En cuanto a los bienes objeto de la inversión del Fondo:

La finalidad del FIRBI es la adquisición o construcción de bienes inmuebles para destinarlos al arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso de los mismos. Sin embargo, este inciso estipula que los bienes inmuebles adquiridos o construidos a cuenta del fondo, podrán ser transferidos en propiedad únicamente cuando hayan

transcurrido cuatro (04) años desde la fecha en que ingresan como parte del activo del fondo, o de haber sido construido.

Los bienes inmuebles ingresan al activo del fondo desde el aporte realizado por el partícipe, por la adquisición y/o por la construcción del bien a cuenta del fondo. En el caso de la construcción de un inmueble, éste será considerado como parte del fondo cuando se haya emitido la conformidad de obra por parte de la entidad municipal que corresponda.

Cabe resaltar que en el caso el FIRBI opte por la construcción de bienes inmuebles, éstos deben ser efectuados por terceros.

c) En cuanto a la distribución de utilidades del fondo:

El Reglamento prescribe que la SAFI deberá distribuir y pagar como mínimo una vez al año, entre los partícipes, al menos el 95% de la utilidad neta distribuible del ejercicio obtenido por el fondo.

La utilidad neta distribuible será calculada en función a los Estados de Resultados, de acuerdo a las partidas que impliquen un ingreso y salida de efectivo del fondo realizado al cierre del ejercicio.

Con las últimas modificaciones a la norma tributaria, se pasó de un concepto de utilidad neta contable a una utilidad neta distribuible, asociadas 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 no pueda cumplir con la distribución mínima exigida”. (BCR, 2017: 69)

La SAFI deberá respetar el monto calculado para la distribución y pago a los partícipes, debido a que si se realiza un pago que supere la utilidad neta distribuible, implicará la creación de una cuenta por cobrar a los partícipes, por el exceso, bajo el concepto de “pago anticipado por rendimientos”, la cual será compensada al momento de la realización del activo que corresponda o en la siguiente distribución de utilidades.

d) En cuanto a los certificados de participación:

Se estipula claramente que los certificados de participación deberán ser colocados en oferta pública primaria, por lo menos a diez inversionistas que no estén vinculados entre sí.

Para el caso de adquisición de participaciones a través de cuentas globales⁵⁰, se podrá considerar como inversionistas a los titulares finales de dichos instrumentos; asumiendo la SAFI también la obligación de acreditar ante la SMV que dicha colocación cumple con el requisito de dispersión.

La emisión de certificados de participación también se efectúa debido a los aumentos de capital efectuados por los propios partícipes, así como la transferencia del derecho de suscripción preferente de los mismos que deriven de dichos aumentos de capital.

3.1.3 Operación

La operatividad de un FIRBI consiste en lo siguiente:

La SMV, como ente regulador del mercado de valores, supervisa a la SAFI en su calidad de gestora o administradora del FIRBI. A su vez, la SAFI será la autorizada para la ejercer la administración del FIRBI de acuerdo a lo normado en la ley y en el Reglamento de Participación del fondo mismo.

El FIRBI crea un patrimonio autónomo, al cual ingresan los aportes que efectúen los inversionistas (partícipes). Los inversionistas participan en una oferta pública primaria en la cual se colocan las cuotas del FIRBI, por lo que de acuerdo al aporte efectuado por el partícipe se determina la cantidad de cuotas que serán de propiedad del partícipe. Los aportes pueden ser en bienes inmuebles, en efectivo, u otros instrumentos, estableciéndose por ley que el FIRBI deberá tener al menos el 70% de su patrimonio en bienes inmuebles.

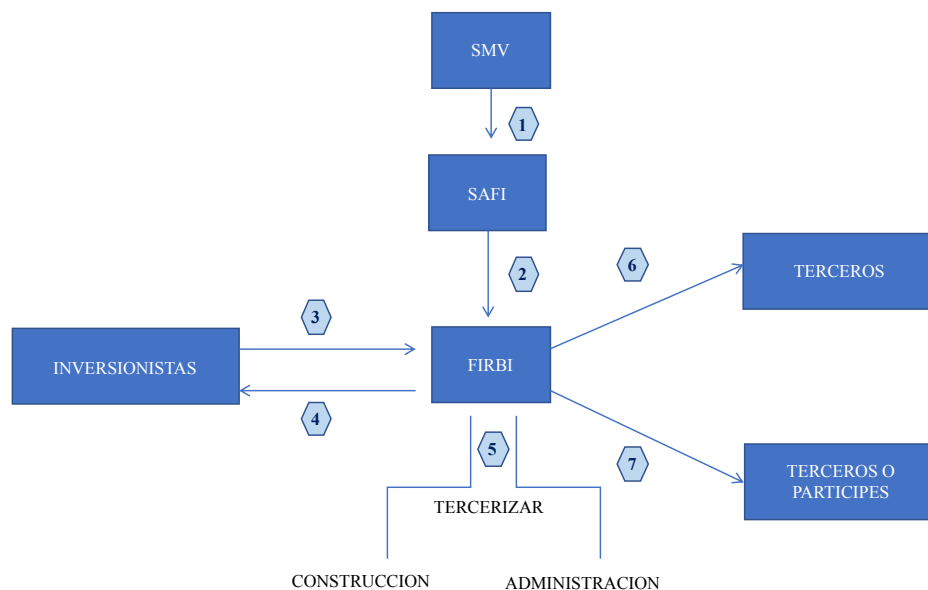
Con el aporte efectuado por parte de los inversionistas, el FIRBI emitirá el certificado de participación por el número de cuotas que correspondan al aporte.

⁵⁰ Las cuentas globales son las cuentas de valores donde todas las acciones de inversionistas son agrupadas en una misma cuenta. También son llamadas "Cuentas omnibuses"

Como se mencionó, el FIRBI está diseñado para la adquisición o construcción de bienes inmuebles que deberán ser arrendados o cedidos en uso a terceros, estableciéndose que de requerirse otras actividades como construcción o administración, estos deben ser ejercidos por terceros.

Una vez transcurridos los cuatro años del aporte del inmueble y/o de su construcción, el FIRBI puede transferir el inmueble a terceros o a partícipes.

Figura 5: Operatividad del FIRBI



1. La SMV supervisa a la SAFI, como entidad administradora del FIRBI
2. La SAFI administra al FIRBI
3. Los inversionistas efectúan sus aportes al FIRBI, adquiriendo la calidad de Partícipes del fondo
4. El FIRBI emite los certificados de participación a favor de los partícipes por la cuota que les corresponda según su aporte
5. El FIRBI puede tercerizar los servicios de "construcción" y "administración" de los inmuebles
6. Como objeto principal del FIRBI, éste arrendará el inmueble a terceros
7. Finalmente, el FIRBI podrá transferir el inmueble a terceros o a partícipes, transcurridos 04 años de arrendamiento u otra cesión en uso

Elaboración: Autores de la tesis

3.1.4 Negociación de los Certificados de Participación

Como se ha indicado previamente, los certificados de participación del fondo son colocados en oferta pública primaria y pueden ser emitidos en títulos físicos o anotaciones en cuenta. Los certificados físicos corresponderán a quienes figuren en el Registro de Partícipes del Fondo, y en cuanto a las anotaciones en cuenta, los partícipes serán los que figuren como titulares en el Registro Contable a cargo de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores – CAVALI.

En cuanto a su negociación, se indica lo siguiente: “Los certificados de participación del Fondo podrán negociarse en un mecanismo centralizado de negociación cuando así se haya establecido en el Reglamento de Participación.” (REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN, Art. 35°)

En ese sentido, los certificados de participación serán colocados por oferta pública o privada, en el mercado primario o secundario.

En el mercado primario se emitirán certificados de participación y se suscribirán con el aporte de los partícipes (por primera vez); acudiendo al mercado secundario para la transferencia de estos certificados de participación de los partícipes aportantes a nuevos partícipes; así como con la adjudicación de los mismos en copropiedad, sucesión por causa de muerte u otras formas permitidas por ley.

Cabe indicar que, cuando se realice la transferencia de los certificados de participación, y éstos no sean comunicados e inscritos en el Registro de Partícipes y/o Registro contable a cargo de CAVALI⁵¹, esta transferencia no surtirá efectos para la SAFI.

Dicho ello, de acuerdo con lo establecido en la LFI y según lo que disponga el Reglamento de Participación, efectuada la transferencia de los certificados de participación, se transfieren los derechos y obligaciones que le corresponden, sin modificación alguna.

En el caso que un partícipe tenga en su propiedad varios certificados de participación objeto de sus aportes en efectivo y de bienes inmuebles, y desee transferir cualquiera de sus certificados de participación, la transferencia del certificado a negociar, corresponderá en primera instancia a los certificados de participación recibidos por el aporte en efectivo, posterior a dicha transferencia podrá corresponder a los aportes de bienes inmuebles. En caso que el partícipe haya aportado varios inmuebles al fondo y desee transferir alguno de ellos, la transferencia del certificado de participación corresponderá al inmueble de menor valor.

51 Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras

Artículo 7°.- La transferencia de los Certificados de Partición no surte efectos contra la sociedad administradora mientras no le sea comunicada por escrito, ni contra terceros, en tanto no se haya anotado en el Registro de Partícipes que deberá llevar la sociedad administradora o en el registro contable a cargo de la Institución de Compensación y Liquidación de Valores. Por el hecho de suscribir el traspaso, el cesionario acepta todas las normas que rigen en el fondo.

3.1.5 Pérdida de condición

El RLFÍ estipula taxativamente los requisitos que deberá cumplir el FIRBI para adquirir la condición de tal, caso contrario, deberá ser denominado simplemente como fondo de inversión.

En primera instancia, se deberá cumplir con el primer párrafo⁵² del artículo Cuarto de la Disposición Complementaria Final del Reglamento y los cuatro requisitos establecidos para la constitución de un FIRBI, debido a que ante la ausencia o incumplimiento de alguno de ellos, se perderá la condición de FIRBI.

Es así que, en los requisitos a) y d) se estipula a mayor detalle el incumplimiento del FIRBI, el cual acarreará la pérdida de condición como tal. Se expone con mayor precisión dichas inobservancias:

- En referencia al 70% que debe tener como mínimo el activo del fondo en bienes inmuebles, se indica que la sociedad administradora deberá informar como “hecho de importancia”, en el momento que le corresponda presentar los Estados Financieros al Registro, que el FIRBI cuenta con dicho porcentaje.
- En caso que la SAFI no presente dicha información dentro de los plazos máximos previstos por la norma, se presumirá que el FIRBI no está cumpliendo con este requisito respecto a dicho trimestre. Más aún, si el incumplimiento de informar alcanzara a dos (02) trimestres consecutivos, así como no justificar que en dichos periodos mantiene el 70% de bienes inmuebles como activo del fondo, entonces perderá la condición de FIRBI desde el día que venció el plazo máximo permitido, por lo que la SAFI deberá informar como “hecho de importancia” tal situación.

Sin embargo, esta pérdida de condición no es irreversible, la SAFI tendrá la posibilidad de revertirla presentando la información financiera intermedia que acredite que cumple con el requisito que hacemos mención en los párrafos precedentes. Éste acto producirá la **RECUPERACIÓN** de la condición de FIRBI, desde la fecha máxima prevista por la norma para la presentación de la información financiera.

⁵² Es decir, que tengan como objeto la adquisición y/o construcción de bienes inmuebles para destinarlos al arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso; y que los certificados de participación se hayan colocado a través de oferta pública primaria.

Por otro lado, la norma establece que si se incumple el inciso c) dentro del plazo máximo previsto, o de lo dispuesto en los incisos b) y d), procederá la pérdida inmediata y definitiva de la condición de FIRBI, debiendo ser informado como “hecho de importancia”. Es decir, para el caso de estos incisos, la pérdida es **IRREVERSIBLE**.

3.2 Aspectos Tributarios

3.2.1 Aspectos Tributarios de los Fondos de Inversión

3.2.1.1 Impuesto a la Renta

Para efectos tributarios⁵³, los fondos de inversión no son considerados como personas jurídicas, por ende, la calidad de contribuyente recaerá exclusivamente sobre sus partícipes, como si la renta la hubieran generado en forma personal y directa. A dicha consideración se le conoce como principio de transparencia fiscal.

Sobre la transparencia fiscal, POLO señala:

Rige entonces para este tipo de vehículos el denominado principio de *transparencia fiscal* en virtud del cual las rentas que se generan con los recursos del fondo bajo la gestión de la sociedad administradora deben ser atribuidas a los partícipes, respetando la naturaleza de dichas rentas y también las condiciones particulares de cada partícipe.

Esto significa, por ejemplo, que, si la actividad realizada por el FI es empresarial, la renta que se atribuirá a los partícipes mantendrá dicha condición y lo mismo sucederá si es que la renta que genera el FI es más bien pasiva.

De esta forma, aun cuando el inversionista o partícipe del FI sea una persona natural, si el FI realiza actividad empresarial, la renta que le será atribuida será de la tercera categoría. (POLO, 2016, P. 119)

(...) la transparencia fiscal que pretende establecer la norma conlleva a que se entienda que, para fines del IR, las rentas originadas por el FI corresponden a los partícipes como si estos las hubieran generado de forma directa, respetando las condiciones particulares y las normas que serían aplicables a cada uno de ellos. En efecto, la lógica de la transparencia es que el FI constituya un vehículo neutro que no afecte el tratamiento tributario que corresponde aplicar sobre las rentas que corresponden a cada partícipe, salvo disposición en sentido contrario.

Por tanto, la transparencia fiscal implica analizar la actividad realizada por el FI para establecer la categoría de la renta (segunda o tercera categoría), la oportunidad en que debe atribuirse la misma (en función al devengo o al pago) y las tasas impositivas que le resultan aplicables a cada partícipe. (POLO, 2016, P. 121)

⁵³ A partir de la publicación de la Ley N° 27804, vigente desde el 01 de enero de 2003, se dejó de reconocer a los fondos de inversión como personas jurídicas.

En ese sentido, los partícipes serán los contribuyentes del impuesto a la renta puesto que se asume que la obtención de rentas la han producido de manera directa.

Ahora bien, con relación a las categorías de rentas que le serán atribuibles a los fondos de inversión es preciso indicar que el artículo 29 -A de la Ley del Impuesto a la Renta establece:

Artículo 29-A.- Las utilidades, rentas, ganancias de capital provenientes de fondos de inversión, (...), incluyendo las que resulten de la redención o rescate de valores mobiliarios emitidos en nombre de los citados fondos (...), se atribuirán a los respectivos contribuyentes del Impuesto, luego de las deducciones admitidas para determinar las rentas netas de segunda y de tercera categorías o de fuente extranjera según corresponda, conforme con esta ley.

Asimismo, se atribuirán las pérdidas netas de segunda y tercera categorías y/o de fuente extranjera, así como el Impuesto a la Renta abonado en el exterior por rentas de fuente extranjera. (...)

La (...) sociedad administradora deberá distinguir la naturaleza de los ingresos que componen la atribución, los cuales conservarán el carácter de gravado, inafecto o exonerado que corresponda de acuerdo con esta Ley. (LIR)

Adicionalmente, POLO sostiene que:

Así, por ejemplo, si una persona natural aporta un predio de su propiedad a un FI para que este lo alquile a terceros (actividad que fuera del FI daría lugar a rentas de primera categoría sin lugar a dudas), la renta que reciba vía atribución dejará de ser considerada como renta de primera categoría y se convertirá en renta de segunda categoría o de tercera categoría si el FI califica como empresarial por desarrollar un negocio inmobiliario⁽⁶⁾⁽⁷⁾.

No cabe duda de que si se trata de varios partícipes que se unen o aportan inmuebles para desarrollar el negocio al interior del FI dicha actividad tendrá naturaleza empresarial. (POLO, 2016, P. 120)

En ese contexto y según lo estipulado en el artículo 14-A⁵⁴ de la LIR, cuando un fondo de inversión desarrolle un negocio inmobiliario, para efectos fiscales será considerado como un fondo de inversión empresarial.

Por otro lado, las rentas que generan los valores mobiliarios e instrumentos en los que un fondo de inversión invierte, provenientes de las ganancias de capital y de los

54 "Artículo 14-A.- En el caso de fondos de inversión, empresariales o no, las utilidades, rentas o ganancias de capital serán atribuidas a los partícipes o inversionistas. Entiéndase por fondo de inversión empresarial a aquel fondo que realiza inversiones, parcial o totalmente, en negocios inmobiliarios o cualquier explotación económica que genere rentas de tercera categoría. (...)"

dividendos o cualquier otra forma de distribución de utilidades, se determinarán en virtud a si su emisión fue a través de oferta pública u oferta privada.

En cuanto a las categorías de rentas aplicables a los fondos de inversión, se tienen la segunda (personas naturales) y tercera categoría (personas jurídicas), tal y como lo establecen los artículos siguientes de la LIR:

Artículo 24.- Son rentas de segunda categoría:

h) La atribución de utilidades, rentas o ganancias de capital, no comprendidas en el inciso j) del artículo 28 de esta ley, provenientes de fondos de inversión, (...), incluyendo las que resultan de la redención o rescate de valores mobiliarios emitidos en nombre de los citados fondos (...)

j) Las ganancias de capital. (...)

Artículo 28.- Son rentas de tercera categoría: (...)

j) Las rentas generadas por (...) los Fondos de Inversión Empresarial, cuando provengan del desarrollo o ejecución de un negocio o empresa.

Las rentas y ganancias de capital previstas en los incisos a) y d) de este artículo, producidas por la enajenación, redención o rescate de los bienes a que se refiere el inciso l) del artículo 24 de esta Ley, sólo calificarán como de la tercera categoría cuando quien las genere sea una persona jurídica.

Las actividades incluidas por esta ley en la cuarta categoría se complementen con explotaciones comerciales o viceversa, el total de la renta que se obtenga se considerará comprendida en este artículo (...).

A mayor abundamiento, en lo que corresponde a la tasa impositiva, los artículos 72, 73-A y 73-B de la LIR, establecen los porcentajes aplicables a las rentas de segunda y tercera aplicables a sujetos domiciliados y no domiciliados, conforme se precisa a continuación:

Artículo 72.- Las personas que abonen rentas de segunda categoría distintas de las originadas por la enajenación, redención o rescate de los bienes a que se refiere el inciso a) del artículo 2 de esta Ley retendrán el impuesto correspondiente con carácter definitivo aplicando la tasa de seis coma veinticinco por ciento (6,25%) sobre la renta neta.

(...), solo procederá la retención del Impuesto correspondiente cuando tales rentas sean atribuidas, pagadas o acreditadas por las sociedades administradoras de los (...) fondos de inversión (...). Esta retención se efectuará con carácter de pago a cuenta del Impuesto que en definitiva le corresponderá por el ejercicio gravable aplicando la tasa de seis coma veinticinco por ciento (6,25%) sobre la renta neta. (...)

Artículo 73-A.- Las personas jurídicas comprendidas en el artículo 14 que acuerden la distribución de dividendos o cualquier otra forma de distribución de utilidades, retendrán el cinco por ciento (5%) de las mismas, excepto cuando la distribución se efectúe a favor de personas jurídicas domiciliadas. Las redistribuciones sucesivas que se efectúen no estarán sujetas a retención, salvo que se realicen a favor de personas no domiciliadas en el país o a favor de las personas naturales, sucesiones indivisas o sociedades conyugales que optaron por tributar

como tales, domiciliadas en el país. La obligación de retener también se aplica a las sociedades administradoras de los fondos de inversión, (...) respecto de las utilidades que distribuyan a personas naturales o sucesiones indivisas y que provengan de dividendos u otras formas de distribución de utilidades, obtenidos por los fondos de inversión (...).

Artículo 73-B.- (...) Si el contribuyente del impuesto se encontrara sujeto a una tasa distinta al veintinueve coma cincuenta por ciento (29,50%), por las rentas a que se refiere el párrafo anterior, la retención se efectuará aplicando la tasa a la que se encuentre sujeto, siempre que las rentas generadas por (...) Fondos de Inversión Empresarial (...), se deriven de actividades que encuadren dentro de los supuestos establecidos en las leyes que otorgan el beneficio; para lo cual el contribuyente deberá comunicar tal circunstancia al agente de retención, conforme lo establezca el Reglamento. (...).

Para efectos de la atribución de renta, POLO indica que:

“Nótese entonces que aun cuando los recursos del FI se inviertan de forma común para todos los partícipes, la categoría de la renta que se atribuye variará dependiendo de la condición de cada partícipe, lo que es consecuencia de la necesidad que existe de compatibilizar la norma de los FI con el resto del ordenamiento del IR.

Como adelantamos, otro aspecto que debe tomarse en consideración es el domicilio de los inversionistas pues si son no domiciliados, las normas que rigen la atribución de sus rentas no admiten la deducción de gastos.” (POLO, 2016. P. 121)

Asimismo, el impuesto a la renta se aplicará a los partícipes dependiendo de la condición de contribuyente⁵⁵ en la que se encuentre, es decir, si son personas naturales domiciliadas o no domiciliadas; y si son personas jurídicas domiciliadas o no domiciliadas.

En lo que corresponde a personas naturales y sucesiones indivisas no domiciliadas en el Perú pero que reciban rentas de fuente peruana la tasa a aplicárseles será del 5%.

Es preciso agregar que, cuando se traten de contribuyentes no domiciliados, de acuerdo a lo establecido en el artículo 76⁵⁶ de la LIR, la sociedad administradora deberá retener y abonar al fisco el correspondiente impuesto a la renta.

55 Para efectos de la condición de personas jurídicas, la LIR en su artículo 14 establece: “Artículo 14.- Son contribuyentes del impuesto las personas naturales, las sucesiones indivisas, las asociaciones de hecho de profesionales y similares y las personas jurídicas. También se considerarán contribuyentes a las sociedades conyugales (...)”

56 La LIR establece que:

“Artículo 76.- Las personas o entidades que paguen o acrediten a beneficiarios no domiciliados rentas de fuente peruana de cualquier naturaleza, deberán retener y abonar al fisco con carácter definitivo dentro de los plazos previstos por el Código Tributario para las obligaciones de periodicidad mensual, los impuestos a que se refieren los artículos 54 y 56 de esta ley, según sea el caso. (...)”

Adicionalmente, con la finalidad de identificar la oportunidad del nacimiento de la obligación tributaria, POLO señala que:

Categoría	Atribución/Retención
Segunda categoría	Al momento del pago
Tercera categoría	Al cierre de cada ejercicio o al momento que se perciba.
En ambos casos, si el partícipe es no domiciliado, la atribución y retención debe efectuarse al momento del pago o acreditación.	

Fuente: Los Fondos de Inversión en el Perú y el Impuesto a la Renta (POLO, 2016)

En ese sentido, es pertinente verificar si al tipo de renta que se le aplica al partícipe se le atribuye el criterio de lo devengado (al momento de recibir el pago) o de lo percibido (al cierre del periodo tributario mensual o al momento que se perciba).

La sociedad administradora como agente de retención⁵⁷, también deberá determinar al momento de atribuir⁵⁸ la renta a los partícipes o las rentas generadas por el fondo de inversión se encuentran al amparo de algún beneficio tributario tales como: exoneración, inafectación o si, por el contrario, están gravados con el impuesto.

La exoneración del impuesto a la renta hasta el 31 de diciembre de 2018 respecto de las ganancias de capital ha sido expresamente recogida en el artículo 19 de la LIR:

Artículo 19.- Están exonerados del impuesto hasta el 31 de diciembre de 2018: (...)

I) la ganancia de capital proveniente de:

1) La enajenación de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores a través de mecanismos centralizados de negociación a los que se refiere la Ley del Mercado de Valores; así como la que proviene de la enajenación de valores mobiliarios fuera de mecanismos centralizados de negociación siempre que el enajenable sea una persona natural, una sucesión indivisa o una sociedad conyugal que optó por tributar como tal. (...);

3) La redención o rescate de valores mobiliarios emitidos directamente, mediante oferta pública, por personas jurídicas constituidas o establecidas en el país; así como de la redención o rescate de los certificados de participación y otros valores mobiliarios, emitidos por oferta pública, en nombre de los fondos mutuos de inversión en valores, fondos de inversión o patrimonios fideicometidos, constituidos o establecidas en el país; de conformidad con las normas de la materia (...)"

⁵⁷ La LIR establece que:

“Artículo 71.- Son agentes de retención:

(...) e) Las Sociedades Administradoras (...) de los Fondos de Inversión, (...) respecto de las utilidades, rentas o ganancias de capital que paguen o generen en favor de los poseedores de los valores emitidos a nombre de estos fondos (...).”

⁵⁸ La sociedad administradora será la encargada de entregar el Certificado de Atribución de Renta a cada partícipe, en el mes de marzo del ejercicio siguiente, donde conste la renta bruta, renta neta y, de ser el caso, pérdidas generadas en el marco de las inversiones y producto de los rescates que se hubieran efectuado previo al cierre del ejercicio, a efectos de considerar la determinación del impuesto a la renta.

Otro tema impositivo a considerar en el caso de rentas de fuente extranjera es la identificación de un convenio que evite la doble imposición suscrito por el país donde se produjo la renta y el Perú, lo cual genera incentivos en los inversionistas extranjeros para participar en los fondos de inversión peruanos. Asimismo, deberá tenerse en consideración al momento de atribuir el impuesto a la renta los Convenios de Estabilidad Jurídica en lo que establezcan sus disposiciones tributarias.

Cabe agregar que, la atribución de la renta respectiva a los partícipes se hará en forma proporcional al porcentaje de las cuotas del patrimonio del fondo que los representa, según el valor nominal que figura en el certificado de participación.

Conforme a lo antes expuesto, la aplicación del impuesto a la renta aplicable a los partícipes de los fondos de inversión en el Perú se resume en la Figura 6:

Figura 6: Impuesto a la Renta aplicable a los Fondos de Inversión

Impuesto a la Renta			
Persona Natural Domiciliada	Rentas de Segunda Categoría	Tasa Impositiva(*)	Oportunidad de atribución Rentas de Fuente Peruana
	Enajenación, redención o rescate de valores mobiliarios	6,25% al cual se aplica una deducción del 20%, quedando una tasa efectiva de 5%.	a) Al haberse percibido las rentas b) Al producirse la redención o rescate total o parcial de los certificados de participación
	Distribución de dividendos o cualquier otra forma de distribución de utilidades	La tasa será de 5%	
Persona Jurídica Domiciliada	Rentas y pérdidas de Tercera Categoría (**)	Tasa Impositiva(***)	Oportunidad de atribución Rentas de Fuente Peruana
	Renta proveniente del desarrollo de un negocio.	29,5% de la renta neta (renta bruta - gastos deducibles - pérdidas y, de ser el caso, gastos necesarios para producir las rentas y mantener la fuente de los certificados de participación)	a) Al producirse la redención o rescate total o parcial de los certificados de participación b) Al cierre del ejercicio
	Distribución de dividendos o cualquier otra forma de distribución de utilidades	Si la renta proviene exclusivamente de dividendos no habrá retención del impuesto porque no están gravados.	
Persona Natural No Domiciliada	Rentas de Segunda Categoría	Tasa Impositiva(****)	Oportunidad de atribución Rentas de Fuente Peruana
	Enajenación, redención o rescate de valores mobiliarios	La tasa será de 5%. (****)	La atribución de la renta se efectuará cuando: a) Las rentas sean pagadas o acreditadas para el pago (criterio de lo percibido). b) Al producirse la redención o el rescate parcial o total de los certificados de participación.
	Distribución de dividendos o cualquier otra forma de distribución de utilidades		
Persona Jurídica No Domiciliada	Rentas de Tercera Categoría (**)	Tasa Impositiva(****)	
	Enajenación, redención o rescate de valores mobiliarios	La tasa será de 5%. (****)	
	Distribución de dividendos o cualquier otra forma de distribución de utilidades		

(*) La tasa impositiva se aplica a la renta bruta.

(**) Se retienen en función del criterio de lo devengado.

(***) La tasa impositiva se aplica a la renta neta de fuente peruana.

(****) Según lo establecido en los artículos 10, 14, 24-A y 56 de la LIR.

(*****) No habrá deducción de gastos en los que hubiera incurrido el fondo de inversión para la producción de la renta.

Fuente: LIR Y RLIR

Elaboración: autores de esta tesis

3.2.1.2 Impuesto General a las Ventas

Los fondos de inversión son sujetos del Impuesto General a las Ventas – IGV, de acuerdo a lo establecido en el artículo 9 de la Ley del IGV, debido a que desarrollan actividad empresarial que, entre otros, presten servicios afectos y que efectúen ventas afectas de bienes inmuebles.

No obstante, mediante el Decreto Supremo Nro. 387-2017-EF⁵⁹ publicado en el Diario Oficial El Peruano el 28 de diciembre de 2017, se modificó el numeral 11 del Apéndice II del TUO de la Ley del IGV, respecto de los Servicios Exonerados, estipulando que los intereses a percibirse con ocasión del cobro de cartera de créditos transferidos por Fondos de Inversión que integren el activo del patrimonio autónomo se encontrarán exonerados del pago del IGV.

Lo antes mencionado generará incentivos en cuanto a las inversiones de los fondos que administren las sociedades administradoras, más aún en el caso de los fondos de inversión empresariales.

De acuerdo a la opinión de Armando Rodríguez citado por VALLE, “la devolución del IVA no solo ayuda a los Fideicomisos a recuperar liquidez, sino que con ello mejoran sus niveles de apalancamiento (...)” VALLE, A. (2015).

3.2.1.3 Impuesto a las Transacciones Financieras

El Impuesto a las Transacciones Financieras - ITF aprobado por Ley Nro. 28194, estableció que dicho impuesto tiene un carácter temporal que grava las operaciones realizadas a través del sistema financiero nacional. La tasa aplicable actualmente es de 0.005%.

En el caso de los fondos de inversión, el ITF gravará los pagos que reciban los tenedores de los certificados de participación por efecto de la ganancia de capital y pago de dividendos a través de sus cuentas bancarias.

3.2.2 Aspectos Tributarios del FIRBI

Uno de los aspectos más relevantes del FIRBI es el tratamiento tributario, ya que a diferencia de un Fondo de Inversión Público, el primero goza de beneficios tributarios,

⁵⁹ La disposición contenida en el Decreto Supremo entró en vigencia el 01 de enero de 2018.

siendo este un factor decisivo para los inversionistas que optan por apostar por este tipo de fondo de inversión.

Con la finalidad de promover el FIRBI y el crecimiento del sector inmobiliario⁶⁰, el 01 de enero de 2016 entró en vigencia el Decreto Legislativo N° 1188, Decreto que otorga incentivos fiscales para su promoción, mediante el cual se establece que aquellos partícipes que aporten sus inmuebles a este tipo de Fondo de Inversión gozarán del beneficio del pago diferido del impuesto a la renta (IR) y el alcabala; así como con una tasa reducida de 5% en el caso de rentas por arrendamiento o cesión en uso onerosa para personas naturales.

Asimismo, mediante la Ley N° 30341, Ley que Fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores, se otorga como incentivo la exoneración del IR para las transferencias de los Certificados de Participación, siendo necesario que estas se realicen a través de un MCN como la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

En el presente capítulo pasaremos a analizar el tratamiento tributario y los beneficios otorgados mediante la normativa antes citada, las cuales sólo estarán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2019, fecha a partir de la cual, de no prorrogar la vigencia de la normativa actual, se aplicará las tasas de IR establecidas en la LIR, con excepción de la tasa de 5% reducida por arrendamiento a personas naturales, ya que no se ha indicado que sea sólo temporal.

3.2.2.1 *Marco Normativo*

El Fondo de Inversión de Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI) apareció en el Perú en el año 2014, mediante la Cuarta Disposición Complementaria Final⁶¹ del RLFI, es en esta norma que se crea y se establece el funcionamiento del FIRBI. Sin embargo, en esta etapa inicial la tributación era la misma a la de un Fondo de Inversión Público; es decir, no se gozaba de beneficios tributarios y la tributación era de la siguiente manera:

60 Exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1188, Decreto que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmuebles.

61 La Cuarta Disposición Complementaria Final de la Resolución N° 029-2014-SMV-01, Reglamento de Fondos de Inversión, ha tenido varias modificatorias, siendo la última la realizada por la Resolución SMV N° 038-2017-SMV-01 publicada el 08 de diciembre del 2017.

- Para las ganancias obtenidas en el ejercicio por el FIRBI se aplicaba la tasa impuesto a la Renta de tercera categoría⁶² por ser considerada como fuente empresarial
- Para los aportes de inmuebles de los partícipes al fondo se aplicaba la tasa de 6.25%⁶³, la cual debía de ser pagada por el partícipe en el momento de la transferencia, ya que era requisito indispensable para que el notario pueda emitir la Escritura Pública.
- Se aplicaba la tasa de 3%⁶⁴ del valor de transferencia del inmueble, exonerando el tramo de las 10 UITs para el pago del Impuesto de Alcabala realizado por el fondo.
- Para la transferencia de los Certificados de Participación se aplicaba la tasa de 6.25% por renta de segunda categoría (transferencia de valores mobiliarios).

Debido a la poca acogida obtenida para los FIRBI y con la finalidad de dinamizar las negociaciones en el Mercado de Valores, el 20 de agosto del año 2015 se publicó el Decreto Legislativo 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios. Es en esta norma que se otorga el primer incentivo tributario para los FIRBI, buscando lograr que aquellas personas naturales que tuvieran inmuebles pudiesen aportarlos al fondo (enajenación).

Los incentivos otorgados en el Decreto Legislativo mencionado, buscan incentivar el aporte de inmuebles de personas naturales al FIRBI a través del pago diferido del Impuesto a la Renta y del alcabala. En caso de arrendamiento de los inmuebles se otorga como beneficio una tasa reducida de 5% de IR, equiparándolas de esta manera a la que pagaría una persona natural si no lo aportara al fondo. Sin embargo, el reglamento de dicha norma, aprobado por el Decreto Supremo N° 264-2017-EF, publicado el 07 de setiembre de 2017, detallando los alcances de los beneficios otorgados en el D.L. N° 1188, incluyendo los casos en que se perdía la exoneración o beneficios tributarios otorgados al FIRBI.

El segundo incentivo otorgado se realizó mediante la Ley N° 30341⁶⁵, Ley que Fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores, publicada el 11 de setiembre del año 2015, exonerando del pago de Impuesto a la Renta (IR)⁶⁶ a las

62 La tasa para renta de tercera categoría en el año 2014 era de 30%, para los años 2015 y 2016 se aplicó la tasa de 28%. A partir del 2017, la tasa se cambió a 29.50%.

63 La tasa de 6.25% sigue estando vigente. Se le aplica una deducción de 20% al costo computable.

64 Esta tasa de 3% sigue vigente para el Impuesto del Alcabala.

65 Esta norma sólo ha tenido una modificatoria, realizada mediante el Decreto Legislativo N° 1261, Ley que Fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores.

66 Esta exoneración estará vigente hasta el 31 de diciembre del 2019.

transferencias de los certificados de participación del FIRBI, siempre que se cumplieran con los requisitos establecidos en el artículo 2° de la norma antes citada⁶⁷.

Por tanto, de la lectura de las normas promulgadas para fomentar el FIRBI, tenemos que hasta el 31 de diciembre de 2019 la tributación, de acuerdo al tipo de renta, será la siguiente:

Figura 7: Tributación de FIRBI

CONCEPTO	TASA
Arrendamiento de inmuebles (PN)	5%
Enajenación de Inmuebles (PN) ⁶⁸	6.25%
Ganancia de fuente empresarial	29.5%

Fuente: LIR

Elaboración: autores de esta tesis.

En los siguientes puntos procederemos a analizar los tipos de renta a pagarse en un FIRBI: (i) Impuesto a la Renta (enajenación, arrendamiento o cesión en uso onerosa y transferencia de certificados de participación), y (ii) Alcabala; así como las condiciones que deberán cumplirse para obtener los beneficios tributarios otorgados mediante las normas antes mencionadas.

⁶⁷ “Artículo 2. Exoneración del impuesto a la renta

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

f) Certificados de participación en Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI) y certificados de participación en Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA). (...)

Tratándose de los valores señalados en los incisos a) y b) del primer párrafo del presente artículo y los bonos convertibles en acciones deben cumplirse los siguientes requisitos:

1. Su enajenación debe ser realizada a través de un mecanismo centralizado de negociación supervisado por la Superintendencia del Mercado de Valores. (...)

3. Los valores deben tener presencia bursátil. Para determinar si los valores tienen presencia bursátil se tendrá en cuenta lo siguiente: i) Dentro de los ciento ochenta (180) días hábiles anteriores a la enajenación, se determinará el número de días en los que el monto negociado diario haya superado el límite que se establezca en el reglamento. Dicho límite no podrá ser menor a cuatro (4) Unidades Impositivas Tributarias (UIT) y será establecido considerando el volumen de transacciones que se realicen en los mecanismos centralizados de negociación.

ii) El número de días determinado de acuerdo a lo señalado en el acápite anterior se dividirá entre ciento ochenta (180) y se multiplicará por cien (100).

iii) El resultado no podrá ser menor al límite establecido por el reglamento. Dicho límite no podrá exceder de treinta y cinco por ciento (35%).

Tratándose de los valores señalados en los incisos c), d), e) y f) del primer párrafo del presente artículo únicamente deben cumplirse los requisitos señalados en los incisos 1 y 3 del segundo párrafo de este artículo.

Las facturas negociables únicamente deben cumplir el requisito previsto en el inciso 1 del segundo párrafo del presente artículo. Las empresas que inscriban por primera vez sus valores en el Registro de Valores de una Bolsa tendrán un plazo de 360 días calendario a partir de la inscripción para que los valores cumplan con el requisito de presencia bursátil. Tratándose de valores emitidos a plazos no mayores de un año el plazo será de ciento ochenta (180) días calendario. Durante los referidos plazos las rentas provenientes de la enajenación de los valores podrán acceder a la exoneración siempre que cumplan con lo señalado en los incisos 1 y 2 del segundo párrafo del presente artículo, de corresponder, y los valores cuenten con un formador de mercado.

Los responsables de la conducción de los mecanismos centralizados de negociación deben difundir en sus páginas web, la lista de los valores que cumplan con tener presencia bursátil.”

⁶⁸ Tasa aplicable a Personas Naturales, para las personas jurídicas la tributación es la tasa de 29.5% correspondiente a renta de fuente empresarial.

3.2.2.2 *Impuesto a la Renta*

Hasta antes de la entrada en vigencia del Decreto Legislativo N° 1188, los partícipes sean personas naturales o jurídicas tributaban como renta de fuente empresarial; es decir, con renta de tercera categoría. Para aquellos partícipes que eran personas jurídicas, esto resultaba normal pues era la tasa con la que siempre tributan en cualquier tipo de negocio en que decidieran invertir. Sin embargo, para las personas naturales que decidían invertir en el FIRBI, resultaba un desincentivo tributar como persona jurídica (tasa de 29.5%), ya que como personas naturales las tasas que pagaban por IR eran menores, sólo tributaban con renta de primera, al arrendar su inmueble, y segunda categoría por la venta del mismo, a diferencia de la renta de tercera categoría (ganancia de fuente empresarial) de 29.5%, la cual resulta mucho más alta.

Esta diferencia ocasionaba que aquellas personas naturales propietarias de un inmueble, que si bien no contaban con la experiencia del sector inmobiliario, tuviesen deseos de invertir, no apostarían por un FIRBI, debido a que la rentabilidad sería menor a la que ellos percibirían de hacerlo de manera directa.

Con la entrada en vigencia del citado Decreto Legislativo, para las transferencias de los inmuebles al fondo realizadas por partícipes, se pagan de manera diferida el impuesto a la renta y el alcabala en este caso, y con 5% para el arrendamiento del mismo en el caso que los beneficiarios sean personas naturales domiciliadas, sucesiones indivisas, sociedades conyugales o empresas unipersonales constituidas en el exterior.

3.2.2.3 *Enajenación de Inmueble*

a) Determinación y Pago:

El artículo 2° del Decreto Legislativo N° 1188 establece que aquellos partícipes aportantes que decidan aportar a título de propiedad sus inmuebles al FIRBI, sean personas naturales o jurídicas, se beneficiarán con el pago diferido del IR, cuando la enajenación del aporte se refleje en los supuestos siguientes:

1. Cuando el inmueble aportado al FIRBI se transfiera a un tercero o a un partícipe a cualquier título.
2. Cuando se transfiera a cualquier título, cualquiera de los certificados de participación emitidos por el FIRBI, como consecuencia del aporte del inmueble.

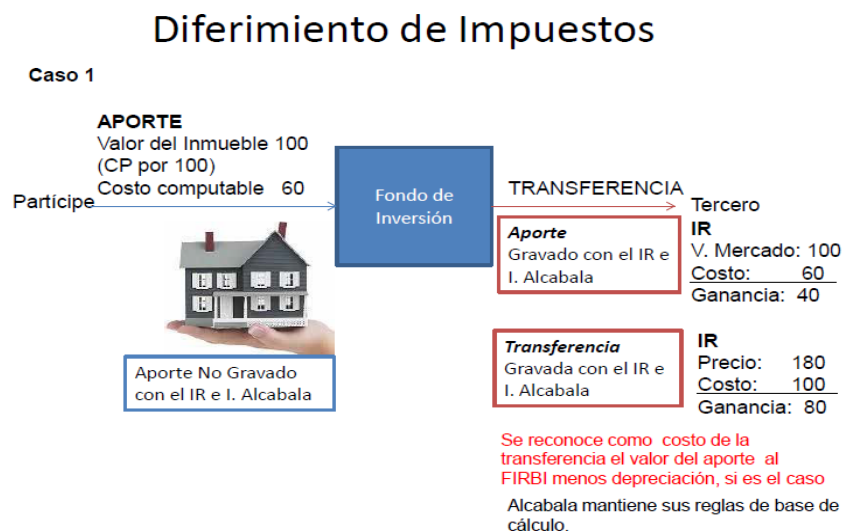
Es así que el experto en tributación, ROBERTO POLO, indica que “La hipótesis regulada nos revela que el supuesto que ha querido beneficiar la norma es uno sumamente específico, es decir, aquel en el cual existe un sujeto (que puede ser una persona natural o una empresa) que tiene en su propiedad un bien inmueble sobre el cual desea desarrollar un negocio inmobiliario.” (POLO, 2016)

Para el cálculo de este impuesto deberá considerarse como valor de enajenación al valor de mercado a la fecha de la transferencia del inmueble al fondo de inversión y como costo computable el que corresponda a esa fecha.

Se considerará como valor de mercado al valor de suscripción utilizado para la emisión del certificado de participación; sin embargo deberá tenerse en cuenta que sólo habrá ganancia de capital gravada con IR cuando se adjudique un valor superior al costo. Esto también es de opinión de la reconocida tributarista Rocio Liu, quien indica que no puede haber ganancia si se aporta al costo. (LIU, 2017)

El partícipe transferirá el inmueble al FIRBI debiendo cumplir con todos los requisitos exigidos por la Ley, siendo uno de ellos contar con la Escritura Pública de transferencia realizada por notario público, para lo cual no será requisito previo presentar con el pago del Impuesto a la Renta, ya que este al haberse otorgado el beneficio de pagarse de manera diferida, este se realizará recién cuando se dé alguno de los dos supuestos mencionados anteriormente.

Figura 8: Esquema Diferimiento de Impuestos

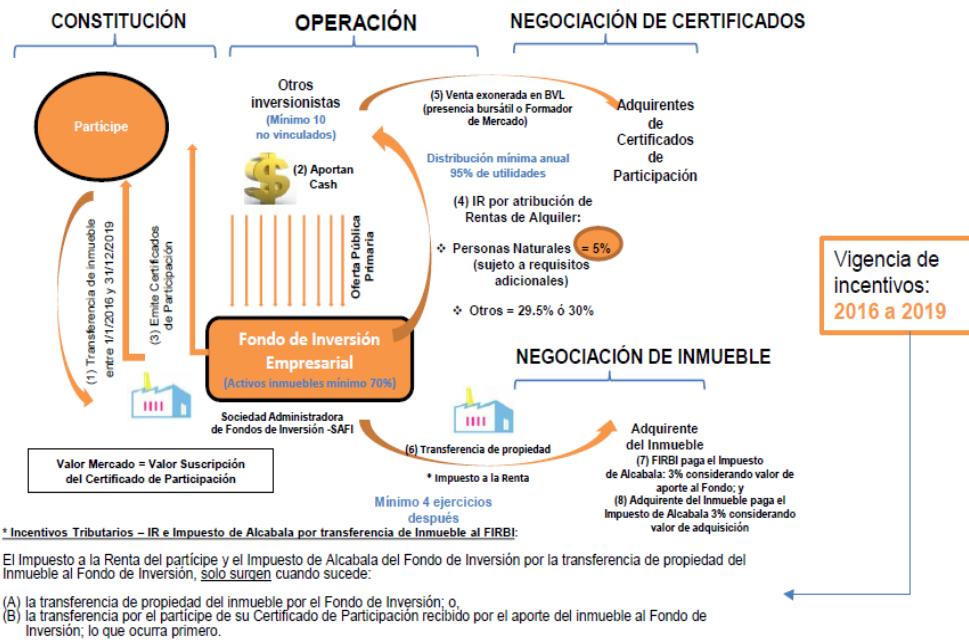


Fuente: Walker Villanueva

El pago del Impuesto a la Renta como requisito previo a la elevación de la Escritura Pública, será exigible por el notario cuando el inmueble salga del fondo para transferirse a un tercero o a cualquier partícipe.

Es evidente que la norma busca establecer reglas especiales debido a que en el esquema del FIRBI la enajenación o transferencia del inmueble se realiza en un momento diferente al del aporte. Este beneficio es de suma importancia, ya que el inversionista debe pagar el impuesto cuando en efecto tenga una ganancia de capital y no en el momento inicial, cuando recién se está realizando la inversión y no ha obtenido el profit o la rentabilidad de la misma, haciendo su inversión más rentable debido a que termina siendo menor en el momento cero que se aporta al fondo.

Figura 9: Esquema de Operatividad FIRBI



Fuente: Miranda & Amado – Rocío Liu

b) Comunicación a Entidades Públicas:

De acuerdo a lo establecido en el artículo 4° del Decreto Legislativo N° 1188, la SAFI deberá comunicar a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) el detalle de los inmuebles aportados por los partícipes.

Asimismo, la SAFI deberá comunicar las transferencias de los bienes aportados que realice el FIRBI y los certificados de participación que transfiera fuera de un MCN.

Las comunicaciones se deberán realizar a las Municipalidades donde se ubiquen los inmuebles, incluyendo el valor de transferencia de los inmuebles aportados por los partícipes o los certificados de participación que los respalde.

c) Vigencia:

Este beneficio tributario entró en vigencia el 01 de enero del año 2016 y sólo se aplicará para aquellos partícipes que aporten inmuebles al FIRBI hasta el 31 de diciembre de 2019.

3.2.2.4 *Arrendamiento u Otra Forma Onerosa de Cesión en Uso*

a) Determinación:

Para el caso de arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, es importante tener en cuenta que el FIRBI no es un contribuyente, ya que esa condición recae sobre los inversionistas.

Siendo así, sólo se beneficiarán con el pago de la tasa de 5% por impuesto a la renta, las personas naturales, sociedades indivisas, sociedades conyugales y empresas unipersonales constituidas en el exterior, de acuerdo a lo establecido en el artículo 4° del Decreto Supremo N° 264-2017-EF, Reglamento del Decreto Legislativo N° 1188.

Antes de la entrada en vigencia de la norma citada en el párrafo anterior, se aplicaba la tasa de renta de tercera categoría, ya que las ganancias obtenidas del FIRBI tienen naturaleza empresarial, debido a que las mismas son resultado del desarrollo del negocio inmobiliario. Esto se cambió con la intención de incentivar la participación de personas naturales que deseen desarrollar este tipo de negocio.

Las personas jurídicas domiciliadas, partícipes del FIRBI, tributan con renta de tercera categoría, de acuerdo a lo establecido en el artículo 5⁶⁹ de la LIR; ya que el beneficio no fue otorgado para este tipo de partícipes y las ganancias son producto del desarrollo del negocio inmobiliario. Sin embargo, sí se ha otorgado para las empresas

69 Artículo 55°.- El impuesto a cargo de los perceptores de rentas de tercera categoría domiciliados en el país se determinará aplicando la tasa de veintinueve coma cincuenta por ciento (29,50%) sobre su renta neta.

unipersonales constituidas en el extranjero, siendo pocos los países los que reconocen este tipo societario, resulta poco probable que este tipo de empresas se acojan a este beneficio o participen de un FIRBI en nuestro país, tal y como lo indica el experto en tributación Roberto Polo en su artículo *“Los Fondos de Inversión en el Perú y el Impuesto a la Renta”*.

b) Requisitos:

Para poder obtener el beneficio de pago del impuesto a la renta a una tasa de 5% para las personas naturales, sociedades indivisas o conyugales y empresas unipersonales constituidas en el exterior, de acuerdo a lo establecido en el artículo 4° del Decreto Supremo N° 264-2017-EF, Reglamento del Decreto Legislativo N° 1188, se deberá cumplir con lo siguiente:

1. El fondo de Inversión tenga la condición de FIRBI; para lo cual: (i) se deberá tener el 70% del activo del fondo invertido en activos propios de su objeto de inversión y el remanente en instrumentos representativos de deuda, (ii) se podrán transferir los inmuebles adquiridos o construidos por cuenta del fondo únicamente después de transcurridos 4 años, (iii) distribuir el 95% de la utilidad neta del ejercicio anterior, y, (iv) colocar los certificados de participación mediante oferta pública primaria.
2. Tener durante el ejercicio de los partícipes y sus partes vinculadas, la propiedad de menos del 20% del total de los certificados de participación emitidos por el FIRBI.
3. Tercerizar la actividad de construcción y administración del fondo.
4. No tener vinculación entre los partícipes y/o la sociedad administradora del FIRBI.
5. Los partícipes no posean más del 20% del capital de las empresas a las cuales se tercerizará la construcción y la administración.

c) Incumplimiento de Requisitos:

De acuerdo a lo establecido en el artículo 6° Decreto Supremo N° 264-2017-EF, Reglamento de la Ley N° 30532, Ley que promueve el Mercado de Capitales y el Decreto Legislativo N° 1188, de incumplirse alguno de los requisitos del FIRBI se deberá tributar conforme a la LIR, lo cual implica la pérdida del beneficio de pago del 5% por rentas por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, cuando:

- (i) Se incumpla en cualquier momento del ejercicio o al final del mismo, con alguno de los requisitos necesarios para adquirir la condición de FIRBI.
- (ii) Se realice la redención o rescate parcial o total o cuando las rentas sean pagadas o acreditadas y al momento de la atribución o determinación se incumpla con alguno de los requisitos del FIRBI.
- (iii) Cuando un partícipe incurra en alguno de los supuestos de vinculación.

d) Retención del Impuesto a la Renta:

La SAFI será la responsable de realizar la retención del impuesto a la renta a los partícipes, las cuales serán definitivas y deberán ser abonadas por esta a la SUNAT.

En el caso de las personas jurídicas se retendrá teniendo en cuenta la tasa del 29.5% para rentas de tercera categoría, y tratándose de personas naturales, sucesiones indivisas, sociedades conyugales y empresas unipersonales constituidas en el exterior, se aplicará la tasa de renta de primera categoría, equivalente al 5%.

Para poder realizar las retenciones de renta de tercera categoría, primero se deberá determinar el monto de las rentas y pérdidas netas atribuibles siguiendo el procedimiento establecido en el numeral 4.2.2. del artículo 4° del Decreto Supremo N° 264-2017-EF, Reglamento de la Ley N° 30532, Ley que promueve el Mercado de Capitales y el Decreto Legislativo N° 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios, siendo este el siguiente:

Artículo 4.- Retención definitiva del impuesto a la renta aplicable a las rentas del FIBRA o del FIRBI

(...) 4.2.2 A efecto de aplicar la retención a que se refiere el párrafo 4.2 se debe determinar el monto de las rentas y pérdidas netas atribuibles de tercera categoría que corresponde al arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, para lo cual se seguirá el siguiente procedimiento:

- i. Se dividirá el monto de las rentas brutas que correspondan al arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso entre el monto total de las rentas brutas gravadas de tercera categoría.
- ii. El monto obtenido se multiplicará por cien (100). El porcentaje resultante se expresará hasta con dos decimales.
- iii. Este porcentaje se aplicará sobre el monto de las rentas netas gravadas atribuibles o pérdidas netas atribuibles de tercera categoría, resultando así, el monto de las rentas y pérdidas netas que corresponden al arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso. (...)

Asimismo, las rentas netas gravadas que no correspondan al objeto del negocio inmobiliario, tributarán con renta de tercera categoría con la tasa de 29.5%, tanto personas naturales como jurídicas.

En cuanto a las pérdidas netas, en caso de haberlas, éstas no podrán ser compensadas en el ejercicio ni en ejercicios posteriores.

e) Vigencia:

Este beneficio tributario entró en vigencia el 01 de enero del año 2016 y no se ha indicado su vigencia temporal.

2.5.2.5 Transferencia de Certificados de Participación

a) Determinación:

La enajenación o transferencia de valores, de acuerdo a lo establecido en la LIR, grava ganancia de capital siendo considerada como renta de segunda categoría, aplicándose una tasa de 6.25%. Sin embargo, se encuentra vigente la Ley N° 30341, Ley que Fomenta la Liquidez e Integración del Mercado de Valores, mediante la cual se establece la exoneración de impuesto a dichas transferencias siempre que se cumplan con ciertos requisitos que se detalla más adelante.

b) Exoneración:

El artículo 2⁷⁰ de la Ley N° 30341, con la finalidad de promover las transacciones a través de un MCN supervisado por la SMV, estableció la exoneración del pago de impuesto a la renta para las ganancias obtenidas por la enajenación o transferencia de

70° Artículo 2. Exoneración del impuesto a la renta

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

f) Certificados de participación en Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI) y certificados de participación en Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA) (...)

Tratándose de los valores señalados en los incisos c), d), e) y f) del primer párrafo del presente artículo únicamente deben cumplirse los requisitos señalados en los incisos 1 y 3 del segundo párrafo de este artículo.

Las facturas negociables únicamente deben cumplir el requisito previsto en el inciso 1 del segundo párrafo del presente artículo.

Las empresas que inscriban por primera vez sus valores en el Registro de Valores de una Bolsa tendrán un plazo de 360 días calendario a partir de la inscripción para que los valores cumplan con el requisito de presencia bursátil. Tratándose de valores emitidos a plazos no mayores de un año el plazo será de ciento ochenta (180) días calendario. Durante los referidos plazos las rentas provenientes de la enajenación de los valores podrán acceder a la exoneración siempre que cumplan con lo señalado en los incisos 1 y 2 del segundo párrafo del presente artículo, de corresponder, y los valores cuenten con un formador de mercado.

Los responsables de la conducción de los mecanismos centralizados de negociación deben difundir en sus páginas web, la lista de los valores que cumplan con tener presencia bursátil.”

los certificados de participación en Fondos de Inversión de Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI).

Es así que, un experto sobre el tema refirió que: “una persona natural o una jurídica puede invertir en estos fondos adquiriendo certificados, y la norma actual, contempla que si esos certificados se venden a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la ganancia generada va a estar exonerada de impuestos hasta el 31 de diciembre de 2019”. (POLO, 2016)

Por tanto, las transferencias de certificados de participación no tributan con impuesto a la renta, siendo este un buen incentivo para los inversionistas que quieran recuperar sus inversiones y hacerlas líquidas para a su vez invertir en otras opciones en el mercado de valores.

c) Requisitos:

Para acceder a la exoneración del impuesto a la renta para la transferencia de los Certificados de Participación se deberá cumplir con lo siguiente:

1. La transferencia o enajenación debe ser realizada a través de un MCN supervisado por la SMV.
2. Los valores deberán tener presencia bursátil para lo cual tendrán en cuenta lo siguiente: (i) Dentro de los 180 días hábiles anteriores a la enajenación, se determinará el número de días en los que el monto negociado diario haya superado el límite que se establezca en el reglamento. Dicho límite no podrá ser menor a 4 UITs⁷¹ y será establecido considerando el volumen de transacciones que se realicen en los MCN, (ii) El número de días determinado de acuerdo a lo indicado en el literal (i) se dividirá entre 180 y se multiplicará por 100; y, (iii) El resultado no podrá ser menor al límite establecido por el reglamento y el límite no podrá exceder de 35%.

De acuerdo a lo indicado en la doctrina, “la exoneración es aplicable a las rentas derivadas de la enajenación de los valores indicados, no comprende otro tipo de rendimientos como la ganancia por rescate de certificados, los intereses de los valores representativos de deuda, ni los dividendos”. (TUESTA, 2017)

71 La Unidad Impositiva Tributaria (UIT) está en S/ 4,150.00

Retención del Impuesto a la Renta:

CAVALI será el encargado de realizar la retención del impuesto a la renta en el momento de la compensación y liquidación de efectivo, salvo en los casos de exoneración donde el contribuyente o un tercero podrá informarle de esa condición, la cual deberá ser verificada y acreditada, ya que en caso de haberse tenido que realizar la retención y esta no se haya efectuado, CAVALI tendrá responsabilidad solidaria ante la SUNAT por la totalidad del impuesto que se dejó de retener.

d) Pérdida de la Exoneración:

La exoneración se perderá si es que después de aplicada la exoneración el emisor deslista los valores del Registro de Valores de la Bolsa, ya sea de manera parcial o total o de manera progresiva dentro de los 12 meses siguientes de efectuada la transferencia del certificado de participación del FIRBI. Esta situación deberá de ser comunicada a la SUNAT por el MCN.

Para VILLANUEVA, W. indica que: “la base imponible se determinará considerando todas las transferencias que hubieran sido exoneradas durante los 12 meses anteriores a la enajenación”. (VILLANUEVA, 2015)

e) Vigencia:

Este beneficio tributario entró en vigencia el 01 de enero del año 2016 y estará vigente hasta el 31 de diciembre de 2019.

3.2.2.6 *Impuesto de Alcabala*

a) Determinación y Pago:

El artículo 3° del Decreto Legislativo N° 1188, establece que aquellos partícipes que decidan aportar a título de propiedad sus inmuebles a los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI), sean personas naturales o jurídicas, pagarán el impuesto del alcabala de manera diferida, aplicándose la tasa de 3% al valor total de la transferencia, no estando afecto el tramo comprendido por las 10 primeras UITs debiendo realizarse dicho pago cuando suceda cualquiera de los supuestos siguientes:

1. Cuando se transfiera la propiedad del inmueble al FIRBI.

2. Cuando se transfiera a cualquier título, cualquiera de los certificados de participación emitidos por el FIRBI, como consecuencia del aporte del inmueble.

Para el cálculo de este impuesto deberá aplicarse el valor de transferencia, siendo el valor de mercado a la fecha de la transferencia del inmueble al FIRBI o el valor de suscripción utilizado para la emisión del certificado de participación.

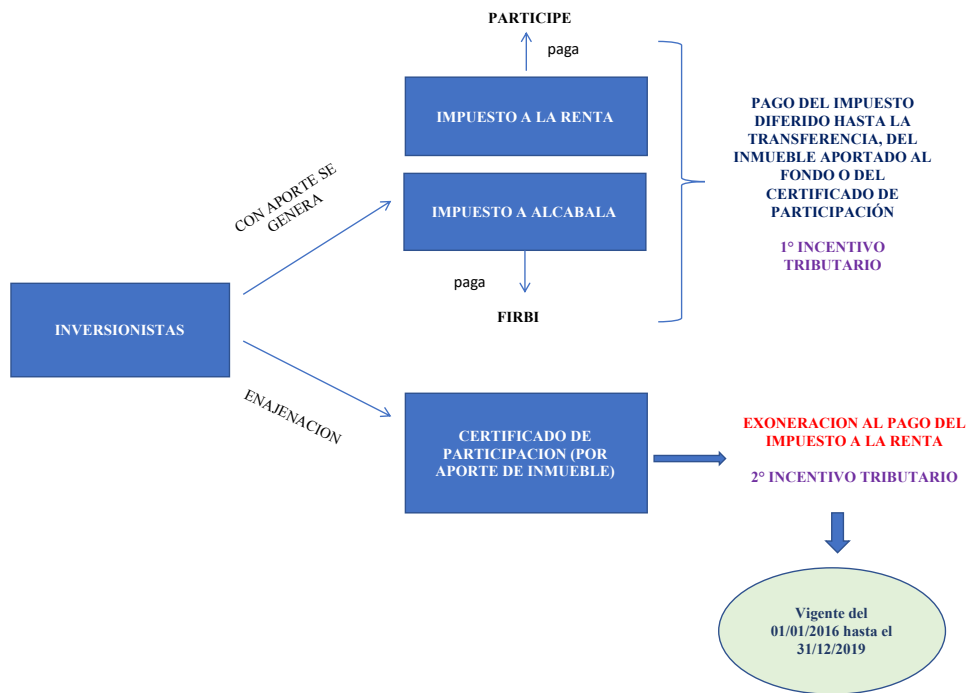
El pago del Impuesto del Alcabala como requisito previo a la elevación de la Escritura Pública, sólo será exigible por el notario cuando el inmueble salga del fondo para transferirse a un tercero o a un partícipe diferente al propietario.

A diferencia del Impuesto a la Renta por rentas por arrendamiento que estableció una reducción de tasa a 5% y el pago diferido de la misma por ganancia de capital, para el Impuesto del Alcabala sólo se ha establecido el pago diferido de dicho impuesto, aplicándose la tasa de 3% que es la vigente hace varios años para la transferencia de inmuebles.

b) Vigencia:

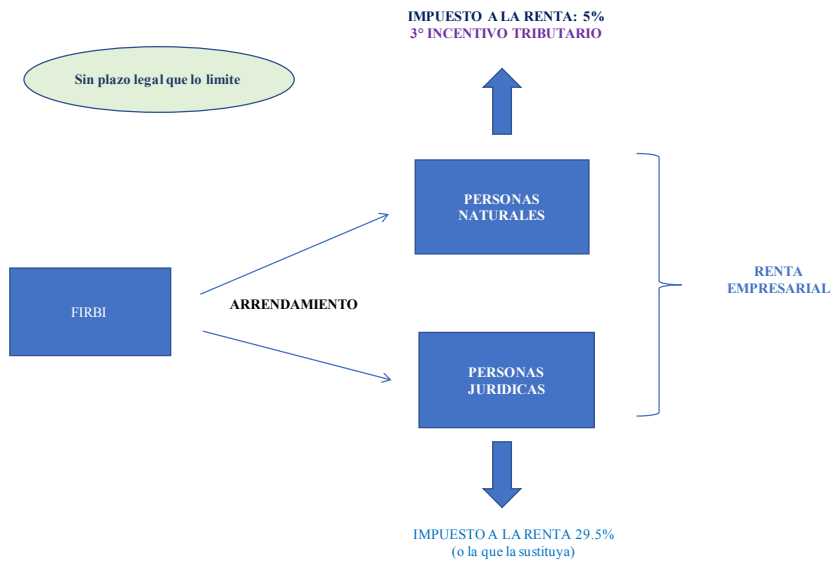
Este beneficio tributario entró en vigencia el 01 de enero del año 2016 y sólo se aplicará para aquellos partícipes que aporten inmuebles al FIRBI hasta el 31 de diciembre de 2019.

Figura 10: Primer y Segundo Incentivo Tributario al FIRBI



Elaboración: Autores de esta tesis.

Figura 11: Tercer Incentivo Tributario al FIRBI



Elaboración: Autores de esta tesis.

3.2.2.7 Vinculación

Con la regulación del FIRBI, se deberá analizar los diferentes tipos de vinculación que existen en nuestro país, toda vez que incurrir en vinculación (en alguno de los casos) implicaría la pérdida de condición del FIRBI, por ejemplo.

En ese sentido, analizaremos lo correspondiente a la vinculación dentro de los parámetros que las diferentes normas de nuestra legislación aborden sobre el tema en mención, a fin de delimitar si existen semejanzas o diferencias entre ellas que susciten el estudio exacto de la situación para su identificación.

Con el desarrollo de la actividad empresarial en nuestro país, con un mayor crecimiento en los actores societarios, como partícipes, accionistas y/o participacionistas, así como las diversas estructuras empresariales, es que se decidió aprobar un Reglamento que identifique las situaciones que generan vinculación entre dichos actores y/o sus empresas, y que producirán impedimentos en algunas relaciones comerciales o mayor tributación.

La presente tesis analiza, como tema principal, la regulación y aplicación del FIRBI en nuestro país, por lo que no se puede ignorar la presencia de la “vinculación” en su normativa y aplicación. En ese sentido, se abordará lo relevante e imprescindible para un mayor alcance del FIRBI.

En primera instancia, el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, Resolución SMV N° 019-2015-SMV-01, designa a los fondos de inversión como “Entes Jurídicos”, y a su vez los entes jurídicos son considerados “Entidades”. Asimismo, detalla en una relación las Partes Vinculadas, que se presumen salvo prueba en contrario, como se aprecia en el Anexo 10.

La LIR es más precisa en delimitar lo referente a las partes vinculadas⁷², a efectos de la determinación del valor de mercado en los casos de ventas, aportes de bienes y demás transacciones de propiedad, prestación de servicios y/u otro tipo de transacción de cualquier título, frente a las partes vinculadas.

72 Ley del Impuesto a la Renta

Artículo 32-A.- En la determinación del valor de mercado de las transacciones que se refiere el numeral 4) del Artículo 32, deberá tenerse en cuenta las siguientes disposiciones: (...)

b) Partes vinculadas

Se considera que dos o más personas, empresas o entidades son partes vinculadas cuando una de ellas participa de manera directa o indirecta en la administración, control o capital de la otra; o cuando la misma persona o grupo de personas participan directa o indirectamente en la dirección, control o capital de varias personas, empresas o entidades. (...)

A su vez, el Reglamento de la LIR, también prescribe lo referente a las partes vinculadas, como se aprecia en el Anexo _9_, para efectos de lo dispuesto en su ley. Se puede apreciar en el Reglamento que la vinculación es taxativa y abarca todos los aspectos como parentesco, accionariado, administración, etc.

Es preciso enunciar toda la normativa que nuestro país aplica para las diferentes situaciones que se presenten. En esta tesis, se hace mención a estos enunciados para poder identificar los casos en que pueda presentarse vinculación alguna que produzca el incumplimiento con alguno de los requisitos que el FIRBI establece para su funcionamiento.

El Decreto Legislativo N° 1188⁷³, hace mención a la vinculación para la atribución de renta por arrendamiento u otra forma de cesión en uso de bienes inmuebles atribuidas a personas naturales, sucesión indivisa o sociedad conyugal que tributan como tales, domiciliadas en el país o para una empresa unipersonal constituida en el exterior.

El Decreto en mención señala que para la tasa de retención del impuesto a la renta por arrendamiento es del 5%, sólo y únicamente si se cumplen con cuatro requisitos⁷⁴, siendo tres de ellos referidos a la vinculación:

1) Porcentaje de participación:

La norma requiere que los partícipes y sus partes vinculadas tengan como propiedad igual o menos del 20% del total de los certificados de participación del FIRBI.

Asimismo, estipula que la vinculación es la correspondiente a la indicada en la LIR; sin embargo, adicionan que la vinculación en cuanto al parentesco podrá alcanzar hasta al cónyuge o concubino o parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad. Se hace esta adición debido a que la LIR remite al Reglamento de la LIR en el cual se detallan los supuestos de vinculación y en él la vinculación del parentesco alcanza únicamente al segundo grado de consanguinidad y/o afinidad.

2) Vinculación:

⁷³ Decreto Legislativo que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios
⁷⁴ Requisitos incorporados por la Ley N° 30532, Ley que promueve el desarrollo del Mercado de Capitales

Este requisito indica que el partícipe no podrá tener vinculación alguna con la SAFI y los terceros que se encargarán de la construcción y/o administración. Para este supuesto el Decreto nos indica que deberá aplicarse lo establecido en la LIR, y ésta nos remitirá a su Reglamento. En ese sentido, se indica que también se considerará vinculación de parentesco del partícipe con el cónyuge o concubino o parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad; sin embargo, aclara que esta vinculación no aplica para la determinación de vinculación entre partícipes.

3) Partícipes con igual o menos del 20% del capital de los terceros que se dediquen a la construcción y administración de las actividades inmobiliarias del FIRBI:

Finalmente, la vinculación también está enlazada a los terceros contratados para la construcción y administración en el sentido que los partícipes no podrán tener más del 20% del capital social de estos terceros.

3.2.3 Fondos de Inversión de Renta en Bienes Inmuebles en el Perú

Para la presente tesis, se identificó que en el Perú actualmente hay un FIRBI operativo a cargo de SURA, y dos FIRBI pre operativos, uno a cargo de SURA y el otro por LARRAIN VIAL; estando todos ellos inscritos en el régimen general de los Fondos de Inversión, conforme se detalla en la Figura 32 del Anexo 11.

CAPITULO IV ANÁLISIS COMPARADO

En el presente Capítulo se analiza la legislación y aplicación comparada de los vehículos de inversión similares al FIRBI. Para tales efectos, se analiza principalmente la legislación y experiencia de países como Estados Unidos de Norteamérica, España, México y Chile.

Sin perjuicio de ello, la presencia de vehículos de inversión similares al FIRBI se encuentran, de acuerdo a la BVL (2017) en los países que se muestran en la Figura 12, donde puede identificarse la forma jurídica que adoptan en dichos países.

Figura 12: Presencia de los vehículos de inversión en renta de bienes inmuebles en el mundo

País	Forma	País	Forma
Alemania	Fideicomiso	Japón	Fideicomiso
Australia	Fideicomiso	Corea del sur	Fideicomiso
Bélgica	RREC (real estate company)	Malasia	Fideicomiso
Bulgaria	Fideicomiso	México	Fideicomiso
Canadá	Fideicomiso	Nueva Zelanda	Fideicomiso
China	Fideicomiso	Pakistán	Fideicomiso
Emiratos Árabes	Fideicomiso	Rumania	Fideicomiso
España	SOCIMI (sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario)	Singapur	Fideicomiso
Finlandia	Fideicomiso	Sudáfrica	Fideicomiso
Francia	SIIC (Sociedades de inversiones inmobiliarias)	Taiwán	Fideicomiso
Grecia	Fideicomiso	Turquía	REIC (real estate investment company)
Holanda	FBI (real estate investment company)	Uk	Fideicomiso
Hong Kong	Fideicomiso	USA	Fideicomiso
Irlanda	Fideicomiso	Hungaria	Fideicomiso
Israel	Fideicomiso	India	Fideicomiso
		Malasia	Fideicomiso
		Italia	SIIQ (listed real estate investment company)

Actualizado a setiembre 2017

Fuente: PwC - Compare and contrast Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes

Elaborado por la BVL

4.1 Estados Unidos

En Estados Unidos se creó la figura de los Real Estate Investment Trust (REIT) en el año 1960, convirtiéndose en uno de los vehículos de inversión inmobiliaria más importantes del país basado en la figura de fideicomiso con oferta pública.

Con los REIT'S se reguló que el impuesto a las ganancias no se pague a nivel del propio vehículo, sino en cabeza de sus beneficiarios. (TABAKMAN, 2007)

Dentro del mercado de los REIT'S encontramos las siguientes alternativas:

- a) Equity REIT, compra, desarrolla y administra propiedades inmobiliarias productoras de ingresos. Los REIT de capital pueden ser beneficiosos para los inversionistas a largo plazo porque, además de potencialmente generar dividendos por los ingresos por alquileres, los inversionistas también reciben ganancias de capital por la venta de propiedades.
- b) Hipoteca REIT, los REIT'S hipotecarios prestan dinero directamente a los propietarios de los bienes inmuebles y sus operadores, o indirectamente a través de la adquisición de préstamos o valores respaldados por hipotecas. No invierten en propiedades, sino que generan ingresos a través del interés pagado en sus préstamos hipotecarios.

c) REIT híbrido, los REIT'S híbridos son una combinación de REIT de capital e hipotecas.

4.4.1 Objeto social

Los REITs se dedican exclusivamente a comprar, desarrollar y administrar propiedades para oficinas, inmuebles industriales, vivienda, retail, hoteles, salud e hipoteca para ponerlos en arriendo o venderlos. Es así que, se convirtió en uno de los mecanismos más eficientes para ingresar al negocio de la inversión inmobiliaria de escala, a las que normalmente solo no se accedería.

4.4.2 Características

Los REIT'S se caracterizan por lo siguiente:

- Acceso a las economías de escala.
- Pueden administrar sus propios fondos.
- Deben emitir certificados negociables y transferibles públicamente.
- La distribución de dividendos se realiza sobre el 90% de los ingresos netos y se debe realizar anualmente como mínimo. Esta distribución también se puede realizar mediante acciones.
- El 75% de los ingresos deben provenir de la inversión inmobiliaria.

Figura 13 Ventajas y Riesgos del REIT

VENTAJAS Y RIESGOS DEL REIT	
VENTAJAS	RIESGOS
No se necesita mucho capital para invertir	Vulnerabilidad de caída de mercado inmobiliario
Diversificación de inversiones en inmuebles	Riesgo de Inflación
Generación estable de flujos provenientes de la renta, venta de inmuebles o intereses de préstamos	
Distribución de dividendos del 90% de utilidades netas	
Compra y venta de acciones de manera fácil al estar cotizadas en bolsa	
Retornos atractivos	

Elaboración: autores de esta tesis

4.4.3 Requisitos de Constitución

Los requisitos para constituir un REIT son como mínimo los siguientes:

- El 75% del total de los activos deben provenir de bienes raíces.
- “El 75% de los ingresos brutos deberán provenir de intereses hipotecarios y/o arrendamientos. El 95% de los ingresos deberá provenir de dividendos, intereses y arrendamientos.” (EY, 2014)
- Tener 100 partícipes y los 5 más importantes no deben pasar del 50% del total.
- Emitir certificados negociables y transferibles públicamente.

4.3.4 Intervinientes

- **Fiduciaria**, es la empresa responsable por la administración de los recursos del patrimonio fideicometido.
- **Beneficiario**, es aquella persona natural o jurídica que mediante su aporte al fondo, mantienen inversiones en este. Entregándole un Certificado de Participación a cambio.
- **Patrimonio Fiduciario**, es un patrimonio autónomo integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en bienes inmuebles o en valores.

4.4.5 Repartición de utilidades

El fondo de Inversión Inmobiliario distribuye sus dividendos de manera anual como mínimo. Se distribuye el 90% de las utilidades netas y se pueden pagar con acciones.

4.4.6 Tributación especial

Los REIT'S no son considerados contribuyentes, siendo estos los beneficiarios o inversionistas. El ingreso por alquiler se trata como un ingreso comercial para REIT porque el gobierno considera que el alquiler es su negocio. Esto significa que todos los gastos relacionados con las actividades de alquiler se pueden deducir de la misma manera en que una corporación puede cancelar los gastos comerciales.

Además, los ingresos corrientes que se distribuyen a los partícipes no se gravan al REIT, pero si el ingreso se distribuye a un beneficiario no residente, entonces ese ingreso debe estar sujeto a un 30% de retención en la fuente de dividendos ordinarios y una tasa del 35% para ganancias de capital, a menos que la tasa sea más baja por tratado.

4.2 España

En España, con la crisis que aconteció alrededor del año 2008, tenía paralizado el mercado inmobiliario, por lo que requerían de vehículos promotores de inversión en dicho sector. Es así que, en dicho país hay tres formas distintas de invertir en el mercado inmobiliario, reguladas en dos normas que han sido modificados con el transcurrir de los años, a fin de coadyuvar a su mejor desarrollo y obtener mayor incentivo en la participación de personas físicas⁷⁵ y pequeñas y medianas empresas.

A efecto de profundizar, en España existen las Instituciones de Inversión Colectiva – IIC Inmobiliarias, que tienen su propia regulación y en ella señalan las dos tipologías de inversión que acoge, éstas son los Fondos de Inversión Inmobiliaria y la Sociedad de Inversión Inmobiliaria, que se detallarán más adelante.

Asimismo, existe otro mecanismo de inversión en el rubro inmobiliario, pero con una particularidad, ésta se involucra en la negociación en un mercado regulado, a mayor precisión en el Mercado Alternativo Bursátil, denominado Sociedades Cotizadas en Inversión en Mercado Inmobiliario – SOCIMI.

4.2.1 Mecanismos de Inversión

En España se puede apreciar que existen tres mecanismos de inversión, con sus propias particularidades, requisitos, exigencias y beneficios, de acuerdo al alcance de los accionistas y/o participacionistas que deseen alcanzar una rentabilidad atractiva a través de activos inmobiliarios. A continuación, se detallan dichos mecanismos:

4.2.1.1 Sociedades Cotizadas en Inversión en el Mercado Inmobiliario, en adelante SOCIMI:

Son un mecanismo de inversión creado en el año 2009 por la Ley 11/2009, de fecha 26 de octubre del 2009. Son sociedades anónimas, con personalidad jurídica, que cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), cuya finalidad es:

- La adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento

⁷⁵ En España la persona física es el símil de persona natural en Perú.

- La tenencia de participaciones de otras SOCIMI y la de acciones o participaciones de IIC.

Este tipo de sociedad de inversión ha sido considerada en España como uno de los mejores mecanismos de inversión, debido a que ha impulsado el acceso de las personas naturales a la inversión en activos inmobiliarios, pero esto se debió a las reformas realizadas en el año 2012 en las cuales se redujo los requisitos de creación y funcionamiento que permitieron mayor accesibilidad a ellos. Estas reformas fueron imprescindibles debido a que durante los años 2010 y 2011 no se creó ni una SOCIMI.

Se diferencia de las otras formas de inversión inmobiliaria debido a su participación en otro tipo de mercado, sus acciones serán negociadas en el MAB, mercado regulado.

“En el año 2016, las SOCIMI, fueron responsables del 42% del total de la inversión en el mercado inmobiliario español con un desembolso próximo de cinco mil millones de Euros; asimismo, las SOCIMI que cotizan en el MAB se situaron a la cabeza de la inversión y se vaticinaba que en dicho año estas sociedades de mayor tamaño estarán en plena actividad y enfocadas a estrategias de “value-add”.” (TAPIA, 2016)

4.2.1.2 *Fondos de Inversión Inmobiliaria, en adelante FII:*

La Ley 35/2003, de fecha 04 de noviembre de 2003, llamada Ley de Instituciones de Inversiones Colectivas, estipula lo correspondiente a los fondos de inversión inmobiliaria, su definición, regulación, entre otros. Es así que:

Los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de los fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Asimismo, la citada ley establece a su vez que pueden crearse fondos de inversión por compartimentos⁷⁶, integrados en un único contrato constitutivo y reglamento de gestión, pudiendo ser dos o más compartimentos. Cada compartimento

⁷⁶ Fondos de inversión por compartimentos son fondos de inversión que están subdivididos por varios grupos que se van a diferencias por sus objetivos, políticas de inversión, comisiones, entre otros, pero que estarán constituidos en el mismo contrato que el fondo de inversión principal. Los compartimentos tendrán su propio capital o patrimonio, sus propios requisitos de constitución y sus objetivos definidos de acuerdo a las expectativas del inversionista. Si algún compartimento se disuelve, el fondo de inversión permanecerá vigente de manera independiente.

debe tener su propia denominación, emitiendo sus propias participaciones y atribuyéndolas al patrimonio del fondo.

4.2.1.3 *Sociedades de Inversión Inmobiliaria, en adelante SII:*

Las SII son sociedades anónimas con carácter especial, diferente a las SOCIMI, en tanto éstas no cotizan en el MAB. Las SII adoptan forma de capital fijo y dispondrá de un capital mínimo para su constitución.

Este tipo de sociedad, de igual manera que un FII, podrá crearse por compartimentos, teniendo éstas un capital inferior al principal.

Las diferencias principales entre los FII y SII son las siguientes:

En cuanto a su forma jurídica: los FII son entidades sin personalidad jurídica, es un fondo; mientras que las SII si tienen personalidad jurídica, son sociedades anónimas.

En cuanto a su representación: los FII son representados por dos entidades, una sociedad gestora y una entidad depositaria; en las SII al ser sociedad anónima tendrá sus propios órganos de administración, pero si requiere una entidad depositaria.

En ese sentido, bajo el detalle de las formas de inversión que existe en España, se presentará para los puntos siguientes, cuadros comparativos a fin de evidenciar de manera más práctica sus diferencias y semejanzas, de ser el caso, para cada ítem.

4.2.2 *Objeto social*

Tabla 1: Diferencias en el objeto social

SOCIMI	FII	SII
1. Adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento	Realizar inversiones destinando su patrimonio a cualquier tipo de inmueble de naturaleza urbana para su arrendamiento	
2. Tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI u otras entidades no residentes en territorio español, con el mismo objeto social y régimen similar a las SOCIMI		
3. Tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, con el mismo objeto social y régimen similar a las SOCIMI		
4. Tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria - IICI		

Fuente: Leyes 11/2009 y 35/2003
 Elaboración: Autores de esta tesis

4.2.3 Características

Tabla 2: Características particulares

	SOCIMI	FII	SII
Aportaciones	Inmuebles	Inmuebles	Inmuebles
Forma Societaria	Sociedad Anónima (cotizada)	Fondo de Inversión	Sociedad Anónima
Inversión	Arrendamiento de inmuebles	Arrendamiento de inmuebles	Arrendamiento de inmuebles
Enajenación	Luego de 03 años de arrendamiento, incluido el año de oferta para arrendamiento, y las participaciones afectas por el mismo plazo	No pueden ser enajenados durante los primeros años desde la adquisición, salvo autorización de la CNMV	
Participes / Accionistas	Pueden ser arrendatarios y/o gozar de otros derechos, sin limitaciones	Pueden ser arrendatarios y/o gozar de derechos, con limitaciones	
Transformación	Puede transformarse a FII y SII	Puede transformarse a SII y SOCIMI	Puede transformarse en FII y SOCIMI

Fuente: Leyes 11/2009 y 35/2003
 Elaboración: Autores de esta tesis

4.2.4 Requisitos de Constitución

Tabla 3: Diferencias en su constitución

	SOCIMI	FII	SII
Obligaciones de inversión	Tener invertido al menos el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento así como en participaciones en el capital	Al menos el 70% del promedio anual de saldos de su activo en inmuebles debe estar apta	Al menos el 80% del promedio anual de saldos de su activo en inmuebles debe estar apta
	Al menos el 80% de las rentas del periodo impositivo correspondientes a cada ejercicio, excluidas las derivadas de la transmisión de las participaciones y de los bienes inmuebles, deberá provenir de: a) Arrendamiento de bienes inmuebles b) Dividendos o participaciones en beneficios procedentes de participaciones afectas al cumplimiento de su objeto principal		
	Los bienes inmuebles que integren el activo de la empresa deberán permanecer arrendados al menos durante tres años. A efectos del cómputo se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos para arrendamiento, con un máximo de un año	Los inmuebles no pueden ser enajenados durante tres años desde su adquisición, salvo autorización de la CNMV	
Capital	5 Millones de Euros	9 Millones de Euros	
Participes	Mínimo 1	Mínimo 100 / Mínimo 20 por compartimento / Libre si sus participes son solo IIC subordinados o libres	

Fuente: Leyes 11/2009 y 35/2003
 Elaboración: Autores de esta tesis

4.2.5 Intervinientes

Tabla 4: Intervinientes

	SOCIMI	FII	SII
Gestión	SG y SOCIMI	SGIC	SGIC y SII
Depósito	-	SGIC	DEPOSITARIO

Fuente: Leyes 11/2009 y 35/2003
 Elaboración: Autores de esta tesis

4.2.6 Repartición de utilidades

Tabla 5: Reparto de Utilidades

	SOCIMI	FII	SII
Acuerdo de distribución	Dentro de los 06 meses posteriores a la conclusión del ejercicio		
Plazo del pago	Dentro del mes siguiente a la fecha del acuerdo de distribución		
Porcentaje	100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles, acciones o participaciones 80% de los demás beneficios obtenidos		

Fuente: Leyes 11/2009 y 35/2003

Elaboración: Autores de esta tesis

En este punto, se indica que respecto a los Fondos de Inversión inmobiliaria y Sociedades de Inversión inmobiliaria, existe un vacío legal en su regulación en la Ley 35/2006 respecto a la repartición de utilidades o dividendos en ambas figuras jurídicas. Sin embargo, se cumple con informar lo referente a las SOCIMI, quienes tienen regulación más completa y específica.

4.2.7 Tributación especial

Tabla 6: Aplicación del régimen especial

	SOCIMI	FII	SII
Impuesto en Sociedades	0%	1%	1%
Dividendos o participaciones en beneficios	19%	No hay exención ni deducciones para evitar la doble imposición	

Fuente: Leyes 11/2009 y 35/2003

Elaboración: Autores de esta tesis

4.3 México

México con la finalidad de dinamizar su sector construcción e inmobiliario, dotándolos de liquidez, y para impulsar el desarrollo del mercado de valores apostó por la figura del Fideicomiso de Infraestructura de Bienes Raíces – FIBRA, introduciéndolos en el año 2004. El FIBRA ha permitido que la economía local

mexicana se reactive y que se desarrollen diferentes sectores como el industrial, vivienda, empresarial, entre otros.

El régimen legal aplicable al FIBRA se encuentra reconocido en la Ley del Mercado de Valores y en la Ley del Impuesto Sobre la Renta. Sin embargo, su reconocimiento legal fue dado por ésta última, en los artículos 187 y 188, cuyo texto se aprecia en el Anexo 14.

Según cita BELTRÁN:

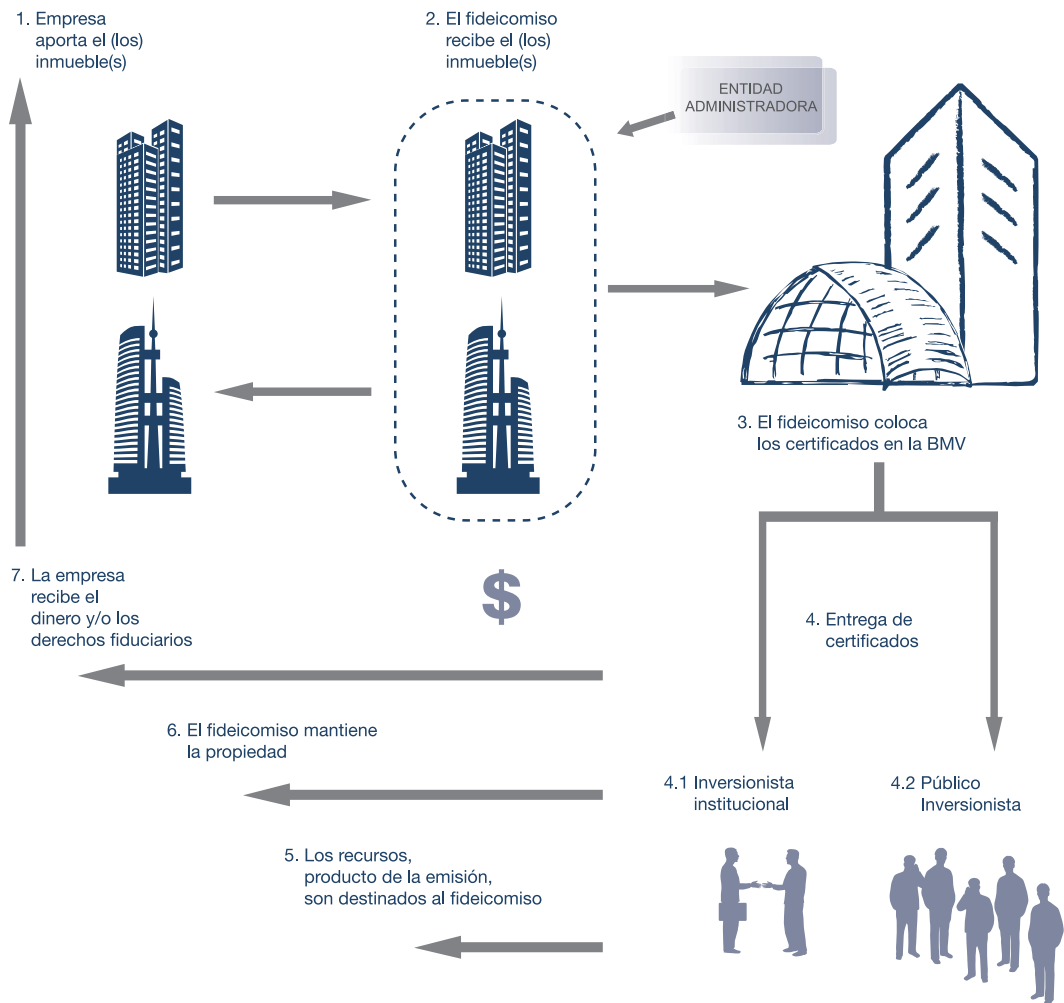
“Las Fibras van a ser instrumentos del mercado de capitales porque a diferencia de otras bursatilizaciones el inversionista no sólo va a recibir un flujo, que en este caso será derivado del usufructo del bien (rentas), sino que también será dueño de una parte proporcional del inmueble”, dijo el director general adjunto de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Pedro Zorrilla.

Las Fibras serán instrumentos del mercado de capitales porque permitirán que los inversionistas sean dueños de una parte del edificio o una construcción y recibir la parte proporcional de lo que se cobre por el arrendamiento como si fueran dividendos, explicó el directivo.” (BELTRAN, 2004)

En ese sentido, el FIBRA es un fideicomiso (patrimonio autónomo) o un vehículo de propósito especial (conformación de una sociedad mercantil) que permite la adquisición y el desarrollo de proyectos inmobiliarios que tengan como finalidad el arrendamiento de los mismos, en un periodo de tiempo determinado, o la adquisición de los derechos de arrendamiento que le permitan obtener ingresos.

De acuerdo al Grupo BMV, el FIBRA presenta el esquema siguiente:

Figura 14: Esquema del FIBRA en México



Fuente: Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces – Grupo BMV

Adicionalmente, EY México, establece los aspectos relevantes para el desarrollo de FIBRAS en México.

Figura 15: Consideraciones claves de las FIBRAS en México

Punto Estructural	Recomendación Preliminar
Tamaño	<ul style="list-style-type: none"> •El tamaño óptimo de la oferta deberá proveer la masa crítica necesaria para inversionistas institucionales. •El tamaño indicado triangula en una base de oferta de al menos US\$250-350mm para una FIBRA típica, la cual proporcionará liquidez óptima y una masa crítica.
Preliminares / secundarios	<ul style="list-style-type: none"> •Una emisión preliminar para capitalizar a la empresa con el fin de financiar el crecimiento y aprovechar las oportunidades que aparezcan (ya sea con efectivo disponible o deuda futura). •Adicionalmente el mercado comprenderá un pequeño componente secundario, pero será clave para el emisor y sus entidades relacionadas mantener una importante participación accionaria en la empresa y no vender en la oferta.
Accionistas	<ul style="list-style-type: none"> •Crear un accionista institucional a largo plazo compuesto por inversionistas con un entendimiento del sector y aprecio por la propuesta de crecimiento de las FIBRAS.
Listado	<ul style="list-style-type: none"> •Las FIBRAS deberán estar listadas en la BMV.

Fuente: Invirtiendo en bienes raíces en México – Marzo 2014 – EY México

4.3.1 Vehículos de Inversión en Renta de Bienes Raíces

México tiene 2 formas de constitución del vehículo de inversión en renta de bienes raíces, una por un patrimonio autónomo o fideicomiso, propiamente dicho, y la otra por constitución de una sociedad mercantil.

4.3.1.1 Fideicomiso – FIBRA

El FIBRA es un fideicomiso que debe ser constituido en México con el fin principal de adquirir o construir bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o la adquisición del derecho de percibir ingresos provenientes del arrendamiento, así como otorgar financiamiento para dichos fines, siempre que se constituyan garantías hipotecarias sobre los bienes correspondientes.

El FIBRA emitirá el Certificado de Participación o también denominado Certificado Bursátil Fiduciario Inmobiliario – CBFi que serán colocados en la BMV.

En cuanto a los tipos de opciones que se hayan en el Fideicomiso, se tiene:

- FIBRA con opción de recompra de los inmuebles aportados por el inversionista.

- FIBRA con cláusula de reversión de propiedad.

4.3.1.2 Sociedad Mercantil – SIBRA

La sociedad mercantil puede constituirse como una Sociedad Anónima (S.A), Sociedad de Responsabilidad Limitada (S.R.L) o una Sociedad Anónima Promotora de Inversiones (S.A.P.I).

El objeto social de la sociedad es el de desarrollar actividades de fideicomiso inmobiliario basado en un modelo de negocio en crecimiento. La SIBRA se constituye con los aportes de bienes inmuebles a valor de mercado, los cuáles serán destinados al arrendamiento y no podrán ser enajenados en un periodo de cuatro (4) años desde su constitución.

Para tales efectos, la SIBRA emitirá acciones (renta variable) que colocará a través de una OPI en la BMV pudiendo ser adquiridos por los inversionistas.

4.3.2 Objeto social del FIBRA

El FIBRA tiene como objetivo la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento. El FIBRA es una fuente de liquidez para los desarrolladores de proyectos inmobiliarios, a través de la captación de todo tipo de inversionistas⁷⁷ que quieran invertir en bienes inmuebles, permitiendo el financiamiento de los desarrolladores con garantía hipotecaria en el inmueble donde se ejecute la construcción.

4.3.3 Características

- Los rendimientos se generan de los flujos del arrendamiento y/o de la plusvalía de los inmuebles (ganancias de capital). El arrendamiento genera flujos predecibles y seguros.
- Los CBFIs o las acciones son emitidas a través de ofertas públicas y negociadas en un MCN como la BMV. El porcentaje de colocación será definido por el fideicomiso o la sociedad mercantil, conforme lo expresen el fideicomitente y los accionistas, respectivamente.

⁷⁷ El FIBRA está dirigido al público en general o a grupos de inversionistas (no menores a 10 personas no vinculadas entre sí) siempre que posean menos del 20% del patrimonio.

- Los CBFI son considerados como “rentas híbridas (variables y fijas)”, de acuerdo a lo señalado por EVERCORE (2012).
- Generan liquidez por la transferencia de los CBFI.
- Evitan la inversión y riesgos directos por la adquisición de bienes inmuebles.
- No se ha establecido un plazo mínimo o máximo de vigencia.
- Permiten invertir en cualquier tipo de inmueble.
- Se rigen por el contrato que lo origina y son las partes (fideicomitentes o accionistas) quienes definen el contenido.
- Son considerados como vehículos de inversión de bajo riesgo.
- El FIBRA requiere para su funcionamiento un “estándar alto de Gobierno Corporativo, generando seguridad en el inversionista”, de acuerdo a lo señalado por Grupo GMV (2018).
- Administración profesional del portafolio de inmuebles⁷⁸.

4.3.4 Requisitos de Constitución

Los requisitos para constituir el FIBRA son:

4.3.4.1 Adquisición o Construcción de bienes inmuebles:

Los bienes inmuebles deberán permanecer en patrimonio como mínimo cuatro (4) años⁷⁹, computados desde su construcción o adquisición, según corresponda.

Los bienes inmuebles que conforman el patrimonio deben destinarse al arrendamiento o a la posterior enajenación.

4.3.4.2 Patrimonio

Los inversionistas pueden aportar bienes inmuebles o capital. En el primer caso recibirán el CBFI por el valor de su aporte y podrán diferir el pago del impuesto que le corresponda hasta que parte o la totalidad de los CBFI se enajenen.

⁷⁸ El administrador profesional que se encargará de la administración, operación y mantenimiento de los inmuebles deberá contar con una experiencia mínima de tres (3) años, con una amplia cartera de clientes, demostrando una operación eficiente y contando con información financiera auditada.

⁷⁹ En caso que el bien sea enajenado con anterioridad al plazo mínimo legal, quedarán sin efecto los beneficios fiscales aplicables al FIBRA.

En el segundo caso, los inversionistas que aportan efectivo adquieren los CBFI mediante la BMV.

El patrimonio del fideicomiso debe estar constituido por un portafolio de inmuebles equivalente al 70% de su patrimonio en bienes inmuebles, derechos o créditos respecto de bienes inmuebles y el 30% restante deberá invertirse en otros instrumentos del mercado de valores, como valores del Gobierno Mexicano o en instrumentos de deuda pertenecientes a sociedades de inversión.

4.3.4.3 Diversificación de inversiones

El FIBRA deber evitar la concentración de las inversiones, diversificando el riesgo de los partícipes y permitiendo la mayor participación de nuevos inversionistas.

4.3.5 Intervinientes

En el caso del FIBRA, los intervinientes son:

- a) Fideicomitente, son los aportantes de los bienes inmuebles o del efectivo a través de la adquisición de los CBFI. Entre los fideicomitentes encontramos a inversionistas institucionales y a inversionistas en general, ya sean domiciliados o no domiciliados.

El artículo 187 de la Ley del Impuesto Sobre la Renta Mexicana establece que para la constitución de un FIBRA los CBFI deberán ser adquiridos por el gran público inversionista o, como mínimo, por diez personas (físicas o morales) no vinculadas entre sí y que, además, ninguna de ellas sea titular de más de 20% de los CBFI del FIBRA.

- b) Fiduciario, deberá ser una entidad financiera mexicana autorizada para tales fines, quien será el encargado de emitir los CBFI en la BMV.
- c) BMV, es un MCN, donde se negocian los CBFI emitidos por el Fiduciario.
- d) Fideicomisario, puede designarse al aportante de los bienes inmuebles o que dichos inmuebles se destinen a la venta a terceros.

4.3.6 Repartición de utilidades

El FIBRA deberá distribuir entre sus partícipes, tenedores de los CBFI de participación, el 95% de las utilidades obtenidas en el resultado anterior, por lo menos una vez al año. Cabe indicar que, la distribución deberá ser exclusivamente en efectivo.

4.3.7 Tributación especial

El FIBRA como fideicomiso es considerado como un patrimonio que actúa en el marco de la transparencia fiscal, siendo contribuyentes del impuesto sobre la renta los inversionistas (personas físicas y personas morales⁸⁰).

Las actividades derivadas de la enajenación de bienes inmuebles y de valores mobiliarios en México se encuentran grabadas por el Impuesto Sobre la Renta – ISR, el Impuesto Empresarial de Tasa Única – IETU, el Impuesto de Adquisición de Inmuebles – ISAI y el Impuesto al Valor Agregado – IVA.

⁸⁰ Entiéndase como personas físicas a las personas naturales y personas morales a las personas jurídicas.

Tabla 7: Atribución de Impuestos en México a las FIBRAS

Impuesto	Aporte y Tasa Impositiva	Enajenación de CBFI en el Mercado Secundario
IETU	Se difiere hasta la enajenación del bien, para ello deberá mantenerse en el patrimonio los primeros 4 años desde su adquisición o construcción. El impuesto deberá ser pagado por el Fideicomiso. La tasa es del 17.5%, pudiéndose aplicar sobre la base diversas deducciones expresamente recogidas en la normativa.	La enajenación de los CBFI no genera el impuesto.
ISR	Se difiere hasta la enajenación del bien, para ello deberá mantenerse en el patrimonio los primeros 4 años desde su adquisición o construcción. Salvo que el bien sea materia de arrendamiento por plazo menor a diez (10) años, pudiendo diferirse el ISR hasta la culminación del contrato o a dicho límite. El impuesto deberá ser pagado por las personas morales y personas físicas que realicen actividad empresarial. La tasa a aplicar será de 28% (*) y se pagará dentro de los quince (15) días siguientes a la enajenación.	Exoneradas: Las personas físicas, las administradoras de fondos de pensiones (mexicanas y extranjeras) y personas físicas no domiciliadas (extranjeras). Gravadas: personas morales y personas físicas que realicen actividad empresarial. La base para el cálculo del ISR se realiza en virtud del ingreso de la enajenación del CBFI. (***)
ISAI	Al recibir el aporte, el FIBRA obtienen la ventaja de diferir el impuesto, en su calidad de adquirente de la propiedad. (**)	La enajenación de los CBFI no genera el impuesto.
IVA(****)	Genera crédito fiscal a favor de quien aporta el bien, distinto a casa habitación. La tasa es del 16%.	La enajenación de los CBFI no genera el impuesto.

(*) Se suspende la obligación de efectuar pagos provisionales del ISR. Sin embargo, el cálculo se efectuará sobre el precio de la enajenación al valor que dio origen a los CBFI y de la división entre la ganancia obtenida por la enajenación y el número de

(**) Es un impuesto que se aplica dependiendo el Estado Mexicano donde se genere, en función a políticas propias.

(***) La base sera: ingreso por enajenación - costo promedio del CBFI (El costo promedio se obtiene de dividir el costo comprobado de adquisición de la totalidad de los certificados del enajenante entre el número de los CBFI de propiedad total del enajenante).

(****) Puede ser materia de devolución a partir de 2015

Fuente: LSR México

Elaboración: autores de esta tesis

La aportación del bien se considera como enajenado para efectos fiscales cuando el fideicomitente designe a un fideicomisario diferente a sí mismo o cuando habiendo manifestado su intención de readquirir el inmueble pierda el derecho.

4.4 Chile

En Sudamérica aparecieron los Fondos de Inversión Inmobiliarios a raíz de la buena experiencia que tuvieron los REIT (Real Estate Investment Trust) de los Estados Unidos, siendo Chile uno de los primeros en acoger ese modelo de vehículo de inversión, siendo regulado en el año 1989, mediante el cual, se buscaba la participación de personas naturales o jurídicas que quisieran invertir en el sector inmobiliario.

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII) pueden ser públicos o privados. Los primeros deben contar con al menos cincuenta partícipes, mientras que el segundo debe contar con menos de cincuenta partícipes. En cuanto al capital inicial del FII, la norma no establece un capital mínimo de manera expresa pero se entiende que debe contar con un mínimo de 350,000 dólares o su equivalente en pesos chilenos, al igual que otro tipo de fondos de inversión.

Es importante tener en cuenta que el FII sólo puede invertir en el sector inmobiliario de manera indirecta, esto debido a que la ley le impide realizar inversiones de manera directa, por tanto, no puede comprar, desarrollar o arrendar inmuebles, debiendo hacerlo mediante la participación del FII en empresas inmobiliarias de Chile o del extranjero, recibiendo así las rentas de manera pasiva.

Dentro del mercado de los fondos de inversión inmobiliarios se encuentran alternativas de inversión las cuales se realizan de manera indirecta, como las siguientes:

- a) Fondos de Renta, caracterizados por realizar inversiones en inmuebles para arrendarlos.
- b) Fondos de Desarrollo, cuando se invierten en proyectos para su desarrollo, construcción y posterior venta.
- c) Fondos de Plusvalía, cuando se invierte en bienes inmuebles con la finalidad de obtener a futuro una ganancia de capital, producto de la revalorización del inmueble.
- d) Fondos Mixtos, es la inversión conjunta de los fondos de renta, desarrollo y plusvalía. Por lo general es una mezcla de fondos de renta y de desarrollo.

La elección del tipo de fondo de inversión y el desarrollo del mismo esta detallada en las disposiciones del Reglamento Interno.

4.4.1 Objeto social

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios se dedican exclusivamente a ser inversionistas pasivos de inmuebles o propiedades comerciales y corporativas que se arrienden, para lo cual adquieren participaciones de empresas inmobiliarias que cuenten con proyectos estratégicos para que reciban sus rentas de manera indirecta. Pese a ello, se convirtió en uno de los mecanismos más eficientes para ingresar al negocio de la

inversión inmobiliaria indirecta o pasiva, promoviendo el desarrollo de grandes proyectos inmobiliarios como centros comerciales, viviendas, oficinas, entre otros.

4.4.2 Características

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios se caracterizan por lo siguiente:

- Acceso a las economías de escala.
- Bajo riesgo de inversión.
- Accesible para la inversión de pequeños inversionistas.
- La distribución de dividendos se realiza de manera anual.

Figura 16: Ventajas y Riesgos de la Renta Inmobiliaria

VENTAJAS Y RIESGOS DE LA RENTA INMOBILIARIA	
VENTAJAS	RIESGOS
Diversificación de las Inversiones	Posibles siniestros
Acceso al mercado inmobiliario con un capital menor	Exposición al ciclo económico
Generación estable de flujos provenientes de la renta	Liquidez de las inversiones
Potenciales retornos	
Gestión especializada debido a que se terceriza la administración	
Acceso a inversionistas pequeños o no especializados en el sector inmobiliario	

Elaboración: autores de esta tesis

4.4.3 Requisitos de Constitución

Los requisitos para constituir un Fondo de Inversión Inmobiliario serán como mínimo los siguientes:

- a) El 70% del total de los activos debe estar invertido en el objeto del fondo de inversión.
- b) Un máximo del 50% del activo total del fondo puede estar invertido en valores emitidos por un mismo emisor, grupo empresarial o sus vinculadas.
- c) Invertir en cuotas de un fondo de inversión privado hasta el monto que no le signifique controlar el emisor.
- d) Sólo puede endeudarse por un máximo del 50% del patrimonio del fondo.
- e) Debe contar con un mínimo de 50 aportantes.
- f) Sólo se distribuye el 30% de las utilidades netas obtenidas en el ejercicio anterior.

4.3.4 *Intervinientes*

- a) Sociedad Administradora de Fondo de Inversión⁸¹, es la sociedad anónima que es responsable por la administración de los recursos del fondo por cuenta y riesgo de los aportantes.
- b) Partícipe o aportante, es aquella persona natural o jurídica que mediante su aporte al fondo, mantienen inversiones en este. Entregándole un Certificado de Participación a cambio.
- c) Fondo, patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en bienes inmuebles o en valores

4.4.5 *Repartición de utilidades*

El fondo de Inversión Inmobiliario distribuye sus dividendos de manera anual. Se distribuye el 30% de los beneficios netos percibidos en el ejercicio y se deben pagar dentro de los 30 días siguientes de realizada la Junta Obligatoria Anual.

4.4.6 *Tributación especial*

Los fondos de inversión inmobiliaria no son considerados contribuyentes de impuesto. Los dividendos atribuidos a los partícipes se le aplican el impuesto global complementario con una tasa de 35%. La sociedad administradora de fondos de

81 Art. 1° de la Ley N° 20.712, Ley única de Fondos

Artículo 1°.- Definiciones. Para efectos de la presente ley, debe entenderse por:

- a) Administradora: sociedad anónima que, de conformidad a lo dispuesto por esta ley, es responsable por la administración de los recursos del fondo por cuenta y riesgo de los aportantes.
- b) Fondo: patrimonio de afectación integrado por aportes realizados por partícipes destinados exclusivamente para su inversión en los valores y bienes que esta ley permita, cuya administración es de responsabilidad de una administradora.
- c) Fondo no rescatable: aquel fondo que no permite a los aportantes el rescate total y permanente de sus cuotas, o que, permitiéndolo, paga a sus aportantes las cuotas rescatadas en un plazo igual o superior a 180 días.
- d) Integrantes de una misma familia: quienes mantengan entre sí una relación de parentesco hasta el tercer grado de consanguinidad o afinidad y las entidades controladas, directa o indirectamente, por cada una de esas personas.
- e) Inversionista Calificado: aquel a que se refiere la letra f) del artículo 4° bis de la ley N° 18.045.
- f) Inversionista Institucional: aquel a que se refiere la letra e) del artículo 4° bis de la ley N° 18.045.
- g) Normas de Carácter General: instrucciones de general aplicación dictadas por la Superintendencia para normar aquellas materias que esta ley dispone que queden contenidas en esos actos administrativos o que ésta determine como tales.
- h) Partícipe o aportante: personas y entidades que mediante sus aportes al fondo, mantienen inversiones en éste.
- i) Reglamento: el decreto supremo del Ministerio de Hacienda emitido para efectos de normar aquellas materias que esta ley dispone que queden contenidas en él.
- j) Reglamento interno del fondo: conjunto ordenado de reglas y normas que establece los derechos, obligaciones y políticas respecto de la administradora, el fondo y los partícipes del mismo.
- k) Superintendencia: Superintendencia de Valores y Seguros.
- l) Personas relacionadas: aquellas definidas en el artículo 100 de la ley N° 18.045.
- m) Acuerdo de actuación conjunta: aquel definido en el artículo 98 de la ley N° 18.045. subsidio, por las que establezcan sus respectivos reglamentos internos.

inversión será la encargada de retener el impuesto, así como para los demás tipos de renta que se realizará una retención de impuesto único del 10%.

Se encuentran exentos de pago de impuesto a la renta los dividendos percibidos por el fondo de otras sociedades y las rentas propias del fondo exentas por ganancia de capital bursátil, derivados, entre otros. No se encuentran exentas, las rentas del fondo obtenidas por la ganancia de capital de transacciones no bursátiles, intereses devengados, regalías y rentas externas.

CAPITULO V ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO

El mecanismo del FIRBI, tal y como lo conocemos actualmente, es considerado como un vehículo de inversión ventajoso, especialmente desde el punto de vista tributario, que fomentaría de liquidez al mercado de valores e incentiva la inversión en el rubro inmobiliario; toda vez que dicho sector, a partir del año 2013, mostró una desaceleración producto de la reducción de la inversión privada.

La insuficiencia de políticas de promoción y desarrollo del sector inmobiliario en el Perú motivaron, entre otros, la promulgación de un producto financiero como el leasing inmobiliario y estímulos tributarios para los inversionistas del FIRBI, cuyo objeto es dinamizar el sector construcción e inmobiliario.

Como consecuencia de lo antes expuesto, se fomentó el desarrollo del FIRBI a fin de que los inversionistas puedan invertir en un fondo, que les permita la constitución de un patrimonio autónomo con un propósito específico, como lo es el financiamiento para la construcción de inmuebles y/o adquisición de éstos, cuya rentabilidad sea el fruto de la obtención de flujos predecibles por efecto del arrendamiento e ingresos producto de la plusvalía por la posterior venta del inmueble.

Para tales efectos, en el presente capítulo se desarrollarán los principales aspectos del sector inmobiliario y construcción.

5.1 MERCADO INMOBILIARIO

5.2.1 Oferta

De acuerdo a la edición de Estudio N° 22 del Mercado de Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y el Callao elaborada por CAPECO, tal y como se puede

apreciar en la Tabla 15 del Anexo 15, la variación porcentual de la actividad edificadora se ha ido reduciendo entre el 2015 y 2017, arrojando el último año porcentajes negativos en oferta de edificaciones inmediatas, futuras y no comercializables. No obstante, el porcentaje correspondiente a edificaciones vendidas creció ligeramente de 3% del periodo 2015 – 2016, a 5% en el periodo 2016 – 2017.

A mayor abundamiento, CAPECO elabora una comparación sobre la distribución de la actividad edificadora de acuerdo al uso o destino del inmueble. En ese sentido, se puede apreciar de la Tabla 8, que las edificaciones destinadas a vivienda representan el mayor número de demanda en Lima y Callao, seguido por oficinas y luego locales comerciales, lo cual se traduce en los porcentajes siguientes:

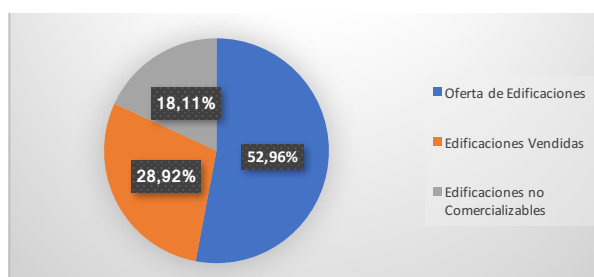
Tabla 8: Distribución de la Actividad Edificadora por Destino

Destino	2015 a 2017					
	2015		2016		2017	
	m2	%	m2	%	m2	%
Vivienda	3 777 154,00	62,58	3 474 791,00	65,01	3 394 055,00	69,22
Locales Comerciales	114 104,00	1,89	143 728,00	2,69	97 584,00	1,99
Oficinas	899 161,00	14,90	499 502,00	9,34	430 822,00	8,79
Otros destinos	1 245 365,00	20,63	1 226 973,00	22,96	980 977,00	20,00
Total	6 035 784,00	100,00	5 344 994,00	100,00	4 903 438,00	100,00

Fuente: CAPECO

Asimismo, CAPECO identifica que la actividad edificadora corresponde al 81,88% para bienes comercializables mientras que el 18,11% se encuentra destinado a bienes no comercializables.

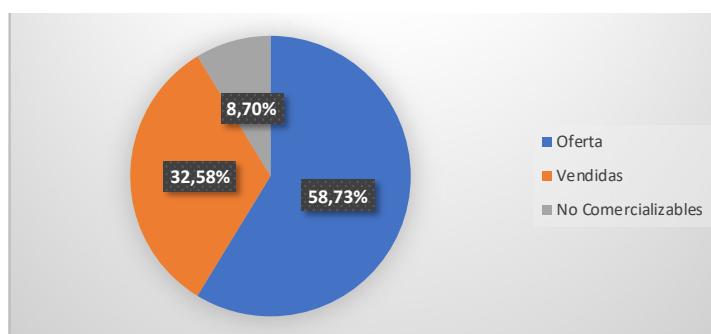
Figura 17: Actividad Edificadora según disponibilidad m2



Fuente: CAPECO

Desde el punto de vista del destino del inmueble, podemos apreciar de la Figura 18 que existe una oferta de 59% de viviendas que no han sido vendidas, así como un 9% de viviendas que no tienen como fin último ser comercializadas.

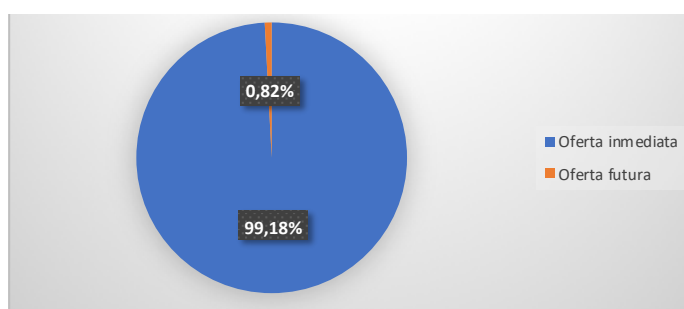
Figura 18: Actividad Edificadora en Vivienda (m2)



Fuente: CAPECO

En consecuencia, para CAPECO la oferta total de vivienda inmediata sobrepasa exponencialmente la oferta futura de vivienda.

Figura 19: Oferta Total de Vivienda según disponibilidad en el mercado (m2)



Fuente: CAPECO

Por otro lado, en lo que corresponde a locales comerciales para CAPECO, la oferta inmediata del mercado es de 94% y que en el futuro se prevé un desarrollo del 6%, según se muestra en la Tabla 16 del Anexo 15.

En lo correspondiente a los precios de venta de los locales comerciales, CAPECO estima que estos fluctúan entre S/ 120,000,00 (Ciento Veinte Mil con 00/100 Soles) y más de S/ 1'200,000.00 (Un Millón Doscientos Mil con 00/100 soles), teniendo una mayor concentración de oferta los locales comerciales ubicados en Lima Centro, tal como se muestran en las Figuras 37 y 38 del Anexo 15.

Adicionalmente, CAPECO señala que la oferta de oficinas inmediatas se encuentra en un rango porcentual de 97.70% mientras que la oferta futura es será de 2.30%, de acuerdo a la Tabla 17 del Anexo 15.

En lo que respecta a las oficinas, de acuerdo a Cushman & Wakefield, la evolución de la oferta de oficinas de clase A y B se proyecta para el 2018 en 1594 y 711, respectivamente, conforme se aprecia en la Figura 41 del Anexo 15.

5.2.2 *Demanda*

A efectos de conocer la demanda del sector inmobiliario, es pertinente, en primer lugar identificar la distribución porcentual por estrato económico en Lima Metropolitana. En ese sentido, CAPECO ha identificado que la distribución porcentual por estrato socioeconómico presenta el porcentaje que se muestra en la Figura 42 del Anexo 15.

CAPECO, como se aprecia en la Figura 43 del Anexo 15, estimó los ingresos promedios mensuales de los hogares en Lima Metropolitana y Callao, a fin de identificar su capacidad adquisitiva.

De la misma manera, CAPECO estimó el interés de los referidos hogares en adquirir inmuebles cuyo fin sea el de vivienda, en la Figura 44 del Anexo 15, podrá apreciarse que solo el 14.59% está interesado en comprar viviendas y que el 63.13% no refiere interés en estas.

Los principales motivos de compra de vivienda que manejan los hogares, explica CAPECO “son “en primer lugar la opción “para vivir” con 90.26% seguida de la razón “para invertir” con 3.84% La tercera razón “para alquilar” asciende a 2,34%”. CAPECO (2017)

En cuanto a la demanda efectiva de vivienda, CAPECO estimó que la demanda efectiva de viviendas arrendadas representa, al 2017, el 31.19%, según se muestra en la Figura 35 del Anexo 15. Caso contrario, CAPECO estimó que la demanda insatisfecha de viviendas arrendadas es mayor en bienes de precios bajos y menor en viviendas de lujo cuyo precio resulta superior, conforme se muestra en la Figura 36 del Anexo 15.

5.2.3 *Precios por metros cuadrados*

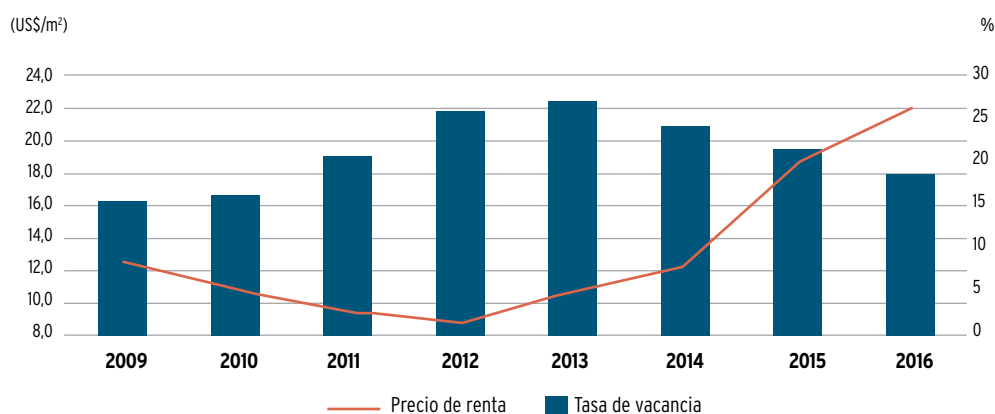
De acuerdo al BCRP, la distribución de precios por metro cuadrado ha evolucionado desde el 2010. Para tales efectos, según se aprecia en la Tabla 18 del Anexo 15, el precio de venta de inmuebles se ha incrementado en 95%.

5.2.4 Precios de alquileres

En cuanto a los alquileres, el BCRP estima, de acuerdo a la Tabla 19 del Anexo 15, que estos anualmente rinden 97,7 en promedio, respecto de los precios de venta.

En lo que corresponde a los precios de alquiler de oficinas y tasas de vacancia, la evolución, según ESPEJO, N., se muestra en la Figura 20:

Figura 20: Oficinas Prime en Lima: precio de alquiler y tasa de vacancia



Fuente: Colliers Internacional del Perú/BCRP

De ello se puede advertir que, la tasa de vacancia ha evolucionado negativamente desde el punto de vista del propietario, lo cual denota la existencia de una sobreoferta de oficinas entre el 2012 y 2014, lo que conllevó a que el precio de arrendamiento disminuya a US\$ 9.00/m². Sin embargo, considerando que en el 2015 y 2016 la oferta de oficinas se ha reducido, el precio de arrendamiento ha crecido en forma notable, pasando a estar en US\$ 25.00/m², aproximadamente.

Al respecto, Cushman & Wakefield indican que: “en el último trimestre de 2017, la tasa de vacancia de oficinas de Clase A fue de 21.7% y a finales de 2018 podría estar por debajo del 20%. En consecuencia, el precio promedio (US\$ 16.6 por m² en oficinas de clase A) empezaría a recuperarse). De la misma forma, mencionan que “El poder de negociación se encuentra actualmente en el inquilino.” CUSHMAN & WAKEFIELD (2018)

5.2.5 Ratio de Recuperación de Capital

Al adquirir una propiedad con el propósito de arrendarla para generar ganancia de capital puede resultar una estrategia exitosa y para ello es necesario, en primer lugar, analizar el plazo de recuperación de la inversión, los flujos de pago, los riesgos que implica la administración de un inmueble puesto en alquiler, entre otros.

Al respecto, de acuerdo al artículo elaborado por ARENALES:

“(…) mientras algunos expertos y nuevos multipropietarios aseguran que no hace falta ser millonario para ir subiendo escalones hacia el bienestar económico a través de las inversiones en bienes raíces, otros recomiendan cautela y analizar a fondo la actual situación de este mercado.

(…) es "otro" (el inquilino) el que paga la hipoteca, mientras que el propietario a menudo se beneficia de la apreciación y de ventajas impositivas. Sin embargo, el experto indica que esto no sucede simplemente comprando cualquier inmueble. (…)" ARENALES, Y. (2005)

Según indica RAMÍREZ, en México:

“Para algunos, no hay inversión más segura y cómoda que un bien inmueble y, en el Distrito Federal, 85 mil 212 contribuyentes "viven" de sus rentas, según datos de la Secretaría de Finanzas del DF.

(…) "Según los inmobiliarios, la propiedad debe rentarse en el 1 por ciento del valor total del inmueble, pero ahora hay mucha competencia, entonces la gente está bajando sus tarifas, por eso se recibe entre el 9 o 9.5 por ciento", explicó Alfredo Márquez. (…)" RAMÍREZ, K. (2005)

De acuerdo a la información del BCRP, para conocer el:

“ratio precio de venta respecto al ingreso por alquiler anual (PER⁸² por sus siglas en inglés) muestra el número de años que se tendría que alquilar un inmueble para recuperar el valor de compra.

Es importante destacar que para construir los ratios precio / alquiler por distrito se constata que los inmuebles considerados en el cálculo sean comparables en términos de su ubicación y extensión. El ratio agregado para Lima Metropolitana se estima tomando el promedio simple de los ratios de cada distrito.

Al cuarto trimestre de 2017, el precio de adquisición de un departamento equivale en promedio al ingreso proveniente de 17,1 años de alquiler.” BCRP (2018)

En ese sentido, en la Tabla 9, el BCRP proyecta que las ratios aplicables en 10 distritos de Lima son:

82 Price to Earnings Ratio (PER)

Tabla 9: Ratio de Recuperación de Capital por distrito

PER: PRECIO DE VENTA/ ALQUILER ANUAL EN US\$ por m ² ^{1/}												
	2010 - IVT	2011 - IVT	2012 - IVT	2013 - IVT	2014 - IVT	2015 - IVT	2016 - IVT	2017 - IT	2017 - IIT	2017 - IIIT	2017 - IVT	
Jesús María	11,9	13,0	14,9	16,2	15,0	15,4	14,4	16,0	15,5	15,9	15,4	
La Molina	16,1	15,8	11,6	16,4	16,4	18,5	21,6	18,9	20,8	18,9	19,0	
Lince	14,8	14,1	16,4	15,5	14,9	14,4	13,4	14,0	15,2	15,9	13,6	
Magdalena	10,9	12,5	16,0	15,0	15,1	15,2	17,3	15,1	15,8	16,0	16,2	
Miraflores	13,3	15,7	15,0	15,9	15,5	17,0	18,8	17,3	17,1	18,9	17,5	
Pueblo Libre	14,1	15,3	16,0	16,1	16,3	17,0	16,2	16,7	17,2	17,7	15,8	
San Borja	14,7	17,2	18,2	16,7	19,1	19,8	20,7	20,0	20,4	20,1	19,0	
San Isidro	13,8	16,7	18,4	17,7	17,8	18,5	19,0	19,7	19,1	20,0	20,4	
San Miguel	14,8	12,8	15,6	15,0	15,4	15,8	16,6	14,8	14,4	17,0	15,6	
Surco	14,7	16,3	15,0	16,6	17,1	18,7	19,0	19,5	20,9	20,4	18,4	
Agregado												
Promedio ^{2/}	13,9	14,9	15,7	16,1	16,2	17,0	17,7	17,2	17,6	18,1	17,1	

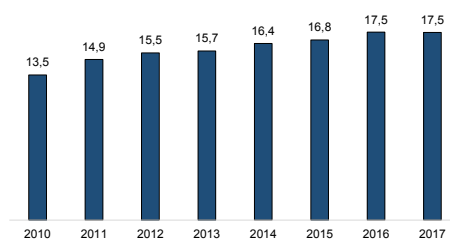
^{1/} Los ratios han sido calculados en base a las medianas de los precios de venta de cada distrito y los alquileres de las zonas cercanas.

^{2/} Promedio simple de los 10 distritos.

Fuente: BCRP

Del análisis del BCRP, conforme se muestra en la Figura 21, el promedio anual del PER entre el 2016 y 2017 se ha mantenido inalterable. Sin embargo, es de apreciar en dicha Figura que en el 2010 el plazo de recuperación era de 13 años y medio mientras que en el 2017 el plazo es de 17 años y medio.

Figura 21: PER - Price to Earnings Ratio



Fuente: BCRP

5.2 Burbuja Inmobiliaria

En esta parte se definirá el concepto de “Burbuja Inmobiliaria” y analizaremos si es que existe en la actualidad una burbuja inmobiliaria en nuestro país.

Se define como burbuja inmobiliaria al incremento de precios de los inmuebles, los cuales se dan sin una justificación lógica o sustentada en una necesidad real del sector. Este incremento injustificado se da por la especulación ocasionada en el mercado, debido a que la gente desea comprar inmuebles esperando obtener un mejor precio en la reventa, beneficiándose de esta manera con el incremento. De esta manera aumenta la demanda y al querer satisfacer el mercado, se incrementa la oferta de manera

desmedida, siendo la oferta más grande que la demanda ocasionando que el mercado se desplome.

Se considera que la burbuja inmobiliaria se da por la “teoría del tonto mayor” e indica que “Cualquier tonto puede comprar cualquier activo a cualquier precio, con tal de que exista un tonto mayor capaz de pagar un precio aún más alto que el pagado por el primero.” (CABRERA, 2018).

Las burbujas inmobiliarias pueden darse en cualquier país, sin importar el desarrollo de cada uno, es así que a modo de ejemplo podemos mencionar a Estados Unidos y a España. Ambos países han tenido burbuja inmobiliario y han sentido los efectos de la misma cuando ésta reventó, provocando desempleo y un golpe duro en la economía de dichos países. Sin embargo, los REITs y SOCIMI siguen resultando atractivos para los inversionistas, debido a que se otorgaron beneficios tributarios y regulatorios que impulsaron su mayor desarrollo.

Para poder analizar si es que existe una burbuja inmobiliaria en el Perú debemos tener en cuenta los siguientes factores:

1. Créditos con tasas de interés muy bajas, lo cual permite el fácil acceso.
2. Las inmobiliarias construyen varios proyectos en simultáneo debido a que el financiamiento se obtiene a una tasa muy baja.
3. Obtención rápida y fácil de licencias de construcción a un bajo costo.
4. Entidades bancarias o financieras dispuestas a financiar proyectos inmobiliarios.
5. Alta demanda y poca oferta en el mercado.
6. Subida injustificada de los precios por m².
7. Los propietarios demoran en vender sus inmuebles.

En el Perú, si bien los precios por m² del suelo ha ido incrementándose de manera considerable en los últimos 5 años, los demás supuestos no se han dado, lo cual indica que el incremento por m² se ha debido al encarecimiento de los créditos, debido a que hay al menos espacio disponible para construir y lo engorroso que se ha convertido conseguir la licencia de construcción.

5.3 Ventajas de Inversión en Activos Inmobiliarios

Invertir en el sector inmobiliario resulta muy atractivo para cualquier inversionistas e incluso para aquellas personas que desean ahorrar de manera diferente, ya que es una inversión más segura y de un riesgo más bajo a diferencia de cualquier otra inversión.

Las ventajas que encontramos en este tipo de vehículos de inversión son las siguientes:

- Es una inversión sencilla, ya que en realidad lo único que hay que evaluar, dependiendo del propósito, es la ubicación del inmueble. Dependiendo de ello podrá tenerse una inversión exitosa con alta rentabilidad.
- Es una inversión segura, ya que la depreciación es lenta y se rentabilizan con el tiempo por la revalorización de los inmuebles.
- Es una buena opción para ahorrar, es más atractivo contar con una renta por arrendamiento que las tasas de interés que te ofrecen los bancos, las cuales a veces no superan ni el 3% anual.
- Es más seguro que invertir en el Mercado de Valores donde los precios fluctúan día a día en función de la estabilidad del mercado y otros factores coyunturales.
- Es una inversión de alta rentabilidad, ya que se obtiene un ingreso más por la renta que se recibirá por arrendamiento y en caso se venda se ganará por la revalorización del inmueble o por venderlo a un precio mayor que al que se compró.
- Tiene la depreciación como ventaja tributaria, la cual puede deducirse a efectos de reducir nuestro impuesto a la renta si se trata de persona jurídica.
- Puede servir como garantía para obtener financiamiento en el banco a una menor tasa por ser un crédito con garantía.

5.4 Riesgos de Inversión en Activos Inmobiliarios

Si bien existen ventajas en invertir en activos inmobiliarios, también deberá reconocerse que existen riesgos en el mismo, los cuales serán detallados:

1. Coyuntura política o Riesgo Político:

El riesgo político se debe principalmente a la coyuntura que atraviese el país en determinado momento, que impida, restrinja o permita el normal desarrollo del sector inmobiliario.

Si la situación política en nuestro país es incierta, la desinversión hace su aparición en el plano inmobiliario, como posiblemente ocurra en otros sectores, en la cual las inmobiliarias, constructoras e incluso inversionistas tomarán precauciones respecto al proyecto en que se ven inmersos o proyectos a futuros a los que apostarían para desarrollar un proyecto inmobiliario.

2. Alta sensibilidad del sector a las fluctuaciones económicas:

El BBVA opina respecto a los riesgos que aprecia en el sector inmobiliario, siendo uno de los más importantes el siguiente:

La actividad inmobiliaria es altamente sensible a la evolución del resto de la economía, y registra una mayor volatilidad que el PBI (tanto al alza como a la baja). Por ello, un entorno internacional menos favorable que impacte negativamente sobre la economía local induciría un deterioro aún más pronunciado de la actividad inmobiliaria. (BBVA, 2008)

3. La aparición de burbujas inmobiliarias:

En el Diario Gestión, de fecha 21 de noviembre del 2012, el economista japonés, Richard C. Koo advierte lo siguiente:

El aumento de los créditos bancarios y de los precios de viviendas podría provocar una burbuja si no se toman medidas. (...) Ante el aumento de los créditos bancarios y los mayores precios de los inmuebles en el país, “quisiera alertar a los banqueros y al sector inmobiliario, que tengan mucho cuidado para que los primeros no asuman demasiada exposición. (C. KOO, 2012)

En ese sentido, el sector inmobiliario está predispuesto a la coyuntura financiera, bancaria e incluso política, situaciones que pueden generar su despegue o estancamiento, así como la aparición de burbujas inmobiliarias, lo que en la actualidad no sucede en nuestro país.

4. Riesgo de ser susceptible al lavado de activos:

En el año 2014, Rosario Calderón V., socia de Advisory de KPMG en Perú sostiene que el lavado de activos se tornó muy cercano al sector inmobiliario, indicando lo siguiente:

El crecimiento sostenido que ha tenido la actividad del sector construcción e inmobiliario en los últimos años ha conllevado un riesgo de ser susceptible al lavado de activos, por lo que se ha puesto en la mira y ha captado la atención de la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú (UIF). (CALDERÓN, 2014)

Asimismo, señala lo siguiente:

El sector construcción e inmobiliario es uno de los sectores vulnerables al lavado de activos. Aspectos como el valor de los materiales de construcción, el valor del inmueble construido, la fuente de financiamiento de la construcción, la fuente de financiamiento de la compra, el vendedor y el comprador del inmueble, etc., hacen que este sector sea de particular interés para las organizaciones criminales dedicadas al lavado de activos. (CALDERÓN, 2014)

Lo indicado por la experta en gestión de riesgos nos conduce a identificar un riesgo importante en el sector inmobiliario, porque si bien éste ha resurgido en el mercado, será susceptible de atraer conductas ilícitas en la cual podrían esconder dinero ilícito bajo una figura lícita.

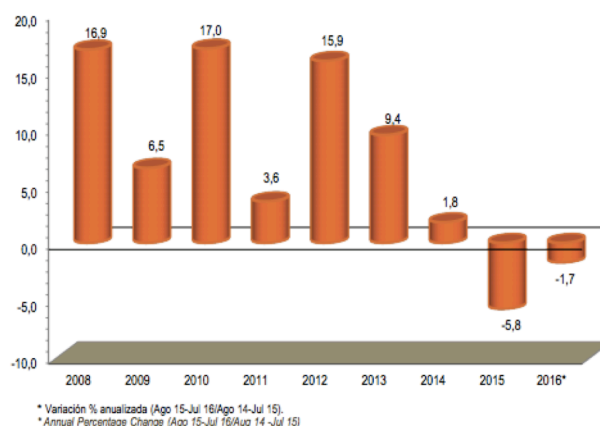
En adición a ello, Martín Zecenarro, Gerente Senior de Tax & Legal de KPMG en Perú, comenta lo siguiente:

Las empresas del sector construcción e inmobiliario, al igual que los otros sujetos obligados, que no cumplan con las obligaciones dispuestas como llevar un registro de operaciones, contar con un Manual de Prevención y Código de Conducta, enviar informe anual a la UIF, podrían ser sancionadas según el tipo de infracción que cometan, la cual puede ser considerada o calificada como leve, grave o muy grave. (ZECENARRO, 2014)

5.5 Aspectos relevantes del Sector Construcción

En la Figura 22, se muestra el análisis de la evolución del sector construcción y de la caída presentada en el año 2014, de acuerdo al INEI.

Figura 22: Evolución del Sector Construcción



Fuente: INEI

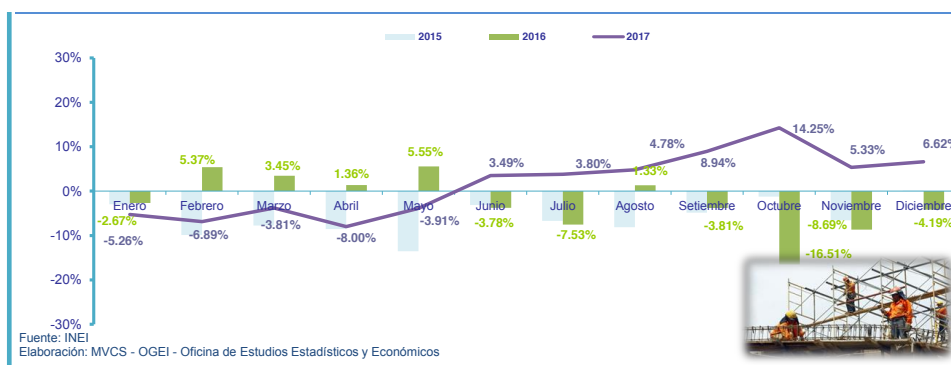
Explica, SCOTIABANK que:

El sector inmobiliario atravesó por una etapa de desaceleración durante el 2014, luego de cuatro años en que el crédito hipotecario creció a tasas por encima del 20%. Este comportamiento estuvo explicado por el menor ritmo de expansión de la economía, por mayores restricciones para acceder al financiamiento hipotecario y por la tendencia ascendente en la cotización del dólar, lo que encareció los precios en términos de soles. (SCOTIABANK, 2015)

En ese contexto, con el desplome de la tasa de crecimiento del sector de construcción, irremediamente se presentó un descenso en la oferta de proyectos, trayendo como consecuencia la desaceleración de la inversión en el negocio de la construcción.

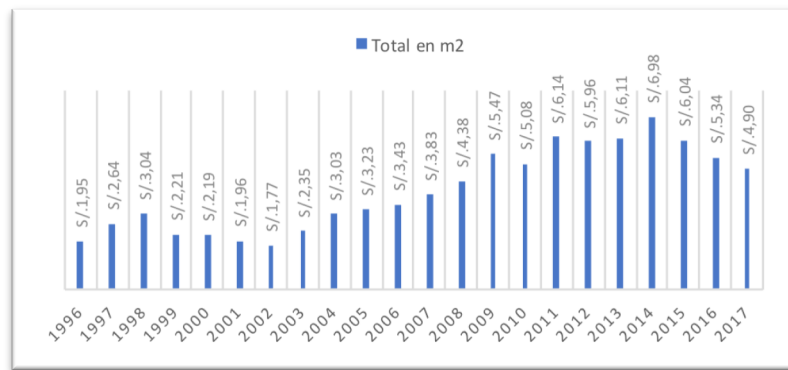
No obstante, a partir de junio de 2017, el sector construcción ha evolucionado positivamente, según se muestra en la Figura 23.

Figura 23: Evolución mensual del Sector Construcción 2015-2017



Por su parte, la evolución de la actividad edificadora en Lima Metropolitana y Callao por metro cuadrado, según CAPECO, presenta el siguiente comportamiento:

Figura 24: Actividad Edificadora Total por m²



Fuente: CAPECO

5.6 Limitaciones del Sector Inmobiliario en el Perú

A continuación, se expondrán las limitaciones que se presentan en el sector inmobiliario en nuestro país:

1. Escasa cultura de endeudamiento:

Se considera una limitación al sector inmobiliario en nuestro país que, no existe una cultura de endeudamiento, sobre todo de largo plazo, se prefiere endeudamiento a corto plazo, debido a que la población considera que es mejor mantener su economía fuera de los financiamientos y evita largos periodos de deuda.

Dicho ello, se aprecia en los análisis del sector que:

Ello implica que i) los potenciales clientes no pueden acceder a vivienda, pues a plazos cortos las cuotas de pago mensuales son muy altas para sus niveles de ingreso; ii) el cliente requiere de muchos meses para juntar el dinero requerido para el pago de una cuota inicial lo suficientemente grande como para reducir las cuotas de pago mensuales. Toda esta dinámica impide un desarrollo más rápido de las colocaciones hipotecarias, pues existiría un rezago entre el inicio de una fase expansiva de la actividad económica y el despunte de este tipo de créditos. (BBVA, 2008)

Siguiendo dicha premisa, la Gerente General de Valora, Empresa Inmobiliaria del Grupo ICCGSA, indica que existen *Factores que contrajeron la demanda: menor acceso al crédito hipotecario:*

Por políticas crediticias más conservadoras para independientes y factores como la [desaceleración económica](#), la devaluación del sol, la posibilidad de un [fenómeno El Niño](#) extraordinario y la incertidumbre propia de un [contexto preelectoral](#). Todos estos elementos resultan más que suficientes para desalentar el ánimo de las familias de tomar una deuda de más de 20 años o a un inversionista para estimar la tasa de retorno de su inversión. (ARNAIZ, 2016)

2. Ausencia de títulos de propiedad:

Otro de los obstáculos o limitaciones que se presenta en el sector inmobiliario es la ausencia de títulos de propiedad de los inmuebles y lo señala el BBVA en un informe realizado de la Situación inmobiliaria en nuestro país, puntualizando que, “este problema es particularmente importante para la construcción de viviendas en zonas con poblaciones de menor capacidad adquisitiva.” (BBVA, 2008)

Sumado a ello, en nuestro país no hay un buen sistema de catastros, existiendo la posibilidad de que sólo dos distritos cuenten casi en su totalidad con su distrito catastrado.

En ese sentido, Yuri Vega Mere, socio senior, con especialización en Derecho Inmobiliario del Estudio Muñiz, señala que “hay muchas entidades que levantan **catastro** sin que haya una conversación entre las distintas fuentes o bases de datos; y eso hace que no exista unificación de un sistema nacional de catastro, no hay una entidad que estandarice la forma como se hacen los catastros. Hoy será el Instituto Geográfico Nacional.” (VEGA, 2016)

A su vez, el experto añade que en nuestro país existe un sistema integrado de catastro, tanto así que Registros Públicos, Instituto Geográfico Nacional, Ministerio de Energía y minas, Municipalidad y Gobiernos Regionales, entre otras entidades, tienen catastros; puntualizando que “al darle esta responsabilidad [de generar información catastral] a distintas entidades y al final, no tenemos un criterio único ni tenemos un sistema al día de hoy integrado. Esto hace que no exista la seguridad que se necesita cuando se adquiere un predio.” (VEGA, 2016)

3. Diversidad de procedimientos a nivel municipal:

En la entrevista realizada a un experto en el sector inmobiliario, como se aprecia en los anexos, comenta que realizar trámites municipales referentes a inmuebles resultan muy engorroso dependiendo del distrito al que se acuda.

El experto considera que es una barrera para el sector inmobiliario, debido a que cada distrito crea sus propios procedimientos, sus propios TUPAs, propias tasas, e incluso estipulan propios tipos de zonas (comercial, residencial, etc.)⁸³, produciendo un problema en las tramitaciones para las inmobiliarias y constructoras, obstruyendo sus labores, retrasando sus proyectos e incluso la entrega de los certificados de conformidad de obra.

Lo recomendable sería que se legisle a todos los municipios bajo un mismo sistema de procedimientos municipales, en los cuales no exista mucha diversidad en cuanto a la tramitación y sea de mayor agilidad, y eficiencia para los interesados.

4. Insuficiencia en la oferta inmobiliaria;

CAPECO, en el año 2015, a través de Guido Valdivia, Director Ejecutivo de dicha entidad, consideraba que se debía construir cinco veces la cantidad de viviendas que se construye en ese entonces para que funcione el mercado inmobiliario. Es así que, ha señalado que existen cinco factores que afectan el desarrollo inmobiliario en el país “Los cinco factores que originan esa insuficiencia son: la falta de suelo, los servicios públicos, los subsidios y créditos para vivienda social, la seguridad y la simplificación administrativa o “permisología”. (VALDIVIA. 2015)

En el año 2016 el crecimiento en la oferta de viviendas fue del 3%, debido a un mayor interés en adquirir viviendas; sin embargo la venta disminuyó al grado similar del año 2014, como se aprecia en lo indicado por el BBVA:

83 Para un mejor entendimiento, en una misma avenida se pueden aplicar criterios diferentes, un lado de la avenida puede tener edificios de cuatro pisos, y para el otro lado de la avenida si es permitido construir edificaciones de más de cuatro pisos. Cabe resaltar que esto sucede cuando los lados de la avenida pertenecen a distintos distritos.

Figura 25: Evolución del mercado inmobiliario al 2016



Fuente: BBVA

Con referencia al año 2017, la Asociación de Empresas Inmobiliarias de Perú – ASEI se pronuncia al respecto indicando que “durante el 2017, la evolución de la oferta inmobiliaria se mantuvo constante, cerrando el año con 17.556 departamentos nuevos disponibles, los cuáles fueron concentrados principalmente en Lima Moderna con el 44% y destacando Jesús María con el 32% del total del sector.” (ASEI. 2018)

Del análisis realizado al sector, incluyendo las entrevistas realizadas a los expertos, se aprecia que un proyecto inmobiliario tiene un periodo de recupero superior a la vigencia de los incentivos tributarios otorgados para el FIRBI, por lo cual sería recomendable prorrogar estos incentivos a un periodo promedio para la recuperación del proyecto.

En orden a lo antes mencionado, se aprecia que el sector inmobiliario viene presentando situaciones de bajo crecimiento, sobretodo en la colocación de los inmuebles. Particularmente, según se ha mencionado en las entrevistas efectuadas a los expertos, en el caso de la colocación en arrendamiento de Oficinas, A y B, la tasa de vacancia se ha incrementado respecto de años anteriores. En ese sentido, ello puede ser un desincentivo para que un FIRBI apueste por el desarrollo y/o adquisición de este tipo de inmuebles.

No obstante, de acuerdo a la información de CAPECO, se pueden constituir FIRBIs para el desarrollo de proyectos destinados al arrendamiento de almacenes, locales comerciales, viviendas para familias jóvenes que buscan ahorrar para adquirir

posteriormente una vivienda, viviendas estudiantiles, hoteles especializados y locales industriales, los cuales pueden constituir un nicho de mercado para este tipo de vehículos de inversión.

CAPITULO VI ANALISIS DEL FIRBI

6.1 Aspectos Positivos del FIRBI

En el marco del FIRBI, el inversionista se encuentra protegido con el respaldo de los activos intangibles sobre los cuales se producen los flujos materia de arrendamiento, debido a que dichos activos representan el core business del negocio a cargo del vehículo de inversión.

En las estructuras de inversión en fondos diferentes al FIRBI, en donde, si bien hay riesgo compartido por los partícipes del fondo, los valores mobiliarios que gozan de cierto nivel de liquidez y se respaldan con la totalidad de activos del fondo, pueden constituir activos tangibles e intangibles.

Sin embargo, en el caso del FIRBI, por sus propias características de constitución resulta obligatorio que el 70% del patrimonio sea invertido en activos inmobiliarios que les permitan generar rentas a sus inversionistas.

La estructura del FIRBI como vehículo de inversión permite a los inversionistas, institucionales y no institucionales, acceder a la adquisición y construcción de bienes inmuebles destinados, entre otros, a producir flujos económicos que le permitan obtener rentabilidades determinadas.

La inversión efectuada por el partícipe se representa a través de los certificados de participación que resultan ser las cuotas de propiedad de un activo tangible, como lo constituye un bien inmueble, que respalde tangiblemente su inversión.

Por ende, tomando en consideración que en las entrevistas realizadas a los expertos del sector, se ha podido identificar que hay unanimidad respecto a la opinión que en el Perú hay carencia de cultura bursátil en cuanto a los inversionistas no institucionales, y falta de confianza en los activos que se negocian; como consecuencia de ello, el FIRBI constituye un mecanismo apropiado para la captación de los excesos de liquidez de

parte de dichos inversionistas quienes pueden verificar, inclusive, que el inmueble adquirido por el portafolio del fondo ha sido obtenido con parte de sus recursos.

Como consecuencia de lo antes mencionado, el FIRBI permite que las personas naturales accedan a invertir en el sector inmobiliario sin comprar la totalidad de un activo, puesto que como titulares de los certificados de participación comparten proporcionalmente la propiedad de toda la cartera de inmuebles que maneja el FIRBI.

De conformidad con la información revisada para el desarrollo de esta tesis, las personas naturales que cuentan con exceso de liquidez ven como una oportunidad, que les pueda generar rendimientos razonables, que no representen mayores riesgos y que les brinden alguna seguridad, la inversión en bienes inmuebles que les generen flujos económicos producto del arrendamiento. Dichas personas, inclusive, en algunos casos, tienden a apalancarse con el exceso del monto del valor de un bien inmueble que no pueden pagar, con la idea de que el mismo inmueble producirá la rentabilidad necesaria para cubrir el pago de la hipoteca a la cual accedieron como medio de financiamiento para obtener una “herramienta de inversión”. Adicionalmente, la plusvalía del inmueble incentiva a las personas naturales con cierto exceso de liquidez a adquirir inmuebles que con el tiempo se revalorizarán.

Si bien lo antes mencionado es un escenario optimista, existen riesgos endógenos a la propia inversión que pueden o no ser evaluados o considerados por dichas personas antes de la adquisición de un inmueble, tales como el riesgo de vacancia, fenómenos naturales, ocupación precaria, costos de reparación y mantenimiento, entre otros, que afecten la producción de rentabilidad del inmueble adquirido, lo cual conlleva a que la inversión efectuada no cumpla con el objetivo.

En ese sentido, el FIRBI resulta una herramienta de inversión atractiva por cuanto le permite al inversionista no institucional, cumplir parte de sus expectativas, las cuales son: (i) la colocación de sus excesos de liquidez en un activo tangible, como lo constituyen los inmuebles, que les genere rendimientos; y, (ii) las de ser titulares de los certificados de participación que representan la propiedad del inmueble.

Ahora bien, la titularidad de los certificados de participación que representan cuotas de propiedad de la cartera de inmuebles del FIRBI, permite que los partícipes asuman

de manera simultánea y proporcional⁸⁴ beneficios y riesgos compartidos ante la pérdida de rentabilidad, administración y mantenimiento del inmueble, generación de flujos por efecto de arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, vacancia de los mismos, pérdidas de los inmuebles, entre otros. En efecto, otro de los aspectos que resultan positivos para los inversionistas es minimizar riesgos de inversión en este tipo de activos.

Si una persona con exceso de liquidez invirtiese en un bien inmueble que, por razones del mercado u otros problemas relacionados al activo, no pueda colocarlo en arrendamiento, verá que su inversión no produce los rendimientos esperados y que ha asumido en forma integral los riesgos ligados a la figura del arrendamiento como la tasa de vacancia y del bien inmueble por efecto de los gastos de mantenimiento que debe coberturar.

En el caso del FIRBI, estos tipos de situaciones de riesgo son repartidas entre todos los titulares de los certificados de participación, considerando que todos tienen respaldada su inversión en dichos activos. En el supuesto anterior, si uno de los inmuebles del FIRBI deja de producir ingresos por objeto del arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, los demás inmuebles de la cartera que produzcan rentas generarán que los inversionistas reciban ingresos por efecto del rendimiento de su participación en el FIRBI.

En ese contexto, la figura del FIRBI está orientada a generar utilidades constantes y, aunque se trate de inversiones en renta variable, los flujos que se obtengan de los inmuebles e instrumentos en los que invierta el FIRBI producirán liquidez prorrateada entre los inversionistas, o por el contrario pérdidas compartidas.

Como se ha mencionado anteriormente, el FIRBI al ser un vehículo de inversión para la adquisición, construcción y posterior arrendamiento de bienes inmuebles, debiendo invertir el 70% de su patrimonio en bienes inmuebles para su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, resulta siendo un fondo de inversión de negocio inmobiliario que ofrece a sus inversionistas rentas regulares y la apreciación potencial de su capital, puesto que los inmuebles tienden a obtener plusvalía.

⁸⁴ A no ser que se trate de certificados de participación de distintas clases que representen derechos y obligaciones disímiles respecto de sus titulares.

Si bien es cierto son considerados como instrumentos financieros de renta variable, al estar compuesta la mayoría de su utilidad por el flujo de rentas de los arrendamientos, gran parte de ello termina teniendo un ingreso, puesto que los arrendamientos se pagan de manera mensual y los contratos que se firman son en su mayoría a largo plazo, dando un flujo de caja seguro al FIRBI.

Asimismo, al ser administrado el FIRBI por expertos en el rubro inmobiliario manejan un know how valioso que reduce el riesgo de las inversiones que realiza el fondo, siendo fundamental la elección de los inmuebles estratégicos para el rubro en que se vaya a orientar (oficinas, vivienda, centros comerciales, etc.), constituyendo este el principal motivo por el cual la vacancia de los inmuebles a arrendar es mucho menor al que podría encontrarse en el mercado si es que la inversión y gestión la llevará el mismo inversionista.

Siguiendo la premisa de inversión en la elección de inmuebles, el FIRBI permite realizar inversiones en arrendamientos, incluyendo el desarrollo de proyectos, es decir que no sólo podrá arrendar oficinas, que además actualmente resulta tener un alto porcentaje con mucha vacancia debido al estancamiento de la economía, incluyendo el sector inmobiliario y construcción. Es así que, se convierte en una buena interesante el apostar por la construcción y posterior arrendamiento de Almacenes, Plantas de Producción y Centros Comerciales.

En otros países como Chile y México se ha apostado con mucho éxito por la inversión en grandes proyectos hoteleros y centros comerciales. En ese sentido, en Perú con la legislación actual, se tiene la opción de invertir el patrimonio del fondo en la construcción de centros comerciales para el posterior arrendamiento de las tiendas, lo cual da la opción de cobrar un mayor precio de alquiler, ya que se tratan de tiendas comerciales que pueden ser atractivas para muchas marcas en el país, teniendo en cuenta que el sector retail es un mercado que está en pleno auge. En el caso de los hoteles sería muy buena apuesta ya que hay déficit de hoteles en el Perú, con una vacancia muy baja, toda vez que en nuestro país no contamos con suficientes hoteles para cubrir la demanda externa (turismo).

Tratándose de plantas industriales y almacenes, estos también tendrían una alta demanda, ya que hoy en día las industrias buscan arrendar antes que adquirir, puesto

que resulta mucho más oneroso y el arrendamiento pueden deducirlo como gasto, teniendo este beneficio tributario.

En cuanto a la distribución de utilidades del FIRBI, la norma establece que uno de los principales beneficios de este vehículo de inversión es la distribución de dividendos, ya que se deberá repartir a sus partícipes el 95% de las utilidades netas distribuibles, las cuales se realizarán como mínimo de manera anual, siendo esta una condición necesaria para que el FIRBI siga manteniendo dicha calificación y goce de los incentivos tributarios otorgados.

Es importante precisar que al establecerse que la periodicidad de la distribución de dividendos será como mínimo de manera anual, implica que también podrá realizarse de manera trimestral o mensual, de acuerdo a lo que se establezca en el reglamento de participación de cada FIRBI y se deberán realizar a más tardar el 30 de abril del ejercicio siguiente a aquel en que se generó tal utilidad neta distribuible.

Este beneficio es atractivo para aquellos inversionistas que estén interesados en contar con liquidez y con la utilidad de su inversión por lo menos una vez al año o más, de acuerdo a su Reglamento de Participación, logrando captar hasta a aquellos inversionistas conservadores.

De igual manera, el FIRBI permite obtener liquidez a través de los certificados de participación, en tanto pueden ser negociados en el mercado secundario, siendo esta negociación de dos maneras: (i) Pública; y, (ii) Privada. En la primera modalidad son negociados a través de la Bolsa de Valores de Lima, lo cual le da al inversionista la confianza de obtener un precio razonable a valor de mercado. En la segunda modalidad, la transferencia sólo se da por acuerdo privado entre las partes, estableciendo entre ambos el precio de transferencia.

Ambas modalidades le dan al inversionista la opción de hacer líquida su inversión en cualquier momento. Sin embargo, deberá tenerse en cuenta lo desarrollado a lo largo de la presente investigación, ya que en el caso de realizarse a través de un MCN y teniendo presencia bursátil el inversionista se beneficiará con la exoneración de Impuesto a la Renta y en caso de realizarse mediante acuerdo privado, se deberá pagar la renta de segunda categoría equivalente al 6.5% de la ganancia de capital y contará con una deducción del 20%.

Una de las políticas de promoción de la aplicación del FIRBI en el Perú ha sido mejorar la regulación tributaria, siendo así que el Ministerio de Economía y Finanzas consideró conveniente el otorgamiento de incentivos fiscales en cuanto al impuesto a la renta y el impuesto de Alcabala para los inversionistas y el fondo mismo, respectivamente; de acuerdo a las situaciones que establece la norma.

Se considera un gran aporte para la regulación y desarrollo del FIRBI el establecimiento de estos incentivos tributarios que permiten que los inversionistas accedan a este vehículo de inversión con mayor seguridad y confianza en cuanto a su liquidez, debido a que el diferimiento del pago del impuesto a la renta y del impuesto de alcabala permite tener mayor liquidez al momento de iniciar las operaciones.

El marco legal establece que dichos impuestos se generan al momento de la celebración del acto jurídico de transferencia de inmueble; para el inversionista por el aporte de inmuebles al FIRBI y la inmediata emisión de certificado de participación por dicho aporte, se genera impuesto a la renta por ganancia de capital, y, para el FIRBI la transferencia del inmueble hacia su patrimonio autónomo genera el impuesto de alcabala; ambos impuestos deben ser pagados para formalizar la transferencia, lo que evidencia salida de dinero de sus cajas. En ese sentido postergar el pago de estos impuestos hacia la transferencia del inmueble permitiría a los contribuyentes obligados a cubrir otros gastos inmediatos y tener mayor liquidez.

Si se toma en consideración que el FIRBI está iniciando operaciones, colocando certificados de participaciones y a la espera de inversionistas, pagar el impuesto de alcabala perjudicaría la cuenta de caja y efectivo con ese 3% del impuesto sobre el valor del inmueble, lo que resultaría un monto alto para solventar al inicio de cualquier negocio inmobiliario por el propio valor de mercado.

Otro aspecto importante a resaltar de los incentivos tributarios es la renta por arrendamiento del 5%, mediante el cual la persona natural, sociedad conyugal, sucesión indivisa o empresa unipersonal constituida en el exterior se ven beneficiadas con dicho incentivo en cuanto sólo tributarán, pese a ser renta empresarial, con el 5% de la renta por arrendamientos. Esto resulta un beneficio importante, toda vez que hay una gran reducción en el impuesto, de un 29.5% a un 5%, como si fuera renta de primera categoría.

Si el FIRBI tiene como objeto arrendar los inmuebles que tenga en su activo a fin de generar ingresos al mismo y de manera indirecta a sus partícipes, éstos se verán grandemente perjudicados pagando una tasa del 29.5% por dichos ingresos, conviniéndoles más arrendar sus inmuebles por cuenta propia y tributando como primera categoría, que aportarlo al fondo y generar renta empresarial.

Este beneficio permite que las personas naturales, y otros autorizados por la norma, puedan acceder a este vehículo de inversión con la ventaja que las rentas por arrendamiento serán gravadas a un porcentaje muy por debajo a la tercera categoría.

Otro aspecto a considerar para la presente tesis, y en función a las entrevistas realizadas a los expertos, es que muchas de las empresas en nuestro país cuentan en su activo con bienes inmuebles, los cuales les acarrea diversos gastos y sin que les genere retorno económico alguno. Es así que, dichas empresas buscarán la manera de poder generar rentabilidad con dichos inmuebles, adicional a la protección y/o respaldo crediticio que le pueda brindar los mismos.

Una de las posibilidades de las empresas que cuenten con bienes inmuebles es colocarlos en algún tipo de inversión que les genere algún retorno que al menos les permita solventar los gastos en los que se incurre. Dicho ello, el FIRBI es ese vehículo de inversión que atrae bienes inmuebles para su construcción y/o adquisición para generar rentas por arrendamiento de los mismos; siendo éste uno de las mejores posibilidades que tengan las empresas para generar rentabilidad de sus activos.

En adición a ello, las empresas ven la oportunidad de aportar inmuebles al FIRBI, deshaciéndose de un activo ilíquido que no les produce mayores ingresos. Al realizar dicho aporte al FIRBI, se puede asegurar los flujos del arrendamiento si es que la propia empresa aportante suscribe un contrato de arrendamiento con el fondo respecto al mismo inmueble, siendo el beneficio para la empresa deducir los gastos de alquiler que acarrearía un impuesto a la renta de tercera categoría menor al impuesto que conlleva tener el inmueble como activo fijo.

Finalmente, el FIBRA es otro vehículo de inversión que se encuentra regulado en el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos en su Tercera Disposición Final, señalándolo de la siguiente manera:

“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 de cesión en uso, y siempre que se cumpla, además, con los siguientes requisitos (...)”

Es así que, brevemente se detalla las diferencias principales entre el FIRBI y un FIBRA, a fin de una verificación más precisa y concisa:

Tabla 10 Diferencias entre FIRBI y FIBRA

	FIRBI	FIBRA
OBJETO DE INVERSION	Adquirir y/o construir bienes inmuebles para su arrendamiento	Adquirir y/o construir bienes inmuebles para su arrendamiento
REQUISITOS	Cuarta Disposición Complementaria del Reglamento de Fondos de Inversión / Tercera Disposición Final del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos (MISMOS REQUISITOS)	
MEDIO DE INVERSION	Fondo de Inversión	Fideicomiso de Titulización
IMPUESTO DE ALCABALA	Diferimiento de pago al momento de la transferencia del inmueble	No hay pago del impuesto de Alcabala (con retorno)

Elaboración: Autores de la tesis

Se tiene conocimiento que el FIBRA es un fideicomiso de titulización de activos, con la misma finalidad que un FIRBI, el cual es la generación de rentas por arrendamiento de bienes inmuebles y una posterior transferencia de los mismos. Tienen semejanzas en cuanto a algunos aspectos de su operatividad, incentivos tributarios y finalidad; sin embargo, también tienen diferencias siendo una de las principales el establecimiento de un fideicomiso.

En nuestro país, instaurar fideicomisos resulta atractivo para los inversionistas por la confianza y seguridad que brindan, por su propia operatividad, regulación y la supervisión. Sin embargo, en opinión de los entrevistados obtenemos posiciones diferentes respecto de la onerosidad de constituir un FIRBI o un FIBRA. Señalaron que el FIBRA es más costoso constituirlo por la diversidad de gastos que acarreará su

operatividad respecto a los diversos actores que intervienen como el estructurador, el fiduciario que administrará el patrimonio fideicometido, agente colocador, agente administrativo, entre otros, así como los gastos propios de su operatividad; sin embargo, estos actores también pueden participar en el FIRBI para su mejor operatividad. Asimismo, otra de las opiniones al respecto es que pese a tener los mismos intervinientes en la operatividad de ambos vehículos de inversión, la constitución del fideicomiso por sí mismo generaría costos más elevados que la constitución de un fondo de inversión.

Finalmente, otra situación comentada en una de las entrevistas realizadas a expertos es la posibilidad que tiene el inversionista para el aislamiento del riesgo judicial de un inmueble determinado que será aportado en un FIRBI. En ese sentido, el inversionista podrá transferir la propiedad, por un determinado periodo al FIRBI, manteniendo la posibilidad del retorno del mismo, impidiendo la posibilidad de alguna acción ejecutiva contra el inmueble y se vea despojado del mismo salvaguardando sus derechos de propiedad.

6.2 Aspectos Negativos del FIRBI

Del estudio de la información del FIRBI, se advierte que no se han aprobado incentivos tributarios para las personas naturales cuando se produce la enajenación del bien inmueble por parte del FIRBI a un partícipe o tercero. Al respecto, como se ha mencionado en esta tesis, los fondos de inversión que desarrollan un negocio inmobiliario son considerados, para efecto tributario, como fondos de inversión empresarial; en consecuencia, la renta atribuible a sus partícipes es de tercera categoría.

Ante esta concepción jurídica, el FIRBI al ser un fondo de inversión que desarrolla un esquema de negocio inmobiliario donde adquiere y/o construye⁸⁵ activos para ser colocados en arrendamiento o en otra forma onerosa de cesión en uso, genera rentas a través de:

- Rentas producto del arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso.
- Transferencia de certificados de participación.
- Enajenación de inmuebles a terceros o partícipes.

⁸⁵ Encargando la construcción a un tercero.

Al amparo del esquema inicial del FIRBI, se evidencia que la norma no discriminaba si el partícipe era una persona natural o persona jurídica, ni el lugar de su domicilio, bastaba ser partícipe del fondo para que el pago del impuesto a la renta en dichas situaciones sea de tercera categoría.

En ese contexto, es preciso indicar que, con la finalidad de promover el mercado de valores y el desarrollo del FIRBI, en el sentido de procurar mayor participación de inversionistas retail, se aprobaron las normas que se aprecian en la Figura 33 del Anexo 11.

Las precitadas normas tienen como objetivo, entre otros, el otorgamiento de un tratamiento tributario preferencial a los partícipes del FIRBI, siendo su fin último el generar la promoción del mercado de valores y la dinamización del sector construcción/inmobiliario.

De acuerdo a lo antes indicado, a través del Decreto Legislativo 1188, se dispuso que a las rentas generadas por el arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso de bienes inmuebles se les aplique una tasa de retención definitiva del 5% siempre que, sean percibidas dentro de un FIRBI y cuenten con la calidad de personas naturales, sucesión indivisa o sociedad conyugal, que sean domiciliadas en el país o aquellas empresas unipersonales constituidas en el extranjero.

El referido estímulo fiscal, comparativamente colocó en la misma posición un esquema de arrendamiento de un bien inmueble por parte de una persona natural que generaba rentas de primera categoría con una tasa del 5% frente a un esquema de actual de atribución a la renta ante la generación de flujos económicos provenientes del arrendamiento.

Adicionalmente, respecto de la transferencia de los certificados de participación, el beneficio de la exoneración del impuesto a la renta aplica cuando la negociación de dichos valores sean efectuados en un MCN como la BVL.

Sin perjuicio de ello, en el caso del Fondo constituido por SURA, Alonso Jaimes, comenta en la entrevista que las transferencias de los certificados de participación se han efectuado a través del mercado secundario en forma privada sin recurrir al MCN. En ese contexto, al no cumplirse con los requisitos establecidos en el artículo 2 del

Decreto Legislativo Nro. 1262, esto es transferirse en un MCN y tener presencia bursátil, el pago del impuesto a la renta atribuible a personas naturales será de 29.5% en el marco de la renta de tercera categoría.

De acuerdo con establecido en la Tabla 11, los estímulos fiscales no se han extendido respecto de todas las actividades que generan renta en el marco de un FIRBI; toda vez que, en caso se decida enajenar los bienes inmuebles a favor de un tercero o partícipe, luego de transcurridos los 4 años computados desde su adquisición y/o construcción⁸⁶, según corresponda, las personas naturales deberán pagar el impuesto a la renta de tercera categoría con una tasa de 29.5% aplicable al año 2019.

Tabla 11: Atribución del Impuesto a la Renta, antes y después de los estímulos fiscales

Actividad	Anterior atribución del Impuesto a la Renta a los partícipes del FIRBI	Actual atribución del Impuesto a la Renta a los partícipes del FIRBI
La enajenación del bien inmueble producto del aporte al FIRBI	Personas naturales: segunda categoría. La Tasa neta es del 5%. Personas Jurídicas: tercera categoría. La Tasa es de 29.5%	Personas naturales: segunda categoría. La Tasa neta es del 5%, DIFERIDA hasta la transferencia del inmueble por parte del FIRBI. Personas Jurídicas: tercera categoría. La Tasa es de 29.5% DIFERIDA hasta la transferencia del inmueble por parte del FIRBI.
La renta percibida producto del arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso.	Personas Naturales o Personas Jurídica: renta de tercera categoría. La tasa sería de 29.5%	Persona Natural: tercera categoría con tasa de renta definitiva de 5%. Persona Jurídica: tercera categoría con tasa de 29.5%.
Las transferencias de los certificados de participación.	Personas Naturales: tercera categoría. La tasa sería de 29.5%	Exonerados hasta el 31 de diciembre de 2019, siempre que sean negociados en un MCN y que tengan presencia bursátil. En caso no cumplan la condición precitada, el pago será de 29.5%.
La enajenación de inmuebles por parte del FIRBI a un tercero.	Personas Naturales y Personas Jurídicas: tercera categoría	Personas Naturales y Personas Jurídicas: tercera categoría

Elaboración: autores de esta tesis.

Ahora bien, se ha mencionado que el FIRBI tiene como objetivo adquirir o construir inmuebles para “arrendarlos o darles otra forma onerosa de cesión en uso”, por ende se colige que la actividad principal o fin de dicho mecanismo de inversión es obtener flujos periódicos por arrendamiento y no, en sí mismo, dedicarse a la venta de inmuebles.

En consecuencia, siguiendo la lógica expuesta en el análisis de la atribución del impuesto a la renta al producto del arrendamiento que, para personas naturales,

⁸⁶ Lo cual se computará desde la emisión de la conformidad de obra.

partícipes del FIRBI, es de tercera categoría con una tasa impositiva del 5%; se tiene como contrapartida que en un esquema de inversión directa por parte de la persona natural, a no ser que se trate de venta de inmuebles mayores a tres en forma anual, en la que frente a la enajenación de un bien inmueble pagaría un impuesto a la renta de segunda categoría con una tasa neta de 5%. Sin embargo, tratándose de su participación en el FIRBI, cuando éste efectúe la transferencia del inmueble, la atribución de renta que asuma la persona natural es de tercera categoría con una tasa de 29.5%.

Lo antes mencionado, no se encuentra muy aparejado con el objetivo de las normas antes incoadas, debido a que los fines que encierran las mismas son, entre otras, las de incrementar la inversión de personas naturales con excedentes de liquidez, promoviendo las colocaciones efectuadas a través de la BVL y dinamizando el sector inmobiliario.

En ese sentido, el concepto de atraer mayor inversión por parte de las personas naturales al FIRBI, en cuanto a la enajenación de los inmuebles efectuada por el fondo le generan a sus partícipes tasas mayores y, por ende, menores beneficios económicos respecto a las de enajenar el inmueble sin invertir en dicho vehículo.

Siguiendo la premisa anterior, uno de los requisitos para adquirir la condición de FIRBI es la prohibición de transferir el inmueble hasta el cuarto año de haber sido aportado o de haber concluido la construcción. Ésta transferencia está inmersa en uno de los incentivos tributarios el cual consiste en el diferimiento del pago del impuesto de alcabala e impuesto a la renta respecto del aporte del inmueble al FIRBI, hasta que se efectúe la transferencia del mismo a un tercero o partícipe.

Ante lo expuesto, se considera que hay transferencia cuando se efectúa el aporte al FIRBI (salida del inmueble de la esfera jurídica del partícipe), y/o cuando se transfiere a cualquier título los certificados de participación emitidos a consecuencia del aporte. Asimismo, como se ha mencionado la Ley N° 30341 exonera del impuesto a la renta a la enajenación de valores, dentro de ellos los certificados de participación, hasta el 31 de diciembre de 2019. Sin embargo, la norma no determina cuando podría ser enajenado el certificado de participación, si antes o después de los cuatro años que establece como plazo mínimo para que el FIRBI pueda transferir el inmueble, pudiendo aplicarse supletoriamente dicho plazo al certificado de participación.

En ese sentido, si dentro de las finalidades del FIRBI está el obtener liquidez, la transferencia del certificado de participación no permitiría obtener liquidez en tanto pierdes el diferimiento del pago de los impuestos de alcabala y renta está sujeto a que el mismo no sea transferido.

Por otra parte, habiéndose establecido incentivos tributarios con la finalidad de la promoción del mercado de valores, éste resulta beneficioso únicamente para los inversionistas retail o personas naturales, dejando de lado ventaja alguna a las personas jurídicas.

Si bien es cierto que las personas naturales tiene mayores barreras para acceder a proyectos inmobiliarios, las personas jurídicas no necesariamente tienen la misma capacidad financiera y económica que un inversionista institucional y requerirán de un vehículo de inversión para obtenerlo. Es así que, los incentivos tributarios no aplican bajo ningún supuesto para las personas jurídicas, éstas seguirán tributando con renta empresarial tanto para las rentas de arrendamiento como la transferencia del inmueble. Sin embargo, la Ley N° 30341 al estipular la exoneración del impuesto a la renta por la renta proveniente de la enajenación de estos valores mobiliarios, no limita dicha exoneración únicamente a las personas naturales, opta por ser *numerus clausus* al no indicar los beneficiarios en particular.

En lo que respecta a los impuestos, una de las desventajas es el pago del IR y el alcabala de manera total cuando sólo se ha transferido una parte de los certificados de participación que representan el aporte del inmueble realizado al fondo por el partícipe en la etapa inicial.

Como se ha señalado en el presente trabajo de investigación, el FIRBI goza de ciertos beneficios tributarios otorgados para lograr su promoción en el mercado, siendo uno de ellos el diferimiento del pago del IR y el alcabala para aquellas personas que tuvieran un inmueble y decidieran aportarlo al fondo, debiendo pagarlo recién cuando se transfiera el inmueble o los certificados de participación a un tercero, ya que recién con la transferencia se obtiene una ganancia de capital.

El partícipe al transferir su inmueble al FIRBI, se le entrega a cambio de este aporte los certificados de participación equivalentes al valor de mercado del inmueble aportado. Sin embargo, este beneficio se perdería si es que el partícipe decidiera

transferir de manera parcial dichos certificados, toda vez que en ese momento se genera la obligación de pagar la totalidad de los impuestos antes mencionados.

Siendo así, se deberá tener en cuenta que para el partícipe, quien paga el IR por ganancia de capital, le resulta más atractivo vender la totalidad de sus certificados que sólo una parte de ellas, ya que de lo contrario se estaría pagando por una ganancia de capital que aún no ha obtenido.

Por otro lado, del análisis de la información revisada, para una persona natural resulta más conveniente el arrendamiento directo de su inmueble que realizarlo mediante un FIRBI, puesto que los costos son menores debido a que no deberá pagar los gastos de administración de la SAFI, quien por lo general cobra un monto fijo y un porcentaje variable.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que al momento de transferir el inmueble a un FIRBI, por parte del partícipe, se le genera la obligación de pagar el IR por ganancia de capital, y este pago resultará adicional al precio de transferencia del inmueble, en virtud del cual se emiten los certificados de participación. Si bien este impuesto se paga de manera diferida, sin quitarle liquidez al inversionista en el momento inicial, igual se generará la obligación de pagarlo posteriormente..

Por el contrario, al arrendar el inmueble de manera directa, se le garantiza al inversionista tener un flujo de caja mensual, lo cual le dará liquidez inmediata y en caso de requerir algún financiamiento externo, dicho flujo solventará la deuda financiada pudiendo constituirse como medio de pago y a su vez el mismo inmueble como garantía.

En el marco de las entrevistas realizadas a expertos del sector mercado de valores y de los documentos revisados para el desarrollo de la presente investigación, hay uniformidad de criterios respecto de que en el Perú la cultura bursátil es carente cuando se trata de inversionistas no institucionales. Si bien ello puede deberse a situaciones negativas ocurridas en el pasado, como el caso CLAE, que le generan dudas respecto de la seguridad de las inversiones, el inversionista retail prefiere conservar sus excesos de liquidez con rendimiento de tasas irrisorias en el Sistema Financiero por encontrarse aseguradas con el Fondo de Seguro de Depósitos, antes de asumir mayores riesgos o costos de asesoría de inversión, financieras, legales, tributarias, entre otras, que lo orienten a invertir en vehículos que le permitan obtener mejores rendimientos.

En ese contexto, si bien resulta óptimo darle mayores ventajas tributarias a los inversionistas retail (personas naturales) a efectos de que coloquen sus excedentes de liquidez en nuevas herramientas de inversión como lo es el FIRBI y, consecuentemente, diversificar sus opciones de generación de rentabilidades superiores, asumiendo nuevos riesgos; en el Perú, el inversionista no cuenta con conocimiento o con la adecuada difusión de nuevos mecanismos. En consecuencia, una tarea pendiente para el Estado y el Organismo Regulator es difundir adecuadamente los beneficios que genera invertir en el mercado de valores.

Por ende, de las entrevistas realizadas a los expertos, se concluye que uno de los factores por los cuales el FIRBI no ha tenido la acogida esperada es la falta de difusión en el mercado, ya que manifiestan que son muy pocos los inversionistas que conocen este tipo de fondo de inversión. Asimismo, existe una desaceleración del arrendamiento de inmuebles que limita la colocación de los mismos y genera tasas de vacancia que perjudican a los propietarios.

Para lograr la promoción y el desarrollo del FIRBI es necesaria la difusión de sus beneficios a todo tipo de inversionistas (retail, institucionales, personas jurídicas domiciliadas y no domiciliadas) para poder captar sus recursos, siendo importantes los inversionistas institucionales puesto que son los que realizan mayores inversiones en instrumentos financieros (fija y variable), motivo por lo cual podría ser conveniente incentivarlos a invertir en este tipo de fondo.

Por otro lado, el mercado de valores es el mecanismo especializado para que personas naturales y jurídicas realicen, a través de diversos instrumentos, inversiones que les genere mayor rentabilidad en un plazo determinado; es un mecanismo de intermediación directa, sistematizada y ordenada, que a diferencia del sistema bancario permite obtener mejores tasas y mayor rentabilidad. Es así que, se ha buscado promover el mercado de capitales, mediante distintos vehículos de inversión, como el FIRBI, para todos los inversionistas institucionales o no, y puedan tener mayor y más fácil acceso al mismo.

En ese sentido, como lo señala la propia exposición de motivos⁸⁷, la finalidad de otorgar incentivos tributarios al FIRBI es la promoción de la inversión e impulsar el

⁸⁷ Exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1188

acceso al mercado inmobiliario, puesto que no pagarían el impuesto a la renta en el momento del aporte del inmueble al FIRBI, debido a que no habrían recibido retorno a la inversión.

Para la aplicación del FIRBI se requiere participación en el mercado de valores, puesto que los certificados de participación serán colocados en Bolsa a fin de ser adquiridos o transferidos. Asimismo, para la obtención de los beneficios fiscales, resulta obligatorio que los certificados de participación tengan presencia bursátil, y no sean deslistados, por un tiempo determinado. Con este requisito establecido en el Decreto Legislativo se podrá apreciar la obligatoriedad en la participación en el mercado de valores.

Es así que, la obligatoriedad de los certificados de participación en el mercado de valores resultaría desventajoso para el FIRBI por los gastos a incurrir en listar los certificados, mantenerlos en la Bolsa durante un periodo determinado a fin de evitar la pérdida de la exoneración del pago por renta de ganancia de capital. Como se comentó en la presente tesis, la transferencia de los certificados de participación tiene como finalidad obtener liquidez, por lo que se aprecia que la norma no ha regulado ventaja fiscal alguna que le permita, como en el caso de aporte de inmuebles, obtener beneficios de liquidez en el momento de la transferencia del mismo.

Por otro lado, es de suma relevancia, la participación de los inversionistas institucionales en estos tipos de vehículos de inversión, por lo que corresponde referirse a las inversiones permitidas por las AFP y empresas aseguradoras. Es así que, el artículo 25° del Decreto Supremo Nro. 054-97-EF, según conforme se aprecia en el Anexo 6, establece que las inversiones de los Fondos de Pensiones administradas por las AFP pueden realizarse, entre otras, en cuotas de participación de los Fondos de Inversión.

Asimismo, la precitada norma en su artículo 25-B, conforme se aprecia en el Anexo 6, estipula que las inversiones deben sujetarse a la política de diversificación de inversiones de cada Fondo que se administre. Para tales efectos, determina que las AFP pueden invertir en instrumentos representativos de derechos sobre participación patrimonial hasta los límites siguientes:

- (i) 10% en el Fondo de Preservación de Capital (Tipo I)
- (ii) 45% en el Fondo Mixto (Tipo II)

(iii) 80% en el Fondo de Apreciación de Capital (Tipo III)

Los artículos 20, 21, 23 y 24 de la Resolución 052-98-SAFP, según se muestra en el Anexo 7, permiten que las AFP inviertan en instrumentos administrados por Fondos de Inversión autorizadas y supervisados por la SMV, cuando dichos valores representen derechos sobre participación patrimonial y cuando la colocación de sus cuotas de participación se efectúa a través de un MCN y que además pueden ser realizables en el mercado secundario a través de rueda de bolsa.

Ahora bien, estando a que el FIRBI representa una estructura de inversión diversificada, resulta el FIRBI un vehículo de inversión en el cual las AFP puedan efectuar inversiones que se encuentren respaldadas por una cartera de activos intangibles que aminoren los riesgos de rentabilidad esperada.

En el marco de lo establecido en el artículo 17D de la Resolución 052-98-SAFP, según se muestra en el Anexo 7, debido al tamaño de la cartera que manejan las AFP, los límites de inversión antes señalados, permite que este tipo de inversionista pueda adquirir cuotas de participación del FIRBI diversificando su riesgo sin sobrepasar sus límites.

En lo que compete a empresas del sector seguros, de acuerdo con el principio de seguridad, liquidez, diversificación, calce y rentabilidad, establecidos en el artículo 3° de Resolución SBS N° 1041-2016, las Empresas de Seguros deben elegir activos de inversión para el respaldo de las obligaciones técnicas que le competen.

En ese sentido, el artículo 25° del marco legal antes indicado establece que las Empresas de Seguros pueden invertir en certificados de participación de fondos de inversión siempre que la SAFI se encuentre regulada y supervisada por la SMV, que la estructura de la misma se relacione directamente en términos de gestión y patrimonio al grupo al que pertenece. En consecuencia, al ser el FIRBI un fondo que es administrado por una SAFI se cumpliría el requisito de inversión establecido en el artículo antes indicado.

Adicionalmente, el fondo de inversión respecto del cual se adquieran las cuotas deberá estar inscrito en el RPMV de la SMV y la inversión a realizar no deberá superar

el 40% del mismo. En ese sentido, el límite de inversión para las Empresas de Seguros que inviertan en FIRBI será de 40% del patrimonio de dicho vehículo.

Las Empresas de Seguros pueden invertir en el FIRBI debido a que sus cuotas de participación son válidamente transferibles cuando el titular sea un inversionista institucional, respecto del cual no le aplican los beneficios tributarios de reducción de tasa impositiva y de diferimiento del pago del impuesto a la renta, resultándoles indiferente la aplicación de los mismos. Sin embargo, respecto de él, alcanzaría los beneficios de la exoneración del impuesto a la renta producto de la transferencia de los certificados de participación a través de un MCN, siempre y cuando éstos cumplan con el requisito de bursatilidad.

Con relación a los riesgos que asumen los inversionistas, HERRERA señala que,

“Los inversionistas que opten por este tipo de fondos deben ser aquellos que conozcan y acepten el riesgo de este tipo de inversiones, así como su desempeño y evolución. Puesto que para ver resultados de la primera etapa de un proyecto, se tiene que estar entre dos y tres años aproximadamente, dependiendo del estado de saneamiento de los predios y el desarrollo del proyecto de habilitación urbana”.
(HERRERA, 2010)

Es así que en cuanto a los riesgos que afectarían al FIRBI, se consideran los siguientes:

- a) Tributarios: todo país establece sus tributos por ley, así como sus exoneraciones, inafectaciones, incentivos, entre otros, algunos tendrán vigencia determinada o indeterminada. Pese a ello, al ser el mayor ingreso al presupuesto nacional, estos beneficios tributarios podrán expirar, y para el presente vehículo de inversión, al cesar los incentivos tributarios cabe la posibilidad de que las inversiones en FIRBI se reduzcan a gran escala, por las implicancias que acarrea.
- b) Incumplimientos en los pagos de las rentas del arrendamiento: como todo contrato de arrendamiento cabe la posibilidad de incumplimientos o retrasos en los pagos de la merced conductiva del arrendamiento, por lo que si sucede dicha situación en el FIRBI los inversionistas se verán perjudicados en sus ingresos fijos de manera mensual.

Por otro lado, de lo expresado en una de las entrevistas realizadas, el impuesto a alcabala puede resultar una desventaja en el FIRBI, a pesar del diferimiento del pago

originario por el aporte del inmueble, y ésta se debe a que a diferencia del FIBRA, el FIRBI considera el pago del impuesto de alcabala en dos oportunidades, siendo la primera generada por el aporte del partícipe e ingreso del bien a la esfera del patrimonio autónomo, y la segunda alcabala se debe a la transferencia del inmueble realizada por el FIRBI a un partícipe o tercero. Para el caso del FIBRA, no se paga impuesto de alcabala cuando retorna al fideicomitente.

Finalmente, el legislador al implantar el plazo mínimo para la transferencia del inmueble no ha considerado que las inversiones del FIRBI son de mediano a largo plazo, por lo que cuatro años no resultarían siendo suficientes para el retorno de inversión deseado, tal como se aprecia en el FIRBI de SURA, el cual tiene un retorno de inversión en aproximadamente 14 años.

6.3 Vacíos Legales

El FIRBI se reguló en el año 2014 mediante la Cuarta Disposición Complementaria Final de la Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01, Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, y es en esta norma que se crea y establece su funcionamiento. Sin embargo, uno de los aspectos que no se llevó a cabo fue el procedimiento que debió promulgarse para la adecuación de los Fondos de Inversión Inmobiliarios que ya existían en el mercado, ya que al no haberlo regulado se estaba impidiendo a sus partícipes acogerse a los beneficios tributarios otorgados y tratados en el presente trabajo. Si bien la Resolución N° 038-2016-SMV-01, de fecha 22 de noviembre del 2016, estableció que los fondos de inversión inmobiliaria establecidas al momento de la promulgación del FIRBI, debía adecuar su reglamentación a la del FIRBI, otorgando un plazo hasta el 30 de junio de 2017.

Otro de los vacíos que podemos encontrar es la falta de regulación sobre la transferencia parcial de los certificados de participación que representan al aporte del inmueble realizado al FIRBI, debido a que, uno de los incentivos tributarios otorgados es el pago diferido del IR y el Alcabala cuando se aporta un inmueble al FIRBI y siempre que este no se enajene dentro de los primeros cuatro años, sea el inmueble o los certificados de participación que lo representen, ya que de hacerlo se pierde dicho beneficio y se genera la obligación de pagar los impuestos antes mencionados.

En ese sentido, resultará necesario que se precise si la pérdida del beneficio también aplica para la transferencia de certificados de participación, de manera parcial, debiendo determinarse las implicancias positivas y negativas de dicha pérdida para el FIRBI y sus partícipes.

A su vez, consideramos un vacío legal otro aspecto referente a la transferencia de certificados de participación, toda vez que la ley al momento de estipular la exoneración del impuesto a la renta que beneficia a los partícipes por la transferencia en mención, la norma no señala a que contribuyentes se refiere, no distinguiendo si éstos son domiciliados o no domiciliados.

Por otro lado, si bien en la presente investigación se han analizado los estímulos fiscales aplicables al FIRBI respecto de la reducción de la tasa definitiva del impuesto a la renta para personas naturales del 5% cuando perciba rentas provenientes del arrendamiento, lo cierto es que la norma no ha establecido un plazo legal en el que la tasa antes indicada se encuentre vigente, a diferencia del FIBRA al que le otorgan un plazo de diez años.

Es de apreciar que, al promover el desarrollo del FIRBI y la participación de los inversionistas retail con la precitada tasa, se busca que las condiciones de dicho vehículo de inversión se mantengan estables en el plazo en el que se encuentre vigente, más aún cuando se pretende dinamizar sectores como el inmobiliario y construcción, dado que el periodo de recuperación de la inversión se realiza en el mediano y largo plazo.

6.4 Análisis FODA

Fortalezas:

- Asociación o colaboración con constructoras/inmobiliarias reconocidas en el país
- Aprovechamiento de los recursos de los partícipes, minimizando costos y gastos
- Distribución forzosa del 95% de la utilidad neta como mínimo anual
- Buen Gobierno Corporativo
- Respaldo del fondo con activos inmobiliarios
- Transparencia fiscal
- Diversificación inmobiliaria, en función a las zonas geográficas y rubro inmobiliario

- Flujos de renta de manera fija por los arrendamientos

Oportunidades:

- Incentivos tributarios
- Negociación de certificados de participación a precios competitivos
- Oportunidad de captar la inversión de personas naturales y/o inversionistas retail
- Liquidez en la Bolsa de Valores de Lima, debido a la dinamización del mercado de valores

Debilidades:

- Vigencia temporal de los incentivos tributarios
- Tasa de vacancia alta de inmuebles, como por ejemplo, oficinas.
- Falta de cultura bursátil para los inversionistas retail
- Rentabilidad asociada a la coyuntura política, social, económica y tributaria del país
- Inmuebles con ubicaciones estratégicas
- Restricciones y barreras municipales en la tramitación de construcciones
- Mercado inmobiliario con alta oferta y baja demanda (saturación de mercado)
- Déficit de vivienda
- Falta de difusión del FIRBI

Amenazas:

- Crisis política
- Crisis en el sector construcción e inmobiliaria por delitos de corrupción y lavado de activos
- Posibilidad de crisis financiera a nivel mundial
- Fenómenos naturales que acontezcan en el país afectando la economía y estancando los sectores inmobiliario y construcción
- Modificaciones en la normativa
- Desarrollo de nuevos productos inmobiliarios
- Caída de la bolsa

CAPÍTULO VII CONCLUSIONES

De la investigación realizada en el presente trabajo sobre los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles y su desarrollo en el mercado, arribamos a las siguientes conclusiones:

El FIRBI es un vehículo de inversión orientado a adquirir y construir bienes inmuebles dentro del país para su posterior arrendamiento. En el Perú se reguló este tipo de fondo en el año 2014 con la finalidad de promover el sector inmobiliario y construcción, así como dinamizar el mercado de valores.

El FIRBI tiene la tratativa tributaria de un fondo de inversión, por lo cual la condición de contribuyente no recae sobre el fondo sino sobre los partícipes quienes deberán pagar el impuesto a la renta por las ganancias obtenidas. El FIRBI en el marco de la LIR es considerado como un fondo que desarrolla un negocio inmobiliario, por ende sus partícipes tributarán con rentas de tercera categoría.

La Sociedad Administradora de Fondo de Inversión (SAFI) es la encargada entre otras obligaciones de retener el impuesto a la renta a los partícipes y pagarlo. De no realizar la retención, la SAFI es responsable solidario, con el partícipe, de ese incumplimiento ante la SUNAT.

Con la finalidad de captar los recursos de las personas naturales (inversionistas retail) en el FIRBI, se otorgaron beneficios tributarios en el año 2016, mediante el cual las personas naturales que aporten un inmueble al fondo gozarán del diferimiento de pago del impuesto a la renta y el FIRBI gozará del diferimiento del pago del alcabala, debiendo pagarse cuando el inmueble o los certificados de participación que lo representen se transfieran a un tercero. Asimismo, otro beneficio tributario es el pago de la tasa de 5% por renta de arrendamiento para personas naturales, sociedad conyugal o sociedad individual y/o empresa unipersonal constituida en el exterior. Estos beneficios ayudan a que el inversionista vea más atractivo este vehículo de inversión.

Otro beneficio tributario que se ha establecido tanto para las personas naturales y jurídicas, es la exoneración de impuesto a la renta para la transferencia de certificados de participación que tengan presencia bursátil y que la transferencia se realice en un mecanismo de negociación centralizado. Sin embargo, esta exoneración no ha generado

el aumento de valores negociados en el mercado secundario, resultando una limitación en el mercado de valores peruano.

Este tipo de Fondo de Inversión entrega a sus partícipes una renta variable y está recomendado para inversiones a mediano o largo plazo, tal como se puede apreciar en el FIRBI de SURA, el cual indica que su retorno será en aproximadamente 14 años. Asimismo, informes realizados por entidades financieras indican que este producto de inversión estaría recomendado para inversionistas a largo plazo y no para inversiones especulativas o corto-mediano plazo.

La ventaja para el inversionista al invertir en un FIRBI es que el riesgo se encuentra diversificado en todo el portafolio de los inmuebles que integran el fondo, teniendo en cuenta que la normativa exige tener el 70% del activo invertido en bienes inmuebles. Asimismo, el riesgo de la tasa de vacancia es mucho menor si la comparamos con un propietario de inmueble que decida arrendarlo de manera directa. Se toma en consideración que, el FIRBI es manejado por un gestor experto en el sector inmobiliario, siendo ese know how el más importante para el éxito del fondo.

Del trabajo de investigación realizado podemos concluir que el FIRBI es un vehículo de inversión que aún le falta difusión en el mercado.

Se debe tener en cuenta que, en nuestro país no se tiene suficiente cultura bursátil o educación en mercado de valores, siendo esta la principal consecuencia de la escasa liquidez en nuestro mercado, y a su vez uno de los motivos por los cuales no hay mayor desarrollo del FIRBI, aparte de las coyunturas descritas, tenemos a un inversionista retail conservador que busca invertir de manera segura en algún instrumento conocido, por lo cual resulta fundamental la difusión y la promoción del mismo para obtener la participación del inversionista retail hasta llegar a su masificación, de ser posible.

Habiéndose fijado un plazo, no se ha reguló el procedimiento para la adecuación de un fondo de inversión inmobiliario al FIRBI, siendo esto importante puesto que ya se contaban con algunos fondos de inversión inmobiliaria en el mercado y que sus partícipes hubieran podido acceder a los beneficios tributarios del FIRBI.

A efectos que el FIRBI pueda tener éxito en el mercado, y cumpla con su finalidad de dinamizar el mercado de valores, será necesario otorgar beneficios tributarios

también para los inversionistas institucionales y personas jurídicas domiciliadas, ya que son ellos quienes tienen mayor respaldo económico para invertir y acceder al mercado secundario.

Actualmente, sólo están implementados tres FIRBIS, dos que se encuentran en etapa pre operativa y el otro en etapa operativa, lo cual confirma la posición de que el FIRBI, con su regulación actual, no ha tenido mayor acogida ni ha logrado captar la inversión de los inversionistas institucionales y retail, motivo por el cual no ha conseguido dinamizar el mercado de valores.

Del análisis realizado al sector inmobiliario en conjunto con la aplicación del FIRBI en nuestro país, se aprecia también que el FIRBI no ha tenido acogida debido a que no resulta atractivo para el segmento vivienda en tanto las constructoras buscan vender o transferir los inmuebles, por el flujo que adquieren por la misma, descartando la posibilidad de alquilar los inmuebles. Asimismo, hay saturación del mercado, existiendo muchos alquileres de oficinas ofertadas sin demanda, lo que paraliza dicho segmento.

En Estados Unidos se crearon los Real Estate Investment Trust, conocidos como REITs, mediante el cual se utiliza un fideicomiso para la inversión en bienes inmuebles. Son compañías que invierten en inmuebles, hipotecas o títulos hipotecarios vinculados a los inmuebles. De esta manera, los REITs se benefician de los flujos de los arriendos de inmuebles y de los ingresos obtenidos por los intereses, siendo esto el 75% de sus ingresos brutos, distribuyéndose el 90% de las utilidades obtenidas en el ejercicio anterior.

Actualmente, México desarrolla como vehículo de inversión destinado a la adquisición y construcción de bienes inmuebles destinados al arrendamiento, la figura del fideicomiso al cual se le denomina FIBRA.

En México, para ser considerado un FIBRA, debe manejarse un portafolio de inmuebles no menor al 70% de su patrimonio, mantener un mínimo de diez inversionistas no vinculados entre sí y tener el activo en su patrimonio como mínimo un período de cuatro años. Adicionalmente, al tener como característica la distribución del 95% de las utilidades a favor de sus partícipes, el FIBRA es considerado como un mecanismo líquido en el mercado mexicano.

El FIBRA en México es un patrimonio de transparencia fiscal por lo que los impuestos son atribuidos a sus partícipes, al igual que en Perú. En cuanto a los incentivos fiscales promovidos por México para captar mayores inversiones se difirió el pago del ISR, IETU e ISAI generado por la transferencia de los certificados de participación.

Por su parte, en el caso de la enajenación de los CBFIs estos sólo generan ISR cuando se trate de personas morales y físicas que realicen actividad empresarial, exonerando de dicho pago a las personas físicas domiciliadas y no domiciliadas, fondos de pensiones domiciliados y no domiciliados.

En Chile se le conoce al FIRBI como “Fondo de Inversión Inmobiliaria” o FII, el cual puede ser público o privado. Sin embargo, son bastante cuestionados puesto que pese a ser un fondo de inversión inmobiliaria, sólo se puede invertir en el sector inmobiliario de manera indirecta, esto debido a que la regulación les impide realizarlas, por tanto, el fondo no puede comprar, desarrollar o arrendar inmuebles, sino realizarlo mediante la adquisición de participaciones de empresas inmobiliarias de Chile o del extranjero, recibiendo así las rentas de manera pasiva.

En Chile, a diferencia de Perú, sólo se reparte el 30% de las utilidades obtenidas en el ejercicio anterior, siendo esto una desventaja para el FII frente a otros países, como el nuestro en donde se distribuye el 95%, al igual que en México o en Estados Unidos donde se distribuye el 90%, con la finalidad de darles liquidez a los inversionistas.

En el caso de España, existen tres tipos de inversión en inmuebles, i) SOCIMI, Sociedad Anónima que cotiza en bolsa, ii) FII – Fondo de Inversión Inmobiliaria, y iii) SII – Sociedad de Inversión Inmobiliaria; teniendo en común el objetivo: invertir en inmuebles que generen renta por arrendamiento. De manera similar a Perú, se crearon incentivos fiscales para las SOCIMI que fomentaron el resurgimiento de este tipo societario de inversión, llegando a ser exitoso y teniendo a la fecha de la presente investigación aproximadamente 40 SOCIMIs en España. Estos incentivos los beneficia con un impuesto de sociedades del 0%, habiéndose reducido de un impuesto del 18%.

Para los incentivos fiscales correspondiente a la atribución de la renta por arrendamiento, con una tasa del 5%, la norma no estableció plazo de vigencia de dicho

incentivo, por lo que se considera que éste deberá ser explícito para una mejor operatividad en cuanto a las proyecciones del FIRBI.

Del estudio de la aplicación de FIRBIs en el Perú, se ha indicado que sólo hay tres FIRBIs, de las cuales una está en etapa operativa y las otras dos en etapa pre operativa; y del estudio e investigación del FIRBI operativo de SURA se advierte que no ha habido aportaciones de inmuebles, siendo todos los certificados de participación emitidos en función a aportes dinerarios u otros instrumentos financieros.

Dicho ello, se agrega que no hay interés en personas naturales o inversionistas retail en aportar bienes inmuebles debido a la coyuntura del mercado inmobiliario, y por la escasa información y difusión de la funcionalidad del mercado de valores, lo que produce el incremento del financiamiento bancario que resulta ser más difundido y conocido por los mismos.

Finalmente, en nuestro país existe otro tipo de vehículo de inversión con el mismo objetivo de adquirir y construir bienes inmuebles para su arrendamiento, llamado FIBRA; sin embargo, este vehículo de inversión se realiza a través de un fideicomiso a diferencia del FIRBI que es un fondo de inversión. En el FIBRA se han establecido de igual manera beneficios tributarios, con la salvedad de que en dicha figura no habría impuesto de alcabala al momento del aporte del inmueble, y a su vez, estos beneficios tienen temporalidad definida, por un plazo de diez años.

CAPITULO VIII RECOMENDACIONES

A) Incentivar la inversión por parte de inversionistas institucionales y de personas jurídicas a través de la reducción de la tasa

Como se indica en capítulos anteriores, a la fecha sólo se han otorgado beneficios tributarios tales como el pago diferido del IR, para el aportante del inmueble, el alcabala en caso de aporte de inmueble, para el FIRBI, y la atribución de renta calculada en base a una tasa de 5% por arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, para las personas naturales, sociedad conyugal o sociedad indivisa y/o empresa unipersonal constituida en el exterior. Sin embargo, no se ha otorgado ningún incentivo tributario que atraiga la inversión de personas jurídicas y de inversionistas institucionales, quien son los que finalmente mueven el mercado de capitales debido a la espalda financiera.

En ese sentido, debe tenerse en cuenta que las normas sobre beneficios tributarios para el FIRBI, fueron otorgadas con la finalidad de dinamizar el Mercado de Valores; sin embargo, esto no ha sucedido, ya que nuestro país carece de educación bursátil y son muy pocas las personas naturales que apuestan por invertir en valores, siendo finalmente los inversionistas institucionales los que realmente mueven el mercado, puesto que siempre están evaluando invertir en instrumentos financieros, sea de renta fija o variable, debido a la poca oferta en valores.

Siendo así, sería una buena medida incluir dentro de los alcances de la normativa sobre beneficios tributarios, a los inversionistas institucionales y personas jurídicas, como por ejemplo el diferimiento de la renta y alcabala, como inversionistas aportantes de inmuebles.

B) Captar inversión extranjera, de inversionistas institucionales y de personas jurídicas, a través de la introducción de incentivos fiscales

Adicionalmente, es importante tener en consideración que, dada la coyuntura actual y existiendo la necesidad de impulsar el mercado de valores, es necesario captar mayores inversiones para el FIRBI, siendo los inversionistas extranjeros quienes por su excedente de liquidez, pueden a través de estímulos fiscales como la reducción de la tasa impositiva u otras formas de exoneración del impuesto a la renta de fuente peruana.

De acuerdo a la documentación revisada para el desarrollo de la presente tesis, los FIBRA Mexicanos han tenido una gran acogida, habiendo gestionado 14 FIBRAS, los cuales han representado un capital de US\$ 10,000 millones, aproximadamente. El mercado mexicano principalmente, captó inversiones de Fondos de Pensiones Mexicanos y Extranjeros a quienes los benefició con la exoneración del IETU y del ISR. De esta manera el desarrollo de los FIBRA se debió, principalmente, a la inversión de dichos capitales. Asimismo, otorga exoneraciones a favor de las personas físicas no domiciliadas en el país.

En el Perú, si bien las AFP se encuentran inafectas del impuesto a la renta por ganancia de capital, es necesario definir la base jurídica que permita captar inversionistas institucionales extranjeros quienes inviertan en el FIRBI y con ello puedan lograrse los objetivos principales de la creación de dicho vehículo.

Lo antes indicado, obedece a que si bien se pretende captar inversiones de los inversionistas retail, las inversiones que puedan efectuar los inversionistas institucionales extranjeros en el Perú pueden permitir que los objetivos de la norma se cumplan de forma más dinámica, por el tamaño de la inversión.

C) Prórroga de los Beneficios Tributarios

Por otro lado, en lo que corresponde al plazo de los beneficios fiscales de diferimiento del impuesto a la renta por aporte de bienes al FIRBI y del Alcabala por adquisición del FIRBI, aplica desde el 01 de diciembre de 2016 hasta el 31 de diciembre de 2019.

En ese contexto y del análisis efectuado en el presenta Capítulo, el FIRBI se encuentra en una etapa incipiente y será necesario, en caso se pretenda mantener la promoción de dicho mecanismo de inversión, prorrogar el plazo durante un tiempo que permita que el FIRBI alcance, por lo menos, una etapa de maduración.

D) Adecuación del régimen de los Fondos de Inversión inmobiliarios

Como se señaló en la sección anterior, con la implantación en el mercado del FIRBI, se atribuyó un plazo a los Fondos de Inversión Inmobiliaria para que adecúen sus fondos a lo reglamentado para el FIRBI. Dicho ello, habiéndose normado dicha adecuación, no se obtuvo reglamentación pertinente para llevar a cabo dicha adecuación..

Como se ha indicado en el análisis de España, uno de los mecanismos que tienen los Fondos de Inversión inmobiliarios es que éstos tengan compartimentos, es decir, subgrupos del mismo Fondo con su propio objeto social, patrimonio, partícipes, entre otros. En ese sentido, se considera como una alternativa para la adecuación de un Fondo de Inversión inmobiliario peruano, que se regule también la posibilidad de que tenga compartimentos, pudiendo ser uno de ellos un FIRBI, adoptando su regulación legal y tributaria.

A mayor detalle, el Fondo de inversión inmobiliario, como fondo principal, podría ser aportante de inmuebles al FIRBI (como compartimento), convirtiéndose en su partícipe y obteniendo las prerrogativas propias del fondo objeto de estudio.

E) Pago del porcentaje proporcional de los impuestos diferidos por transferencia parcial de los certificados de participación

Estando a que la norma aplica una consecuencia de pérdida del beneficio de diferimiento del pago de impuestos a la transferencia total o parcial de los Certificados de Participación, se considera necesaria la modificación normativa de forma tal que se prevea la posibilidad de transferir los certificados de manera parcial y efectuar el pago proporcional del impuesto que corresponda a la totalidad de las cuotas transferidas.

Dicho ello, resultaría más razonable pagar sólo la parte correspondiente a la transferencia del certificado de participación, debido a que sólo estaría generando renta por un porcentaje del mismo, mas no por su totalidad, y en el caso del alcabala solo se transferiría una “porción de la propiedad”, correspondiéndole pagar sólo la porción del impuesto de alcabala.

La propuesta antes mencionada obedece al éxito que ha tenido el FIBRA en la legislación mexicana, la cual contempla en el numeral XI del artículo 188 de LSI lo siguiente:

- (...) podrán diferir el pago del impuesto sobre la renta causado por la ganancia obtenida en la enajenación de esos bienes realizada la aportación que realice al fideicomiso, que corresponda a cada uno de los certificados de participación que reciban por los mismos hasta el momento en que se enajenen cada uno de dichos certificados, actualizando el monto del impuesto causado correspondiente a cada certificado que se enajene por el periodo comprendido desde el mes de la aportación de los bienes inmuebles al fideicomiso hasta el mes en que se enajenen los certificados. (LSI, 2014)
- (el subrayado es agregado)

En ese sentido, para el caso peruano puede tomarse como ejemplo, lo cual resulta equitativo, que el pago del impuesto a la renta y el alcabala que genere las transferencia de los certificados de participación se efectúe en forma proporcional a la venta realizada y no a la totalidad de los instrumentos, sin quitarle liquidez al partícipe y/o FIRBI, según corresponda.

F) Reduccion de la renta empresarial del FIRBI

Se recomienda la reducción del impuesto a la renta que asume el FIRBI como renta empresarial, debido a que el partícipe es el más beneficiado con la operatividad del FIRBI, en tanto la renta por arrendamiento es del 5% y se distribuyen dividendos en un

95%, asumiendo el FIRBI todos los gastos que correspondan para su funcionamiento y operatividad.

En el caso de España, frente a la crisis financiera e inmobiliaria que padecía años anteriores, se determinaron beneficios fiscales para las SOCIMI entre los cuales se describe como primordial la reducción de la tasa del impuesto sobre sociedades, la cual varió de un 18% a 0%, generándose una gran oportunidad para dichas sociedades cotizadas en bolsa a incrementar su posición en el mercado, toda vez que éstas alcanzan aproximadamente 40 SOCIMIS en su mercado.

Si replicamos la reducción de la renta empresarial del FIRBI, como el caso de España, adecuándolo a su vez a la situación económica, financiera, bursátil de Perú, siendo la saturación del mercado inmobiliario el principal limitante a la fecha de la presente tesis, el FIRBI al tributar con una tasa irrisoria podría ser más atractiva en el mercado.

G) Temporalidad de la atribución de la renta por arrendamiento

A diferencia del FIBRA a quien se le otorgaron beneficios fiscales por diez años, el FIRBI recibió también beneficios fiscales pero sin habersele atribuido plazo específico para su aplicación.

Es de apreciar que, al promover el desarrollo del FIRBI y la participación de los inversionistas retail con la precitada tasa, se busca que las condiciones de dicho vehículo de inversión se mantengan estables en el plazo en el que se encuentre vigente, más aún cuando se pretende dinamizar sectores como el inmobiliario y construcción, dado que el periodo de recuperación de la inversión se realiza en el mediano y largo plazo. En consecuencia, resultaría conveniente que vía modificación legal se defina sobre el aspecto temporal del beneficio tributario con tasa de 5%; toda vez que, de la revisión de la documentación para el desarrollo de esta tesis, se ha observado que existe incertidumbre respecto de la temporalidad del beneficio.

Es así que, resulta relevante establecer un plazo para la aplicación de este incentivo tributario, debido a que el FIRBI resulta atractivo necesariamente con dichos incentivos que se han implantado para su aplicación en el Perú.

H) Límite de inversionistas

Como se indicó en el Capítulo 02, uno de los requisitos para que un fondo de inversión sea considerado como FIRBI es que los certificados de colocación se hayan colocado por lo menos a diez inversionistas que no sean vinculados entre sí.

En un contexto general, de la revisión de fondos de inversión colocados por oferta pública para el desarrollo de proyectos inmobiliarios como el de Proyecta, W Capital, Faro Capitales, entre otros, es que los inversionistas institucionales son los que normalmente lideran las inversiones en éstos y se aprecia una baja o nula participación del inversionista retail.

En cambio, para el caso del FIRBI, normativamente se busca la mayor participación por parte del inversionista retail con la finalidad de que éste invierta en este vehículo de inversión. Sin embargo, debido a que este tipo de inversionista es menos agresivo al hacer inversiones y que en el Perú son, principalmente, los Fondos de Pensiones y Empresas de Seguros quienes mueven el mercado de capitales, con el objeto de impulsar el mayor desarrollo del FIRBI es preciso que en esta primera etapa en la cual se está promoviendo el uso de este vehículo de inversión, se recomienda que normativamente se elimine el límite de inversionistas y que se capten capitales que dinamicen el sector inmobiliario, con el objeto final de incrementar el uso de esta figura.

I) Prórroga del plazo del diferimiento del pago de impuesto a la renta y alcabala.

El plazo que prevé la norma para el diferimiento del pago del impuesto a la renta y del impuesto de alcabala vence el 31 de diciembre de 2019, y el FIRBI se encuentra en una etapa de implementación o mercado incipiente, debido a la coyuntura del sector inmobiliario, es decir, sobreoferta de arrendamientos de viviendas y de oficinas, por lo que se considera como objeto de evaluación que al vencimiento del plazo del diferimiento de los impuestos mencionados, éste diferimiento se reactive en cuanto el mercado inmobiliario se establezca a efectos de motivar a los inversionistas y a las SAFI al mayor desarrollo de esta figura.

J) Diferimiento del pago del impuesto de alcabala por la adquisición de bienes por parte del FIRBI

Una situación, que se ha advertido de la información revisada para el desarrollo de la presente Tesis es que el FIRBI, si bien puede recibir aportes de bienes inmuebles, también puede destinar la inversión proveniente del mercado para adquirir activos relevantes que le generen los flujos de renta esperados.

En ese sentido, la normativa no establece ningún tipo de beneficio cuando se trate de tal situación, en cambio, se ha previsto para el caso de los aportes el diferimiento del pago del Alcabala a cargo del FIRBI.

Al respecto, con el fin de incrementar el desarrollo del FIRBI es preciso considerar que el diferimiento del pago del Alcabala por el aporte, que rige hasta el 31 de diciembre de 2019, aplique de forma homogénea a la compra de activos por parte del FIRBI en el mismo horizonte temporal otorgado al primero, considerando que ello le permitiría tener liquidez para la adquisición de nuevos activos y, posteriormente, cubrir el pago del mismo con el producto de los arrendamientos.

K) Inafectación del pago del impuesto de alcabala a favor del FIRBI producto de la adquisición de propiedad derivada del aporte

Los incentivos tributarios para el FIBRA son similares a los otorgados para el FIRBI; sin embargo, hay una diferencia que resulta de gran importancia y se trata del pago del impuesto de alcabala.

En el FIBRA, no habrá pago de impuesto de alcabala cuando sea con retorno del inmueble, es decir, el inmueble será transferido (retorno) al fideicomitente que aportó el bien al patrimonio fideicometido. Sin embargo, el FIRBI sí paga dicho impuesto aunque sea de manera diferida; y a su vez, cuando el FIRBI transfiera el inmueble, el comprador (sea el propio partícipe o un tercero) tendrá la obligación de pagar el impuesto de alcabala.

Asimismo, en una de las entrevistas a un experto, se dejó en claro que el pago del impuesto de alcabala no es un gasto, sino es costo, por lo que no sería deducible, y correspondiendo este pago a un 3% del total del valor del inmueble, resultaría perjudicial contablemente para el fondo no poder efectuar una deducción por dicho monto.

L) Promover la Difusión del FIRBI en el Mercado de Valores

Los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBIS) aparecieron en el Perú en el año 2014. Sin embargo, de la presente investigación se pudo notar que es un vehículo de inversión no muy conocido en el mercado de valores de Perú, siendo probablemente debido a que la difusión ha sido muy poca.

Consideramos que la SMV debería trabajar de la mano con la BVL para difundirla y dar a conocer sus ventajas en el mercado, pudiendo atraer a todo tipo de inversionistas, incluyendo los inversionistas retail, que invierten en valores de renta fija o variable y hacer conocido el FIRBI.

Asimismo, podría realizarse mesas de trabajo con las principales SAFIS del país para proponer la aplicación de este tipo de fondos y sea ofertado en su portafolio, tal como lo viene realizando SURA, siendo este el único fondo enfocado en inversionistas retail.

M) Exoneración del pago del impuesto a la renta por la transferencia de los certificados de participación

En la presente investigación se ha mencionado que uno de los estímulos fiscales es la exoneración temporal, hasta el 31 de diciembre de 2019, del pago del impuesto a la renta por la transferencia de los certificados de participación del FIRBI, previo cumplimiento de negociación en un MCN y que cuente con presencia bursátil.

Sin embargo, de las entrevistas realizadas se ha identificado que la negociación en el mercado secundario de los certificados de participación, pese a los estímulos fiscales, se efectúan por oferta privada principalmente por los costos que representa negociar dichos valores en el referido MCN. Adicionalmente, el mercado secundario en el Perú funciona principalmente a través de agentes y transferencias privadas.

En ese sentido, el estímulo fiscal bajo comentario no estaría, respecto de los certificados de participación del FIRBI, cumpliendo su objetivo. Si bien eso no quiere decir que en el transcurso del tiempo la situación varíe, en el marco de la promoción de este tipo de vehículo de inversión, se estima la posibilidad de plantear que se extienda el beneficio de la exoneración a la transferencia de los certificados de participación, en forma temporal, efectuadas de forma privada, por los mayores costos que representa el

acceso al MCN, tanto para el FIRBI como para el partícipe que deberá recurrir a una SAB.

CAPITULO IX ANEXOS

ENTREVISTAS A EXPERTOS

- Sector: Fondos de inversión
 - Luis Baba Nakao – Presidente del Directorio de DIVISO
 - Enrique Oliveros – Socio Principal de EY
 - Renzo Acervo Porras – Gerente General Grupo Coril
 - Alonso Jaimes – Fondos SURA
 - Mariella Wurst – Larraín Vial

- Sector: Inmobiliario
 - Fernando Torres Tasso – Gerente General de Corporación Tasso & Anteparra
 - Moisés Arata Solis – Socio del Estudio De La Flor, García Montufar, Arata & Asociados Abogados

- Sector: Tributario
 - Roberto Polo Chiroque – Gerente Senior de PWC
 - Jorge Picón Gonzáles – Socio del Estudio Picón & Asociados
 - Rocío Liu – Especialista en Tributación: Rocío Liu

- Sector: Político y Regulatorio
 - Omar Gutiérrez Ochoa – Superintendente Adjunto de la Superintendencia de Mercado de Valores
 - Pablo Palacios – Abogado FONAVI – MEF – Director Independiente de Grupo Coril SAB.

CAPITULO X BIBLIOGRAFÍA

ARENALES, Yolanda (2005) “Nuevos Inversionistas en bienes raíces: Una cuarta parte de las casas que se vendieron en 2004 fue comprada por familias para rentarlas y hacer dinero”, Diario La Opinión. 29 de marzo de 2005. Informe Académico. go.galegroup.com/ps/i.do?p=IFME&sw=w&u=uesan&v=2.1&id=GALE%7CA130954971&it=r&asid=19005d05ad42d75260b00efe355b3643. ((14/10/2017; 22:05 horas)

ARNAIZ FIGALLO, Rossana (2016), en “Sector inmobiliario: la recuperación recién se verá en el 2017”. Semana económica, Lima <http://semanaeconomica.com/article/sectores-y-empresas/inmobiliario/175971-sector-inmobiliario-la-recuperacion-recien-se-vera-en-el-2017/> (18/02/2018; 10:05 horas)

ASOCIACION DE EMPRESAS INMOBILIAS DEL PERU – ASEI (2018), en “Habrían 600 departamentos nuevos por mes este año”. Diario El Comercio, Lima. <https://elcomercio.pe/economia/peru/asei-estima-600-departamentos-nuevos-mes-2018-noticia-499293> (23/02/2018; 23:12 horas)

BBVA (octubre, 2015), *Fondos de Inversión Inmobiliaria ¿qué es esto?* Recuperado de <https://www.bbva.com/es/fondos-de-inversion-inmobiliaria-que-es-esto/> (17/01/2018; 11:46 horas)

BBVA (2008), en “Situación Inmobiliaria Perú”, Servicio de Estudios Económicos. https://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/revista_BBVA_situacion_inmobiliaria_tcm346-189944.pdf (20/02/2018; 12:25 horas)

BBVA RESEARCH (diciembre, 2016). “Situación Inmobiliaria 2016”. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2017/02/Situacion-Inmobiliaria-2016-F.pdf> (22/02/2018; 18:23 horas)

BCRP (mayo, 2017). Reporte de Estabilidad Financiera. Recuperado de <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-mayo-2017.pdf> (12/01/2018; 14:09 horas)

BCRP (2018). Notas de Estudios del BCRP No. 10 – 8 de febrero de 2018. <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Notas-Estudios/2018/nota-de-estudios-10-2018.pdf> (24/02/2018; 15:18 horas)

BELTRÁN, Vanessa (2004). "Llegan bienes raíces al mercado de valores." *Reforma* [México D.F., México], 27 May 2004, p. 7. *Informe Académico*, go.galegroup.com/ps/i.do?p=IFME&sw=w&u=uesan&v=2.1&id=GALE%7CA117321375&it=r&asid=5d4f1f8d1c6e7839d5a22a8ef4c80907. (14/10/2017; 14:31 horas)

CABRERA LANFRANCONI, MARIANO, (Febrero, 2018). “¿Qué es una burbuja Inmobiliaria?”. Recuperado de <https://www.marianocabrera.com/que-es-una-burbuja-inmobiliaria/> (17/02/2018 16:12 horas)

- CALDERON V., Rosario (2014), en “El sector construcción e inmobiliario es el más visitado por la UIF”. Revista Perú Construye, Lima.
<http://www.peruconstruye.net/el-sector-construccion-e-inmobiliario-es-el-mas-visitado-por-la-uif/> (17/02/2018; 19:34 horas)
- CAPECO (2017) Estudio N° 22 del Mercado de Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y el Callao. Primera Edición Lima.
- CHÁVEZ, Pedro (1997). *Determinación de precios en el Mercado Bursátil*. Tesis presentada en para obtener el Título Profesional de Ingeniero Economista. Universidad de Ingeniería, Lima.
- C. KOO, Richard (2012), en “Nomura alerta sobre el riesgo de una burbuja inmobiliaria en el Perú”. Actualidad empresarial, Lima.
<http://aempresarial.com/web/informativo.php?id=18959> (10/02/2018; 20:23 horas)
- COURT y TARRADELLAS (2010). Mercado de Capitales. Fondos de Inversión. Pearson Educación. México.
- CUSHMAN & WAKEFIELD (2018), Por ahora precio de alquiler de oficinas empieza a estabilizarse. Diario Gestión 21 de febrero de 2018, Lima.
- DE ALMEIDA, Julio (1998), Tratamiento tributario de las principales innovaciones financieras. Tratamiento tributario de los fondos mutuos de inversión y de los fondos de inversión en valores. Revista PUCP. Lima.
http://www.ipdt.org/editor/docs/03_Rev33_JDAF.pdf (22/02/2018, 22:00 horas)
- DIANDERAS, Francisco (2009). Fondos de inversión y sus sociedades administradoras: análisis de los principales cambios reglamentarios. Revista Capitales, Volumen 2. Nro. 7, Lima.
- EL COMERCIO (2016)
<https://elcomercio.pe/economia/peru/gobierno-modifico-sistema-nacional-integrado-catastro-231381> (24/02/2018; 14:07 horas)
- ELÍAS, Aláin (2006). La Industria de los fondos de Inversión en el Perú y su perspectiva a Futuro. Revista Invertir, Volúmen 2. Nro. 21, Lima.
- ESPEJO, Nelly (2017), Mercado de oficinas prime en Lima, Moneda. Publicaciones BCRP. Lima.
- EVERCORE (2012), Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS). México.
<https://www.asofiduciarias.org.co/images/Augusto.pdf> (04/03/2018, 22:04 horas)
- EY (2014). Invirtiendo en bienes raíces en México, Marzo 2014. México

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico/\\$FILE/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico/$FILE/EY-Invirtiendo-en-bienes-raices-en-Mexico.pdf) (04/03/2018, 22:54 horas)

[FERNANDEZ BACA, Jorge \(2009\) Mercados financieros Instituciones e instrumentos, Lima](#)

GESTIÓN, (2015)

<https://gestion.pe/tu-dinero/inmobiliarias/capeco-advierte-cinco-factores-afectan-desarrollo-inmobiliario-peru-151597> (24/02/2018; 11:15 horas)

GRUPO BMV, (2018), Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces, México
https://www.bmv.com.mx/docspub/MI_EMPRESA_EN_BOLSA/CTEN_MINGE/Fibras.pdf (17/02/2018; 20:18 horas)

GUTIÉRREZ, Isabel. (2011) Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria. Lima: Ius Et Veritas.

GUTIERREZ, Omar (2015). Funcionamiento del Mercado de Valores. Material del curso Mercado de Valores, Programa Maestría de Finanzas y Derecho Corporativo, dictado en la Universidad ESAN, Lima.

HELGUERO, R. (2006) Clasificación de riesgos para fondos de inversión. Invertir. Vol. 3.

HERRERA CASTRO, Armando. (2010) Financiamiento de viviendas a través del mercado de capitales: DESARROLLO DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA. Capitales. Vol. 3 No. 21. Lima.

[IUS ET VERITAS \(2011\) Compendio de Mercado de Valores, Lima](#)

LSI, Ley del Impuesto Sobre la Renta Mexicana (2014), Nueva Ley publicada en el Diario Oficial de la Federación el 11 de diciembre de 2013, Última reforma publicada DOF 30-11-2016, México, P. 2016.

www.sat.gob.mx/informacion_fiscal/normatividad/Documents/LISR.doc (09/03/2018 15:50 horas)

LIU ARÉVALO, Rocío (febrero, 2017). Cambios en el Régimen Tributario para Rentas generadas en el Mercado de Valores. Recuperado de http://www.procapitales.org/eventos/webmailing14022017/semi_rocio_liu.pdf. (10/02/2018; 18:22 horas)

MARTÍN, M. (2010). Los fondos mutuos. En Mercado de capitales: una perspectiva global (p. 265). Lima: Universidad ESAN

MONTOYA STAHL, Alfonso. (2004) Los valores mobiliarios en la legislación peruana. Tratado de derecho mercantil (pp. 95-114). Lima: Gaceta Jurídica.

- RAMÍREZ, Karla (2005), “Ven opción en inmuebles” Reforma [México D.F., México] 9 Mayo 2005, p1.
go.galegroup.com/ps/i.do?p=IFME&sw=w&u=uesan&v=2.1&id=GALE%7CA132266233&it=r&asid=8f3f65d269069028403d7ea935ef1c0e. (14/10/2017; 10:55 horas)
- PERALES, Richard. (Junio, 2016). Fondos de Inversión Inmobiliaria en el Perú. Recuperado de <http://prensarealestate.com/fondos-inversion-inmobiliaria-peru/>
- POLO CHIROQUE, Roberto E. (diciembre, 2016). Los Fondos de Inversión en el Perú y el Impuesto a la Renta. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/viewFile/16539/16885>. (08/02/2018; 20:37 horas)
- POLO, Roberto E. Inversionistas despiertan su apetito por los FIRBI y FIBRA, ¿salvavidas para la construcción?». *Diario Gestión, Lima*.
<https://gestion.pe/tu-dinero/inmobiliarias/inversionistas-despiertan-apetito-firbi-fibra-salvavidas-construccion-130089> (22/02/2018; 15:00 horas)
- REVISTA TEMIS
www.revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/download/10811/11311
 (03/03/2018; 11:31 horas)
- RIVERO, Carlos y FLORES, Óscar (1997). Fondo de inversiones y sus sociedades administradoras. Revista Valores, Volumen 7. Páginas 42 – 47. Lima.
- SCOTIABANK (2015), en “El Mercado Inmobiliario en Perspectiva”, Informe elaborado por el Departamento de Estudios Económicos de Scotiabank Perú, Lima.
https://scotiabankfiles.azureedge.net/scotiabankperu/PDFs/personas/prestamos/InformeInmobiliario_ESPANOL.pdf?t=1519504965649 (24/02/2018; 15:43 horas)
- SUPERINTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES (2016) Manual sobre los Derechos de los Inversionistas en el Mercado de Valores. Primera Edición. Lima
- TABAKMAN, Damian (marzo, 2007). ¿Qué es un REIT?. Recuperado de <http://www.reporteinmobiliario.com/nuke/article894-que-es-un-reit.html>
 (09/03/2018; 01:20 horas)
- TAPIA HERMIDA, Alberto J. (2018) La inversión colectiva en el mercado inmobiliario: SOCIMIS versus Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria.
<http://ajtapia.com/2016/02/la-inversion-colectiva-en-el-mercado-inmobiliario-socimis-versus-sociedades-y-fondos-de-inversion-inmobiliaria/> (12/02/2018; 13:25 horas)
- THEMIS, Edición Nro. 15. Experiencia reciente de la Bolsa de Valores de Lima. La Mesa de Negociación: mayor presencia de los instrumentos de corto plazo en el mercado de recursos financieros.

- TUESTA M, Arturo (Enero, 2017). Cambios aplicables al Mercado de Valores. http://www.ipdt.org/uploads/files/Tuesta_24-01-2017.pdf. (26/02/2018; 19:13 horas)
- VALDIVIA RODRIGUEZ, Guido (2015), en “Capeco advierte que cinco factores afectan el desarrollo inmobiliario en el Perú”. Diario Gestión, Lima
- VALLE, Ana (2015), en “Con devolución de IVA, las FIBRAS aumentan su imperio en México”. Diario El Financiero, México. <http://www.elfinanciero.com.mx/empresas/con-devolucion-de-iva-las-fibras-aumentan-su-imperio-en-mexico.html> (18/02/2018; 21:15 horas)
- VEGA MERE, Yuri (2016), en “El gobierno modificó el Sistema Nacional Integrado de Catastro”, Diario El Comercio, Lima.
- VILLANUEVA, Walker. (Diciembre, 2015). Enajenación de Acciones y Fondos de Inversión. Recuperado de http://www.ipdt.org/uploads/files/Villanueva_01-12-2015.pdf.
- ZECENARRO, Martín (2014), en “El sector construcción e inmobiliario es el más visitado por la UIF”. Revista Perú Construye, Lima. <http://www.peruconstruye.net/el-sector-construccion-e-inmobiliario-es-el-mas-visitado-por-la-uif/> (18/02/2018; 12:55 horas)

LISTA DE ABREVIATURAS

AFP	: Asociación Fondos de Pensiones
BCRP	: Banco Central de Reserva del Perú
BMV	: Bolsa de Valores Mexicana
BVL	: Bolsa de Valores de Lima
CAPECO	: Cámara Peruana de la Construcción
FIBRA	: Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces
FIBRA	: Fideicomiso de Infraestructura de Bienes Raíces en México
FII	: Fondo de Inversión Inmobiliaria
FIRBI	: Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles
IGV	: Impuesto General a las Ventas
INEI	: Instituto Nacional de Estadística e Informática
IR	: Impuesto a la Renta
LMV	: Ley del Mercado de Valores
LFI	: Ley de Fondos de Inversión
LIR	: Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta
MCN	: Mecanismos Centralizados de Negociación.
OPA	: Oferta Pública de Adquisición
OPC	: Oferta Pública de Compra
OPI	: Oferta Pública de intercambio
OPV	: Oferta Pública de Venta
RLIR	: Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta

RLFI : Reglamento de la Ley de Fondos de Inversión

RPMV : Registro Público del Mercado de Valores

SAB : Sociedades Agentes de Bolsa.

SAFI : Sociedad Administradora de Fondos de Inversión

SBS : Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones

SII : Sociedad de Inversión Inmobiliaria

SIBRA : Sociedad de Infraestructura de Bienes Raíces en México

SMV : Superintendencia del Mercado de Valores

SOCIMI : Sociedad anónima cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario

SUNAT : Superintendencia Nacional de Administración Tributaria

TUO : Texto Único Ordenado

FII : Fondo de Inversión Inmobiliaria – Chile

REIT : Real Estate Investment Trust

ANEXO 1: LEY DE MERCADO DE VALORES

Artículo 124.- Definición.- Se consideran otros mecanismos centralizados de negociación a aquellos que tienen como objeto negociar valores no inscritos en rueda de bolsa.

Artículo 125.- Reglamentos Internos.- Los reglamentos internos de los otros mecanismos centralizados deben especificar, cuando menos, lo siguiente:

a) Los valores susceptibles de negociación y, en su caso, los requisitos y condiciones para la inscripción de los valores, su suspensión y su retiro;

b) La duración diaria de cada sesión de negociación;

c) Las condiciones de la concertación, conciliación y liquidación de las operaciones, así como las responsabilidades que de ellos deriven;

d) Los agentes de intermediación que participan en el mecanismo; y,

e) Las obligaciones de informar de los emisores, de los agentes de intermediación participantes en el mecanismo y de los responsables de la conducción del mismo.

Artículo 130.- Definición y Finalidad.- Las Bolsas son personas jurídicas de especiales características que pueden adoptar la estructura legal de las asociaciones civiles o de las sociedades anónimas. Tienen por finalidad facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la bolsa.
(*)

(*) Sustituido por el Artículo 19 de la Ley N° 27649, Ley que modifica el Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores.

"CONASEV podrá delegar en una o más bolsas las facultades que la presente Ley le confiere, respecto a las sociedades agentes y a los emisores con valores inscritos en dicha bolsa. Cuando las bolsas ejerzan función administrativa, dicha actividad se regirá por la Ley del Procedimiento Administrativo General y por las normas complementarias que dicte CONASEV." (*)

(*) **Párrafo adicionado por el [Artículo 1 del Decreto Legislativo N° 1061](#), publicado el 28 junio 2008.**

"Asimismo, las bolsas, previa autorización de Conasev, pueden facilitar la negociación de productos constituidos por bienes de origen o destino agropecuario, minero, pesquero, industrial y servicios complementarios, títulos representativos de los mismos o contratos relativos a ellos, para lo cual se rigen por las normas correspondientes al mercado de productos, en su integridad, salvo en aquellos aspectos que Conasev determine que no resultan aplicables o compatibles con la presente Ley. Conasev puede exigir que la bolsa cuente con un capital y patrimonio adicional en función de las operaciones y actividades que realizará." (*)

ANEXO 2: LEY DE FONDOS DE INVERSIÓN, DECRETO LEGISLATIVO NRO. 862 Y NORMAS MODIFICATORIAS

“Artículo 3.- Los Fondos son de capital cerrado. Se caracterizan porque su número de cuotas es fijo. Dichas cuotas no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del Fondo, salvo que se trate de reembolsos derivados del ejercicio del derecho de separación del Fondo que corresponde a los partícipes, de acuerdo con las condiciones que para el efecto hayan sido previstas en las normas de carácter general que dicte CONASEV. Corresponde a la Asamblea General de Partícipes acordar que se efectúen nuevas aportaciones o se aumente el número de cuotas.”

“Artículo 9.- El reglamento de participación de los Fondos debe contener, entre otros, lo siguiente:”

a) Denominación del Fondo, especificando si sus Certificados de Participación son colocados por oferta pública o privada; b) El plazo de duración del Fondo;

c) La política de inversiones, incluyendo su grado de diversificación y/o de especialización, considerando, entre otros, los niveles de riesgo;

d) Los planes para la colocación de los Certificados de Participación que se emitan ;

e) Los procedimientos de valorización de su patrimonio;

f) Los criterios que servirán de base para la distribución de los beneficios obtenidos por el Fondo;

g) Las comisiones que percibirá la sociedad administradora y los gastos que serán asumidos por la sociedad administradora y por el Fondo;

h) La información que se entregará a los partícipes, en particular sobre la valorización de las cuotas, su periodicidad y los medios de comunicación a través de los cuales se divulgará;

i) Normas para la suscripción y negociación de las cuotas;

j) Mecanismos a ser utilizados en caso de presentarse discordias entre la sociedad administradora y los partícipes;

k) Las atribuciones de la Asamblea General de Partícipes, quórum necesario para su convocatoria y adopción de acuerdos y, de ser el caso, las funciones del Comité de Vigilancia, así como la forma de elección y remoción de sus miembros;

l) Las políticas y límites a cumplir en cuanto a la concentración y participación de sus partícipes;

m) Criterios de selección y renovación de la auditora del Fondo o de los Fondos, y de la propia sociedad administradora;

n) Procedimiento para su modificación;

o) Política de incremento de aportaciones y normas para la determinación de su monto y condiciones, así como, el derecho de preferencia que corresponda a los titulares de cuotas para suscribir las nuevas;

p) Política de endeudamiento;

q) Normas respecto a las operaciones del Fondo con valores emitidos por personas vinculadas con la sociedad administradora y la de estas últimas con cuotas del Fondo;(*)

(*) Inciso sustituido por el Artículo 6 de la Ley N° 27641 publicada el 19-01-2002, cuyo texto es el siguiente:

"q) Normas respecto a las operaciones del Fondo con activos de personas vinculadas o relacionadas a la sociedad administradora y las de éstas con cuotas del Fondo."

r) Procedimiento para la transferencia de la administración del fondo, su disolución y liquidación; y,

s) Otros derechos y obligaciones de la sociedad administradora y de los partícipes.

“Artículo 13.- El capital suscrito y pagado de las sociedades administradoras es de setecientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 750 000,00). No obstante lo anterior, el patrimonio neto de la sociedad administradora no podrá ser inferior a 0,75% de la suma de los patrimonios de los fondos mutuos y fondos de inversión bajo su administración.

Adicionalmente, mediante normas de carácter general CONASEV podrá establecer un límite máximo al patrimonio mínimo exigible a las sociedades administradoras en función a las características de los Fondos administrados y a la situación del mercado.”

“Artículo 13-A.- Las sociedades administradoras deberán constituir una garantía en favor de CONASEV, en respaldo de los compromisos contraídos con los partícipes a su cargo, por un monto no inferior al porcentaje que mediante norma de carácter general establezca CONASEV en función del patrimonio neto administrado de cada Fondo de inversión.

La garantía a que alude el párrafo anterior tiene carácter intangible y no puede ser objeto de medida judicial o gravamen. Dicha garantía podrá adoptar las siguientes modalidades:

a) Depósito bancario a la orden de CONASEV;

b) Carta fianza bancaria en favor de CONASEV; y,

c) Póliza de caución emitida por empresas de seguros en favor de CONASEV.

CONASEV podrá exigir una garantía por montos mayores en razón del volumen y naturaleza de los Fondos de inversión, o de otras circunstancias fundamentadas.”

(*) Artículo incorporado por el Artículo 11 de la Ley N° 27641 publicada el 19-01-2002.

“Artículo 13-B.- La garantía podrá ser ejecutada por CONASEV, cuando durante la gestión de cualquiera de los Fondos de inversión, la sociedad administradora incurra en alguna de las siguientes causales:

a) Incumplir las obligaciones contraídas con los partícipes, según lo dispuesto en las normas legales vigentes;

b) Incurrir en dolo o negligencia en el desarrollo de sus actividades que ocasione perjuicio al Fondo de inversión;

- c) *Ingresar la sociedad administradora o Fondo de inversión en proceso de liquidación, a fin de pagar a los liquidadores, cuando la sociedad administradora no pueda hacer frente a sus gastos;*
- d) *Hacer efectivos los activos del Fondo de inversión que se encuentren gravados, durante un proceso de liquidación; y,*
- e) *Otros que establezca CONASEV.*

De ejecutarse total o parcialmente la garantía, la sociedad administradora queda obligada a su inmediata reposición, de acuerdo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV.”

() Artículo incorporado por el Artículo 12 de la Ley N° 27641 publicada el 19-01-2002.*

“Artículo 13-C.- *La garantía de que trata el Artículo 13-A debe mantenerse hasta que transcurran seis (6) meses del cese de las actividades de la sociedad administradora o hasta que sean resueltas por sentencia ejecutoriada las acciones judiciales que, dentro de dicho plazo, hubieren interpuesto contra ella los beneficiarios de tal garantía. Estos serán condenados necesariamente con costas en el caso de que no fuese acogida su pretensión.”*

Artículo 17.- *La sociedad administradora, sus directores, gerentes, accionistas con una participación superior al diez por ciento (10%) del capital, los miembros del Comité de Inversiones, así como toda persona que participe en las decisiones de inversión de los Fondos o que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información sobre las decisiones de inversión de los Fondos, están prohibidas de:*

- a) *Adquirir, arrendar, usufructuar, utilizar o explotar, en forma directa o indirecta, bienes o derechos de los Fondos que administren, ni arrendar o ceder en cualquier forma a título oneroso, los bienes o derechos de la sociedad al Fondo bajo su administración;*
- b) *Dar préstamos a dichos Fondos;(*)*

() Inciso sustituido por el Artículo 15 de la Ley N° 27641 publicada el 19-01-2002, cuyo texto es el siguiente:*

"b) Dar préstamos a dichos Fondos, excepto que aquellos partícipes que no estén vinculados a la Administradora ni a la entidad o persona que otorgaría el préstamo hayan previamente autorizado el mismo así como sus condiciones."

- c) *Recibir préstamos o garantías con cargo a los recursos de los Fondos;*
- d) *Efectuar cobros directa o indirectamente al Fondo, por cualquier servicio prestado no autorizado; y,*
- e) *Ser accionista, director, gerente o miembro del Comité de Inversiones de otra sociedad administradora.*

La sociedad administradora estará obligada a indemnizar a los Fondos bajo su administración por los perjuicios que ella o cualquiera de sus dependientes o personas que le presten servicios le causaren, como consecuencia de la ejecución u omisión, según corresponda, de cualquiera de las prohibiciones contenidas en la presente Ley, el Reglamento Interno y las normas de carácter general dictadas por CONASEV, tratándose de Fondos cuyas cuotas son colocadas por oferta pública. Las

personas que hubieren participado serán solidariamente responsables del reembolso por el daño ocasionado. ()*

() Párrafo sustituido por el Artículo 15 de la Ley N° 27641 publicada el 19-01-2002, cuyo texto es el siguiente:*

"La sociedad administradora estará obligada a indemnizar a los Fondos bajo su administración por los perjuicios que ella o cualquiera de sus dependientes o personas que le presten servicios le causaren, como consecuencia de la ejecución u omisión, según corresponda, de cualquiera de las prohibiciones contenidas en la presente Ley, el reglamento de participación y las normas de carácter general dictadas por CONASEV, tratándose de Fondos cuyas cuotas son colocadas por oferta pública. Las personas que hubieren participado serán solidariamente responsables del reembolso por el daño ocasionado."

Artículo 19.- *Los Fondos cuyos Certificados de Participación sean colocados o negociados mediante oferta pública deben cumplir con las disposiciones legales anteriores y las establecidas en el presente Capítulo. En caso de conflicto se aplican las últimas.*

Sin perjuicio de lo dispuesto anteriormente, el funcionamiento y las operaciones de dichos Fondos se sujetan adicionalmente a las normas de carácter general que dicte CONASEV.

"Artículo 21.- COLOCACION DE CUOTAS

Las sociedades administradoras podrán realizar la promoción para la colocación de cuotas del Fondo, previa a su inscripción en CONASEV, siempre que mencionen en forma destacada que el Fondo aún no ha sido inscrito en CONASEV y que su colocación se iniciará con posterioridad a su inscripción."

"Artículo 24.- *Los excesos de inversión, así como las inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo de inversión por causas no atribuibles a la Sociedad Administradora deberán subsanarse de acuerdo a las condiciones que para el efecto acuerde la asamblea de partícipes. Mediante disposiciones de carácter general CONASEV dictará normas para una adecuada transparencia y protección a los inversionistas, así como para establecer las condiciones de subsanación, en caso de que no se produzca acuerdo en la asamblea de partícipes.*

Los excesos de inversión así como las inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo de inversión, que se produzcan por causas atribuibles a la Sociedad Administradora, deberán subsanarse en un plazo que no exceda de seis (6) meses, de acuerdo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV."

"Artículo 25.- *La colocación de cuotas debe estar precedida de la entrega del reglamento de participación, el mismo que debe mantenerse actualizado."*

"Artículo 30.- *La sociedad administradora de un Fondo podrá emitir obligaciones y recibir préstamos a favor del Fondo, con cargo a los recursos de éste, siempre que medie autorización expresa del Comité de Vigilancia, facultado para este efecto por la Asamblea de Partícipes. Igual criterio regirá para los casos en que se otorguen garantías específicas en respaldo de dichas obligaciones o préstamos.*

Si la emisión de obligaciones es realizada mediante oferta pública y supera el patrimonio del Fondo, deberá constituir garantías específicas de acuerdo a lo establecido en el Artículo 90 de la Ley del Mercado de Valores. Si dicha emisión se

realiza mediante oferta privada, deberá sujetarse a lo dispuesto en el Artículo 307 de la Ley General de Sociedades.”

ANEXO 3: REGLAMENTO DE LA LEY DE FONDOS DE INVERSIÓN, APROBADO POR RESOLUCIÓN 029-2014-SMV-01 Y NORMAS MODIFICATORIAS

“Artículo 3 Normas Generales de Conducta

En el desarrollo de sus actividades, la Sociedad Administradora, los accionistas, gerentes, directores, trabajadores, promotores, representantes, miembros del Comité de Inversiones, Gestores Externos, miembros del Comité de Vigilancia, así como toda persona que preste servicios a la Sociedad Administradora, en el cumplimiento del deber fiduciario, debe observar las siguientes Normas Generales de Conducta:

a) Equidad: Otorgar un tratamiento equitativo a los partícipes, actuando imparcialmente, brindando igualdad de condiciones y oportunidades, y evitando cualquier acto, conducta, práctica u omisión que pueda resultar beneficioso o perjudicial a ciertos partícipes.

b) Prioridad de Intereses: Dar prioridad en todo momento a los intereses de los Fondos que administre y de sus partícipes sobre sus propios intereses, de su personal, los de sus vinculados o terceros.

c) Reserva de la Información: Mantener absoluta reserva de la información privilegiada a la que se tuviese acceso y de aquella información sujeta a reserva relativa a los partícipes. Abstenerse de utilizar esta información en beneficio propio o de terceros. Se entiende por información privilegiada la definida en el artículo 4 del Reglamento y en las demás disposiciones sobre la materia.

d) Competencia: Disponer de recursos idóneos y necesarios, así como de los procedimientos y sistemas adecuados para desarrollar eficientemente sus actividades vinculadas a los Fondos bajo su gestión.

e) Honestidad, Cuidado y Diligencia: Desempeñar sus actividades con honestidad, así como con el cuidado y diligencia debidos en el mejor interés del Fondo y sus partícipes, evitando actos que puedan deteriorar la confianza de los participantes del mercado.

f) Información a Partícipes e Inversionistas: Informar, dentro del proceso de colocación de cuotas, sobre los atributos de rentabilidad y riesgo que caracterizan a las inversiones de los fondos de inversión. Ofrecer a los partícipes de los Fondos a su cargo toda información que pueda ser relevante para la adopción de sus decisiones de suscripción, transferencia o ejercicio de su derecho de separación, en igualdad de condiciones. Toda información a los partícipes e inversionistas debe ser clara, precisa, veraz, suficiente y oportuna.

g) Objetividad y Prudencia: Actuar con exhaustiva rigurosidad profesional y moderación en la obtención, procesamiento y aplicación de la información relacionada con las decisiones de inversión, así como en la valuación de los activos del Fondo, aplicando un criterio conservador en el último caso, con el fin de cautelar los intereses del Fondo.

h) Razonabilidad: Cuidar que los gastos y costos en que incurra el Fondo se ajusten a los parámetros razonables del mercado en la gestión de los recursos del Fondo.

i) Observancia: Cumplir con las normas que regulan el ejercicio de sus actividades, así como con sus propios procedimientos internos establecidos en los manuales correspondientes.

La Sociedad Administradora implementará los procedimientos y controles necesarios para su debida observancia.

“Artículo 4 Información Privilegiada y Principio de Reserva

Cualquier información relativa al Fondo que no sea de dominio público y que, de ser hecha pública, tenga la capacidad de influir sobre el valor de las cuotas del Fondo califica como información privilegiada, sin perjuicio de las demás disposiciones sobre la materia, establecidas por la SMV. Las personas que tengan acceso a información privilegiada deben mantener absoluta reserva de la misma y abstenerse de realizar operaciones respecto del instrumento o valor materia de la información a la que haya accedido, siéndoles de aplicación las normas sobre información privilegiada y deber de reserva establecidas en la LMV y sus normas complementarias.

Las decisiones adoptadas o en evaluación relacionadas con las inversiones y operaciones del Fondo, así como la información relativa a estas decisiones, se consideran información privilegiada. Las personas integrantes del Comité de Inversiones y todas las demás personas que tengan acceso a dicha información deben guardar absoluta reserva de la misma.

“Artículo 5 Principio de Independencia y Separación

En el desarrollo de sus actividades la Sociedad Administradora debe cumplir las siguientes reglas:

a) La sociedad administradora, sus directores, gerentes, accionistas con una participación, directa o indirecta, superior al diez por ciento (10%) del capital, los miembros del Comité de Inversiones, así como toda persona que participe en las decisiones de inversión de los Fondos o que, en razón de su cargo o posición, tenga acceso a información sobre las decisiones de inversión de los Fondos están prohibidas de:

1. Adquirir, arrendar, usufructuar, utilizar o explotar, en forma directa o indirecta, bienes o derechos de los Fondos que administren, y de arrendar o ceder en cualquier forma a título oneroso, los bienes o derechos de la sociedad al Fondo bajo su administración;

2. Dar préstamos a dichos Fondos, excepto que aquellos participe que no estén vinculados a la Administradora ni a la entidad o persona que otorgaría el préstamo hayan previamente autorizado el mismo así como sus condiciones.

3. Recibir préstamos o garantías con cargo a los recursos de los Fondos;

4. Efectuar cobros, directa o indirectamente, al Fondo, por cualquier servicio prestado no autorizado; y,

5. Ser accionista, director, gerente o miembro del Comité de Inversiones de otra sociedad administradora.

b) Los gerentes de la Sociedad Administradora, Gestor Externo y los miembros del Comité de Inversiones no podrán:

1. Ser accionistas de otra empresa que cuente con autorización de funcionamiento de la SMV y preste servicios, directa o indirectamente, a la Sociedad Administradora o a los Fondos que esta administre.

2. Prestar servicios, de forma directa o indirecta, a las empresas mencionadas en el numeral anterior.

Para fines de la aplicación de lo dispuesto en los numerales anteriores del presente literal, se tendrá en cuenta únicamente a aquellos accionistas que directa o indirectamente sean titulares del diez por ciento (10%) o más del capital social de la correspondiente sociedad o teniendo una participación menor, mantienen el control sobre ellas.

c) La Sociedad Administradora debe garantizar adecuadas condiciones de reserva y hermetismo en el manejo de la información sobre el Fondo, así como sobre sus comunicaciones.”

“Artículo 12 Publicidad sobre el Fondo

Toda la información promocional o publicidad relacionada a los Fondos, sus cuotas de participación, contrato de suscripción, Reglamento de Participación, así como el contenido de su página web, deben sujetarse a los lineamientos y criterios establecidos en el Anexo B del Reglamento, el artículo 11 de la LMV y el Decreto Legislativo N° 1044 o norma sobre la materia que lo sustituya.

La Sociedad Administradora tiene la responsabilidad de verificar la veracidad y exactitud de la información divulgada en la publicidad que realice y debe rectificar, suspender y/o cancelar la publicidad que contravenga lo señalado en este artículo.

La SMV, de verificar que existen indicios de incumplimiento del presente artículo, podrá comunicar tal circunstancia a la entidad competente con el fin de adoptar las sanciones respectivas, de ser el caso.

“Artículo 27 Fusión, escisión u otras formas de reorganización, así como la reducción de capital

La convocatoria a la Junta General de Accionistas que tenga por objeto la adopción de un acuerdo de fusión, escisión u otras formas de reorganización societaria así como la reducción de capital de la Sociedad Administradora, será puesta en conocimiento de la SMV el mismo día de su publicación. En caso de que se adopte el referido acuerdo en junta universal de accionistas, debe informarse al día siguiente de producido.

La eficacia de los acuerdos señalados en el párrafo anterior están supeditados a su aprobación por parte de la Intendencia General de Supervisión de Entidades o el órgano que haga sus veces.

Para estos efectos, la Sociedad Administradora debe presentar copia del acta del acuerdo de la Junta General de Accionistas, el proyecto de minuta, copia de los avisos del acuerdo adoptado, así como cualquier otra información adicional que le sea solicitada.

La SMV dispone de un plazo máximo de veinte (20) días de presentada la solicitud para pronunciarse.

El plazo a que se refiere el párrafo anterior se suspende en tanto no se subsanen las observaciones o se presente la información que solicite la Intendencia General de Supervisión de Entidades o el órgano que haga sus veces. Una vez satisfechos los requerimientos de la SMV, la Intendencia General de Supervisión de Entidades u

órgano que haga sus veces, dispone de siete (07) días para emitir su pronunciamiento.

En los casos que corresponda, la resolución de aprobación da mérito para la inscripción de la escritura pública correspondiente en el Registro de Personas Jurídicas de los Registros Públicos. En un plazo máximo de diez (10) días de realizada dicha inscripción, la Sociedad Administradora debe remitir a la SMV copia de la constancia de inscripción respectiva.

“Artículo 34 Responsabilidad Solidaria

La sociedad administradora y las personas responsables de la elaboración del Reglamento de Participación, respecto del ámbito de su competencia profesional y/o funcional, tienen responsabilidad solidaria por las inexactitudes u omisiones de dicho reglamento.

“Artículo 35 Negociación de Certificados de Participación en Mecanismos Centralizados de Negociación.

Los certificados de participación del Fondo podrán negociarse en un mecanismo centralizado de negociación cuando así se haya establecido en el Reglamento de Participación.

El deslistado no implica la exclusión del Fondo del Registro ni de sus certificados de participación.

“Artículo 44 Asamblea y Modificaciones

Cualquier modificación al Reglamento de Participación debe ser aprobada por la Asamblea General, salvo los aspectos señalados el Anexo I del Reglamento.

Con excepción de las modificaciones que generan derecho de separación, el Comité de Vigilancia o el Comité de Inversiones podrá aprobar otras modificaciones al Reglamento de Participación siempre que cuenten con la respectiva delegación dada por la Asamblea General para dichos efectos.

“Artículo 48 Comunicación de las Modificaciones al Reglamento de Participación

Dentro de los quince (15) días calendario posteriores a la inscripción en el Registro, la Sociedad Administradora debe difundir las modificaciones al Reglamento de Participación, a través de alguno de los medios de información establecidos en el Reglamento de Participación.

La divulgación debe incluir el nuevo texto de las modificaciones, así como una comparación con el texto anterior y precisar la fecha de entrada en vigencia de las modificaciones.

La Sociedad Administradora debe remitir un resumen de dichas modificaciones en el estado de inversiones siguiente.

“Artículo 54 Clases

Todas las cuotas de una clase de un Fondo tienen el mismo valor nominal y vencimiento, y gozarán de los mismos derechos y obligaciones. En el Reglamento de Participación se establecerán las clases de cuotas y sus características. Cada Fondo debe tener por lo menos una clase con derecho a voto.

La eliminación de cualquier clase de cuotas o su modificación requiere la aprobación previa por la asamblea especial de los titulares de cuotas de la clase que se elimine o cuyos derechos se modifiquen.

La asamblea especial de los titulares de cuotas de una clase se regirá por las mismas disposiciones de la Asamblea General en tanto le sean aplicables.

“Artículo 57 Plazo de Colocación

La colocación de cuotas del Fondo se debe realizar una vez que este se encuentre inscrito en el Registro. El plazo de colocación de cuotas comprende doce (12) meses computados desde la fecha de su inscripción. Dicho plazo es improrrogable.

“Artículo 56 Precolocación.

Iniciado el trámite de inscripción del Fondo en el Registro para realizar una oferta pública primaria, la Sociedad Administradora podrá difundir la intención de efectuar la futura oferta pública con el objeto de facilitar la posterior colocación de las cuotas del Fondo. En la precolocación de cuotas, la Sociedad Administradora debe observar las siguientes reglas:

a) En la difusión que realice debe indicar que esta no constituye una invitación para realizar un acto jurídico relativo a la colocación de las cuotas, dado que la inscripción del fondo aún se encuentra en trámite ante la SMV.

Debe indicar que se pone a disposición una versión preliminar del Reglamento de Participación y del modelo de contrato de suscripción, documentos que podrán ser revisados por los potenciales inversionistas y que deben ser entregados en forma gratuita a quienes lo soliciten, dichas versiones deben coincidir con las que se hubieren presentado a la SMV.

b) A la versión final del Reglamento de Participación y del modelo de contrato de suscripción debe anexarse una explicación de los cambios sustanciales respecto de versiones preliminares.

“Artículo 60 Constancia de Recepción del Reglamento de Participación.

La suscripción de cuotas debe estar precedida de la entrega del Reglamento de Participación, el mismo que debe mantenerse actualizado.

La Sociedad Administradora debe recabar una constancia del partícipe de haber recibido el Reglamento de Participación. Dicha constancia puede incorporarse en el contrato de suscripción o en el de transferencia de cuotas, siempre que se efectúe en forma destacada y se requiera una firma exclusiva para dicha constancia.

“Artículo 61 Copropiedad de cuotas.

Cuando una o más cuotas pertenezcan en común a varias personas, los copropietarios estarán obligados a designar a uno de todos ellos para que actúe en su representación ante la Sociedad Administradora.

La designación se efectuará mediante carta con firma legalizada notarialmente, suscrita por los copropietarios que representen más del cincuenta por ciento (50%) de los derechos sobre las cuotas en copropiedad.

“Artículo 62 Adquisición de la Calidad de Partícipe.

La adquisición de la calidad de partícipe del Fondo establecida en el artículo 5 de la Ley presupone la sujeción del partícipe a las condiciones señaladas en el contrato de suscripción, el Reglamento de Participación, así como a las normas que regulan a los Fondos.

La transferencia de cuotas no inscritas en un mecanismo centralizado de negociación debe ser realizada ante la Sociedad Administradora previa entrega del certificado de participación cuando éste haya sido emitido y de la firma del contrato respectivo. La Sociedad Administradora debe recabar, del nuevo partícipe, la constancia a que se refiere el artículo 60 del Reglamento.

Cuando las cuotas se encuentren inscritas en un mecanismo centralizado, de manera previa a la transferencia, la sociedad agente de bolsa debe informar al adquirente de las cuotas sobre los medios para recabar el Reglamento de Participación.

“Artículo 63 Pago de Cuotas

Los aportes serán depositados en la cuenta que el Fondo mantenga en una Empresa del Sistema Financiero, según las condiciones que se hayan establecido en el Reglamento de Participación.

Según la naturaleza de las inversiones del Fondo, en el Reglamento de Participación se podrá establecer pagos parciales de cuotas. Las condiciones para el pago de las cuotas dentro de una clase, serán iguales para todos los partícipes. Para este efecto, el Reglamento de Participación debe señalar el porcentaje de pago inicial al momento de la suscripción, así como las condiciones en que se pagará el importe pendiente. Dichas condiciones establecerán el órgano competente para requerir el pago parcial, la forma y plazo de comunicación del mismo a los partícipes, y el plazo para el pago, así como las acciones que se adoptarán en caso de que el partícipe no cumpla con el pago parcial requerido y las penalidades que correspondan.

En el caso de cuotas representadas por títulos físicos, el pago se requerirá a aquellos que figuren registrados como tales en el Registro de Partícipes a cargo de la sociedad y si éstas estuvieren representadas mediante anotaciones en cuenta éste será requerido a aquellos que figuren como titulares en el registro contable a cargo de la institución de compensación y liquidación de Valores, en ambos casos, a la fecha que establezca el Reglamento de Participación.

La Sociedad Administradora comunicará al Registro, como hecho de importancia, el requerimiento del pago parcial adoptado por el órgano competente.

El importe correspondiente a las cuotas suscritas y no pagadas no será computable para la determinación del patrimonio mínimo requerido para iniciar las actividades del Fondo.

“Artículo 64 Procedimiento para Ofertar Aporte en Bienes no Dinerarios

Para ofertar un aporte en bienes no dinerarios se seguirá el siguiente procedimiento:

a) El aportante del bien no dinerario debe presentar por escrito su propuesta, indicando su valor y una descripción detallada del mismo, así como cualquier otra información complementaria de carácter relevante que explique el valor propuesto.

b) El Comité de Inversiones verificará que el bien objeto del aporte reúna las condiciones que para el efecto se hayan fijado en el Reglamento de Participación y decidirá si admite a evaluación o no el bien no dinerario materia del aporte.

De admitir a evaluación el bien debe determinar, de acuerdo con los criterios establecidos en el Reglamento de Participación, si procede se realice una valuación por una Entidad Tasadora, siendo esta valuación de carácter obligatorio cuando se trate de bienes inmuebles.

c) De requerir el Comité de Inversiones una valuación, la Sociedad Administradora contratará a una Entidad Tasadora para tal efecto. Los costos que irrogue la valuación serán asumidos por el aportante del bien no dinerario previo a la realización de la misma, caso contrario se dará por no iniciado el procedimiento.

d) El Comité de Inversiones, de acuerdo con la metodología de valorización establecida en el Reglamento de Participación, debe determinar el Valor razonable del bien objeto del aporte.

e) El Comité de Inversiones debe comunicar al aportante el valor al cual será propuesto el bien para aceptación de la Asamblea General, el mismo que será el menor valor resultante entre el valor propuesto por el aportante, el Valor razonable y, de ser el caso, el valor determinado por la Entidad Tasadora. La referida comunicación debe realizarse con una anticipación no mayor de diez (10) días antes de la convocatoria a la Asamblea General en la que se tratará la aprobación de aportes no dinerarios y el aportante debe confirmar por escrito la aceptación del citado valor dentro de los cinco (05) días de recibida la comunicación.

“Artículo 65 Asamblea General de Aceptación de Aportes no Dinerarios.

La Sociedad Administradora debe convocar a la Asamblea General en la que se trate la aceptación de los aportes en bienes no dinerarios, cuando haya alcanzado el patrimonio mínimo establecido en su Reglamento de Participación para aportes dinerarios.

En la convocatoria a la Asamblea General, se debe indicar que las características y el sustento de la valorización de los bienes propuestos para la aprobación de la Asamblea General se encuentran a disposición de los partícipes en el local de la Sociedad Administradora. La aceptación de bienes no dinerarios se sujetará a las siguientes reglas:

a) La Asamblea General debe celebrarse con el quórum calificado y las mayorías a que se refieren los artículos 93 y 94 del Reglamento.

b) Tratándose de bienes no dinerarios aportados por Personas Relacionadas, rige la regla establecida para inversiones en bienes de estas personas a que se refiere el literal b del artículo 78 del Reglamento, así como las reglas del derecho de separación a que se refieren los artículos 73 y 74 del Reglamento.

c) Luego de la aceptación del aporte en Asamblea General o cuando la Sociedad Administradora determine ejecutar el acuerdo, según el supuesto señalado en el literal anterior, la suscripción de cuotas se realizará con la transferencia de los bienes objeto del aporte, al precio de suscripción vigente a la fecha de la Asamblea General en que se aceptó el aporte, quedando ésta sujeta a que el bien, si es inscribible, sea formalmente inscrito en el registro que corresponda a nombre del Fondo y, en caso de no ser inscribible, a que éste pueda disponer libremente de los mismos.

Efectuada la convocatoria a la Asamblea General para la aceptación de aportes no dinerarios, se suspende la suscripción de cuotas con aportes dinerarios. Aceptados los aportes de bienes no dinerarios en Asamblea General se suspende la suscripción de cuotas con aportes no dinerarios.

“Artículo 66 Devolución de Aportes

Cuando el patrimonio no haya alcanzado el mínimo de cuotas establecido para la colocación hasta el plazo máximo señalado en el artículo 57 del Reglamento ni haya iniciado los trámites para dar cumplimiento de los literales b) y c) del artículo 51 del Reglamento, la Sociedad Administradora debe devolver, dentro de los quince (15) días siguientes, los aportes que se hubieren realizado, en la misma especie en que fueron aportados. La Sociedad Administradora debe comunicar dentro de este plazo a los aportantes a través de los medios fijados en el Reglamento de Participación.

La devolución debe efectuarse al valor de suscripción de la cuota más la rentabilidad generadas desde la fecha de pago hasta el día en que efectúe el retiro o la consignación, según sea el caso. La devolución de los aportes implica la liquidación.

“Artículo 67 Representación de Cuotas

Las cuotas del Fondo se representan en certificados de participación que pueden adoptar la forma de títulos físicos o anotaciones en cuenta.

Las cuotas representadas a través de anotaciones en cuenta deben sujetarse a las disposiciones contenidas en la LMV y las normas complementarias dictadas por la SMV.

Las cuotas que se representen a través de títulos físicos deben contener como mínimo la información establecida en el Anexo J del Reglamento.

“Artículo 70 Aumento de Capital del Fondo

La Asamblea General solo podrá acordar un aumento de capital cuando las cuotas del Fondo se encuentren totalmente pagadas y debe decidir sobre el monto del aumento de capital y la emisión de cuotas. La Asamblea General podrá delegar en el Comité de Vigilancia o Comité de Inversiones la determinación de las condiciones de las nuevas emisiones de cuotas y del ejercicio del derecho de suscripción preferente.

Para la determinación del precio de colocación de las emisiones de cuotas como consecuencia de un aumento de capital se debe dar a los partícipes y potenciales inversionistas información amplia y fundamentada acerca de los elementos de valoración de dicho precio. Los informes que sustenten el precio de colocación deben estar a disposición de los partícipes u otros inversionistas con al menos cinco (05) días calendario de anticipación a la Asamblea General que apruebe el referido aumento de capital.

La Sociedad Administradora debe remitir como hecho de importancia al Registro el acuerdo de aumento de capital adoptado por la Asamblea General, indicando las características y las condiciones de la emisión.

En el aumento de capital por nuevos aportes, los partícipes tienen derecho preferencial para suscribir a prorrata de su participación en las cuotas que se creen. Este derecho es libremente transferible.

Para el aumento de capital se debe seguir el procedimiento de suscripción preferente establecido en el Reglamento de Participación, el cual debe establecer un procedimiento con un mínimo de una (01) rueda de suscripción con un plazo no inferior a cinco (05) días, salvo que la asamblea que aprueba el aumento de capital acuerde por unanimidad un plazo menor o su renuncia a este derecho.

Los Fondos inscritos bajo el Régimen Simplificado deben seguir el procedimiento de suscripción preferente establecido en el Reglamento de Participación.

La Sociedad Administradora debe comunicar a los partícipes las condiciones para el aumento de capital al día siguiente de adoptado el acuerdo respectivo.

Culminada la colocación de nuevas cuotas por aumento de capital, la Sociedad Administradora debe comunicar al Registro, como hecho de importancia, el resultado correspondiente.

“Artículo 71 Reducción del Capital del Fondo

La reducción de capital del Fondo se acordará por Asamblea General según el procedimiento que para el efecto establezca el Reglamento de Participación. La Sociedad Administradora debe remitir el respectivo acuerdo de Asamblea General que detalle las condiciones de la reducción como hecho de importancia.

Previo a la adopción del acuerdo de reducción de capital del Fondo por la Asamblea General, en caso de haberse emitido obligaciones con cargo al Fondo, la Sociedad Administradora debe haber obtenido un documento del representante de los obligacionistas, en el que conste que dicha propuesta de reducción no afecta las condiciones establecidas en el contrato de emisión de obligaciones.

La reducción de capital del Fondo debe afectar a todos los titulares de cuotas a prorrata de su participación en el capital. Cuando se acuerde una afectación distinta, ella debe ser decidida por unanimidad de las cuotas suscritas.

El ejercicio del derecho de separación implica la reducción automática del capital del Fondo, y debe ser comunicada al Registro una vez finalizado el respectivo procedimiento, informando el porcentaje y número de cuotas rescatadas.

“Artículo 73 Derecho de Separación del Fondo

El derecho de separación del Fondo una vez ejercido por el partícipe determina la obligación de la Sociedad Administradora de redimir todas sus cuotas. Este derecho se origina en los siguientes casos:

a) Cuando la Asamblea General acuerde modificar el Reglamento de Participación en aspectos referidos a la política de inversiones, el incremento de los gastos, el aumento en el límite de endeudamiento, exclusión del Registro, fusión, escisión o transferencia del Fondo, o la ampliación en el plazo de duración.

b) Cuando la Asamblea General acuerde realizar inversiones en instrumentos o derechos sobre bienes de Personas Relacionadas, en instrumentos emitidos o garantizados por dichas personas, o en bienes futuros en los que el constructor de la edificación sea una Personas Relacionada.

Sólo pueden ejercer el derecho de separación los partícipes que en la Asamblea General hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes y los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto.

En el caso señalado en el literal b) las Personas Relacionadas, funcionarios y dependientes no podrán ejercer el derecho de separación.

“Artículo 79 Excesos de Inversión e Inversiones no Previstas en la Política de Inversiones del Fondo

Los excesos de inversión y las inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo se sujetan a las siguientes reglas:

a) En el supuesto previsto en el primer párrafo del artículo 24 de la Ley:

1. La Sociedad Administradora debe convocar a Asamblea General a fin de aprobar las condiciones para la subsanación de los excesos de inversiones o inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo, dentro de los treinta (30) días de haberse producido.

2. La Sociedad Administradora debe presentar el acuerdo de Asamblea General que establezca las condiciones para la subsanación de los excesos de inversión o inversiones no previstas hasta el día siguiente de tomado el acuerdo.

3. De no existir acuerdo de la Asamblea General, la Sociedad Administradora debe informar a la SMV dentro de los cinco (05) días de ocurrido este hecho. En este caso, se aplica el primer párrafo del siguiente literal.

b) En el supuesto previsto en el segundo párrafo del artículo 24 de la Ley, el plazo señalado se computará a partir del día siguiente de producidos los excesos de inversiones o de haberse realizado las inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo, para lo cual la Sociedad Administradora debe presentar a la SMV, al día siguiente de ocurridos los mismos, una propuesta para proceder a la subsanación correspondiente. Si al vencimiento del plazo previsto en el artículo 24 de la Ley, no se hubiesen subsanado los excesos o las inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo, la Sociedad Administradora debe adquirir tales inversiones al valor razonable o al valor de adquisición, el que resulte mayor.

La Sociedad Administradora está obligada a restituir al Fondo y a los partícipes las pérdidas derivadas de las inversiones señaladas anteriormente, sin perjuicio de las sanciones a que hubiere lugar por la comisión de dicha infracción.

Serán igualmente atribuibles a la Sociedad Administradora los excesos de inversión e inversiones no previstas en los casos en los que el Comité de Inversiones sea nombrado por el Gestor Externo.

c) Si los instrumentos o derechos sobre bienes recuperasen su calidad de inversión permitida, cesará la obligación de enajenarlos.

Los excesos de inversión y las inversiones no previstas en la política de inversiones del Fondo deben ser informados a los partícipes del Fondo de acuerdo con lo establecido en el artículo 89 del Reglamento.

“Artículo 80 Criterios de Diversificación de los Fondos

El Reglamento de Participación debe establecer los límites de inversión del Fondo atendiendo, por lo menos, a los siguientes criterios de diversificación:

a) La inversión en un mismo bien inmueble como porcentaje del activo total del Fondo. Para estos efectos, el conjunto de unidades inmobiliarias que formen parte de un edificio, urbanización, complejo habitacional u otros de similares características

serán considerados como un mismo bien inmueble, aun cuando su independización se encuentre inscrita en Registros Públicos.

b) Las inversiones en Instrumentos Financieros emitidos o garantizados por una misma entidad, como porcentaje del patrimonio neto de dicha entidad. La inversión en éstos como porcentaje del activo del Fondo.

c) La inversión en Instrumentos Financieros emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo económico como porcentaje del activo total del Fondo.

Adicionalmente, en el Reglamento de Participación se podrán señalar límites de inversión en función de otros criterios según la naturaleza del Fondo.

Para fines de lo dispuesto en el presente artículo, el término entidad comprende a las personas jurídicas, fondos, patrimonios autónomos, estados, bancos centrales u organismos internacionales.

“Artículo 90 Convocatoria de Asamblea General

La Asamblea General debe ser convocada en los plazos establecidos en el Reglamento de Participación de cada Fondo. El plazo para la convocatoria debe ser no menor de cinco (05) días a su celebración.

La convocatoria se debe realizar mediante publicación de un aviso por dos (02) días consecutivos en un diario de circulación nacional. El aviso debe señalar si se trata de una Asamblea General Ordinaria y/o Extraordinaria, las materias a tratar en la misma, el lugar, la fecha y hora en que se llevará a cabo su celebración pudiendo incluirse, si se considera conveniente, la información correspondiente a la segunda convocatoria, en caso no se logre celebrar la primera.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo precedente, la Sociedad Administradora debe comunicar a los partícipes sobre la convocatoria por el medio y plazos establecidos en el Reglamento de Participación.

Excepcionalmente, el Comité de Vigilancia puede convocar a Asamblea General cuando, a su juicio, sea necesario proteger los intereses del Fondo o cuando se lo soliciten al menos el veinticinco por ciento (25%) del total de cuotas suscritas. Para tal efecto, la convocatoria debe sujetarse a las normas establecidas en este artículo.

“Artículo 91 Normas generales sobre el quórum

El quórum de asistencia para declarar válidamente constituida la asamblea se computa al inicio de la misma. Comprobado el quórum la asamblea se declara instalada.

Las cuotas de los partícipes que ingresan a la asamblea después de instalada, no se computan para establecer el quórum, pero, respecto de ellas, se puede ejercer el derecho de voto.

“Artículo 92 Quórum Simple

Salvo lo previsto en el artículo siguiente, la Asamblea General queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento (50%) de las cuotas suscritas. En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia de cualquier número de cuotas suscritas.

“Artículo 93 Quórum calificado

Se considera quórum calificado en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las cuotas suscritas, o en segunda convocatoria la concurrencia de tres quintos de dichas cuotas. Se requiere de quórum calificado para que la Asamblea General adopte válidamente los siguientes acuerdos:

- a) Modificación del Reglamento de Participación.*
- b) Aprobación de aportes no dinerarios.*
- c) Inversión, directa, indirecta o a través de terceros, en instrumentos o derechos sobre bienes de Personas Relacionadas o en instrumentos emitidos o garantizados por dichas personas.*
- d) Mantener inversiones, que por razones no atribuibles a la Sociedad Administradora, pasen a ser inversiones que califiquen con lo señalado en los literales b) y c) del artículo 78 del Reglamento.*
- e) Fijar, para cada deuda que se contraiga, las condiciones correspondientes a la misma, incluyendo la aplicación de los fondos.*
- f) Determinación del monto de los gastos extraordinarios a que se refiere el literal f) del artículo 8 del Reglamento.*
- g) Determinación de las condiciones de las nuevas emisiones de cuotas, fijando el monto a emitir, y el plazo de colocación de éstas.*
- h) La transferencia del Fondo y designación de una nueva Sociedad Administradora.*
- i) La liquidación del Fondo, aprobación del procedimiento de liquidación, designación del liquidador, fijación de sus atribuciones y retribución, así como la aprobación del balance final y la propuesta de distribución del patrimonio.*
- j) Establecer las condiciones para la entrega de los activos del Fondo a los partícipes por redención de las cuotas, en caso de vencimiento del plazo del Fondo, de ser el caso.*
- k) La fusión o escisión del Fondo.*
- l) Otros establecidos en el Reglamento de Participación.*

“Artículo 94 Adopción de Acuerdos

Los acuerdos se adoptan al menos con el voto favorable de la mayoría absoluta de las cuotas suscritas representadas en Asamblea General. Cuando se trate de los asuntos mencionados en el artículo precedente se requiere que el acuerdo se adopte con el voto favorable que represente la mayoría absoluta de las cuotas suscritas.

“Artículo 101 Elección, Remoción y Duración

Corresponde a la Asamblea General la elección de los miembros del Comité de Vigilancia, así como establecer las causales de su remoción o vacancia. Los miembros del Comité de Vigilancia podrán ser o no partícipes del Fondo.

Constituye causal de vacancia, además de las previstas en el artículo 157 de la Ley General de Sociedades, la ocurrencia posterior de cualquiera de los impedimentos a que se refiere el artículo 104 del Reglamento.

En caso de vacancia, el Comité de Vigilancia podrá nombrar reemplazantes, los cuales ejercerán sus funciones hasta la próxima Asamblea General en que se designen sus integrantes.

El periodo de duración del cargo es de dos (02) años, pudiendo ser reelegidos por acuerdo de Asamblea General.

“Artículo 102 Obligaciones del Comité de Vigilancia

Dentro de las actividades que realice el Comité de Vigilancia para cumplir con lo dispuesto por el artículo 34 de la Ley, debe realizar como mínimo lo siguiente:

- a) Participar con voz pero sin voto en las Asambleas Generales;*
- b) Revisar que el órgano o persona responsable de verificar el cumplimiento de las normas internas de conducta, cumpla con sus funciones;*
- c) Proponer a las Sociedades de Auditoría para su elección en Asamblea General;*
- d) Convocar a Asamblea General en los casos señalados en el Reglamento;*
- e) Revisar los informes de valuación de los principales activos del Fondo y someter a la evaluación de la Asamblea General, cuando estime que los valores asignados no corresponden a los parámetros de mercado; y,*
- f) Contratar los servicios necesarios para el cumplimiento de sus funciones, siempre que medie autorización de la Asamblea General.*

“Artículo 125 Negociación de certificados de participación

Los certificados de participación de los Fondos inscritos bajo el Régimen Simplificado solo podrán ser transferidos a otros inversionistas incluidos en el literal b) del artículo 29 del Reglamento. La Sociedad Administradora debe verificar que se cumpla con esta condición.

Los certificados de participación pueden ser negociadas en un mecanismo centralizado de negociación si lo establece el Reglamento de Participación. La entidad responsable de la conducción del respectivo mecanismo centralizado deberá diferenciar la negociación de estos valores de modo tal que se distingan sus características y condiciones de negociación. En dicho caso, la sociedad agente de bolsa, de modo previo a la realización de cada transacción, deberá verificar que el adquirente sea un inversionista incluido en el literal b) del artículo 29 del Reglamento.

“Artículo 131 Retribución de la Sociedad Administradora

La Sociedad Administradora podrá percibir de los Fondos una retribución por los servicios de gestión que le preste. La retribución, su fórmula de cálculo, la forma de devengo y la periodicidad de cobro se fijará en el Reglamento de Participación.

En los casos que los recursos del Fondo se inviertan en cuotas de Fondos Mutuos gestionados por la misma Sociedad Administradora, se debe señalar si ésta percibirá o no una retribución por la parte que haya destinado en dichas inversiones.

“Artículo 132 De la contabilidad e información financiera

La Sociedad Administradora, en su condición de persona jurídica inscrita en el Registro, lleva su contabilidad de acuerdo a las normas que rigen a dichas personas y presenta su información financiera de acuerdo con las normas contables aplicables.

“Artículo 133 Información Financiera de la Sociedad Administradora

La Sociedad Administradora debe remitir al Registro la siguiente información respecto de sí misma:

a) La información financiera intermedia, individual y consolidada, y el análisis y discusión de Gerencia respectivo, según corresponda, de acuerdo con lo establecido en las Normas contables aplicables.

b) Información financiera anual auditada, individual y consolidada, según corresponda, de acuerdo con lo establecido en las Normas contables aplicables.

c) Memoria anual.

Los plazos de presentación de la información financiera serán establecidos por normas de carácter general que dicte la SMV. La memoria anual debe ser presentada en la misma oportunidad de la presentación de la información financiera anual auditada.

“Artículo 137 Gestor Externo

El Fondo puede contar con un Gestor Externo contratado por la Sociedad Administradora. En este caso la responsabilidad sobre la gestión del Fondo y el debido cumplimiento de las obligaciones de la actividad de gestión se mantendrán en la Sociedad Administradora, sin perjuicio de lo establecido en el artículo 144 del Reglamento. El contrato con el Gestor Externo debe observar como mínimo las obligaciones establecidas en el artículo precedente y lo establecido en el Reglamento de Participación.

El Gestor Externo será una persona jurídica, nacional o extranjera, distinta a la Sociedad Administradora que cuente con reconocida y amplia experiencia en la gestión de portafolios o activos establecidos en la política de inversión del Fondo.

El Reglamento de Participación debe establecer el procedimiento de selección, estándares mínimos para su contratación, derechos y obligaciones, así como el procedimiento a seguir en caso de renuncia o sustitución. Sin perjuicio de lo anterior, el Gestor Externo así como sus directores y gerente general, según corresponda, no deben encontrarse incurso en los impedimentos establecidos en el Anexo C del Reglamento.

La contratación o reemplazo del Gestor Externo debe ser informado a los partícipes en el estado de inversiones siguiente, y a la SMV a más tardar el mismo día de ocurrido el hecho. En este último caso debe adjuntar la declaración del Gestor Externo de que cumple junto con sus directores y gerente general con lo requerido en el párrafo anterior.

Un mismo Gestor Externo puede desempeñar funciones respecto de más de un Fondo administrado por la misma Sociedad Administradora. Un Fondo no podrá contar con más de un Gestor Externo. El Gestor Externo no podrá subcontratar la actividad de gestión del Fondo.

En caso de que el Gestor Externo se encuentre constituido y domiciliado en el exterior, se debe nombrar a una persona natural para que lo represente en el país.

“Artículo 138.- Del Comité de Inversiones

Para la gestión de cada Fondo, la Sociedad Administradora debe contar con un Comité de Inversiones, el cual es un órgano de la Sociedad Administradora o del Gestor Externo. El Comité de Inversiones es responsable de adoptar las decisiones de inversión del Fondo, de la valorización de las inversiones incluyendo la evaluación de los precios y tasas proporcionados por la Empresa Proveedora de Precios, así como de otras funciones establecidas en el Reglamento de Participación relativas a la actividad de gestión del Fondo.”

Las funciones del Comité de Inversiones son indelegables. Sus miembros son designados por la Sociedad Administradora o por el Gestor Externo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 139 del Reglamento, pudiendo ser removidos por éstos o por la Asamblea General.

La actividad de gestión que realice el Comité de Inversiones, así como las acciones que conlleven a su ejecución, deben ser realizadas bajo los siguientes principios:

a) Separación, implica que el espacio físico u otros medios que se utilicen para llevar a cabo las sesiones del Comité de Inversiones, deben mantener condiciones de hermetismo, reserva y exclusividad durante el ejercicio de dichas funciones. El mismo principio será de aplicación en las comunicaciones requeridas para ejecutar las decisiones de inversión del Fondo.

b) Independencia, significa que los miembros del Comité de Inversiones no podrán prestar sus servicios a personas vinculadas a la Sociedad Administradora, salvo que sean designados por el Gestor Externo y este no sea vinculado a la Sociedad Administradora, o que para ello sean expresamente autorizados por la Asamblea General, en cuyo caso, cuando estas personas sean partícipes del Fondo no podrán ejercer el derecho de voto.

c) Autonomía, implica que la toma de decisiones de inversión se realice exclusivamente por los miembros del Comité de Inversiones sin presencia de otras personas y sin subordinación a intereses de terceros. Para estos efectos, se entiende por toma de decisiones de inversión a la adopción del acuerdo de adquirir, mantener o enajenar activo(s) para la cartera o de la cartera del Fondo.

Las actas del Comité de Inversiones deben contener al menos el lugar, fecha y hora en que se realizó la sesión, nombre y firmas de los asistentes, los asuntos tratados, el seguimiento de las pautas y estrategias adoptadas por el Comité de Inversiones en la sesión anterior, seguimiento de la política de inversiones, las deliberaciones, los informes revisados, así como los resultados de la votación y los acuerdos adoptados.

Dichas actas deben ser suscritas por los miembros del Comité de Inversiones que asistan a las sesiones. Los acuerdos del Comité de Inversiones se adoptarán por mayoría absoluta de sus miembros.

“Artículo 139 Calificación del Comité de Inversiones

Los miembros del Comité de Inversiones del Fondo deben contar con una adecuada formación académica y profesional.

La formación académica se evidencia con la obtención 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 (03) años, en temas relacionados a las finanzas, gestión de portafolios o en actividades que constituyan objetivo principal de las inversiones del Fondo. La experiencia mínima exigida en cada caso, debe haberse obtenido dentro de los últimos diez (10) años. Para la conformación del Comité de Inversiones se requiere que por lo menos uno de sus miembros cuente con experiencia en las actividades que constituyan objeto principal de las inversiones del Fondo o en actividades similares.

La Sociedad Administradora es responsable de verificar que los miembros del Comité de Inversiones cumplan con las normas contempladas en este artículo.

“Artículo 141 Hechos de Importancia y Divulgación

Sin perjuicio de lo señalado en el artículo precedente, califican como hecho de importancia a que se refiere el artículo 28 de la LMV los siguientes:

- a) La convocatoria a Asamblea General.*
- b) Los cambios de control en la Sociedad Administradora.*
- c) Las variaciones en los miembros del Comité de Inversiones.*
- d) Las variaciones en los miembros del Comité de Vigilancia.*
- e) Contratación, renuncia o sustitución del Gestor Externo.*
- f) El inicio de actividades del Fondo incluyendo la información establecida en el artículo 51 del Reglamento.*
- g) El requerimiento de pago parcial de cuotas incluyendo la información establecida en el artículo 63 del Reglamento.*
- h) La recompra de cuotas incluyendo la información establecida en el artículo 72 del Reglamento.*
- i) Los excesos en el nivel de endeudamiento del Fondo que se produzcan.*
- j) Los excesos de inversiones que se produzcan y las causas de los mismos, así como el vencimiento del plazo para la subsanación de los excesos de inversión o de inversiones no previstas en la política de inversiones, atribuibles a la Sociedad Administradora.*
- k) Las inversiones en activos no previstos en la política de inversiones del Fondo.*
- l) Los excesos de participación en el patrimonio neto del Fondo que se produzcan, de acuerdo con lo señalado en el literal c) del artículo 89 del Reglamento.*
- m) Renuncia de la Sociedad Administradora para lo cual se adjuntará el acta del acuerdo respectivo.*
- n) Acuerdo de transferencia del Fondo para lo cual se adjuntará el acta del acuerdo respectivo guardando la debida reserva de identidad de los partícipes, de ser el caso.*

o) Acuerdo de liquidación del Fondo para lo cual se adjuntará el acta del acuerdo respectivo guardando la debida reserva de identidad de los partícipes, de ser el caso.

Los hechos señalados en el artículo anterior y este artículo deben ser informados al Registro de acuerdo con lo establecido en el Reglamento de Hechos de Importancia. Respecto a los hechos mencionados en los literales b), c) y d), la Sociedad Administradora debe remitir las respectivas declaraciones juradas de no estar incurso en los impedimentos y prohibiciones establecidos en la normativa, dentro de los cinco (05) días de comunicado el hecho.

La Sociedad Administradora podrá adoptar medidas adicionales de divulgación a través de los medios que considere necesarios en el marco de las normas sobre la materia.

“Artículo 143 Prohibiciones

Adicionalmente a las prohibiciones establecidas por la normativa vigente, la Sociedad Administradora se encuentra prohibida de:

- a) Asegurar rentabilidades a los partícipes y/o a los inversionistas potenciales.*
- b) Contratar directa o indirectamente personas que hayan sido sancionados conforme a lo dispuesto en el literal i) del artículo 343 de la LMV.*
- c) Colocar cuotas que no estén precedidas de la entrega del correspondiente Reglamento de Participación.*
- d) Efectuar modificaciones al Reglamento de Participación sin que previamente hayan sido inscritas en el Registro.*

Para fines de lo dispuesto en el literal a) se entiende por aseguramiento de rentabilidad al ofrecimiento realizado por la Sociedad Administradora, a todos o a ciertos partícipes, de una determinada ganancia sobre el capital invertido o que el capital invertido no disminuya.

“Artículo 157 Fondos de Oferta Privada.

De conformidad con el artículo 12 de la Ley, las Sociedades Administradoras podrán realizar la administración de Fondos de Oferta Privada, siempre que cumplan con las normas señaladas en el subcapítulo I del Capítulo I de la Ley, y las que resulten aplicables del presente Reglamento.

La Sociedad Administradora en la gestión de Fondos de Oferta Privada no deberá inducir a pensar que se encuentran supervisados por la SMV. Asimismo, cuando haga referencia a la denominación de dichos fondos deberá mencionar el texto “No inscrito en Registros de la SMV.

“Artículo 158 Condiciones para la administración de Fondos de Oferta Privada.

En la gestión de los Fondos de Oferta Privada la Sociedad Administradora deberá cumplir con lo siguiente:

- a) En la carátula o primera página del reglamento de participación así como en cualquier documentación que se proporcione a los partícipes, deberá señalar en forma destacada lo siguiente: “SMV, salvo lo dispuesto en el artículo 18 de la Ley de Fondos de Inversión, no ejerce supervisión sobre este fondo y por tanto la gestión del*

mismo, la información que brinda a sus inversionistas y los demás servicios que les presta son de exclusiva responsabilidad de la Sociedad Administradora”.

b) Previamente a la suscripción de cuotas, los partícipes deberán firmar una declaración jurada, en la cual dejen constancia de su conocimiento sobre la naturaleza del Fondo de Oferta Privada y de lo señalado en el inciso precedente, y que asumen los riesgos derivados de su inversión en este tipo de fondo. Esta declaración debe constar en un documento independiente del Reglamento de Participación o cualquier documento que firme el partícipe.

c) En el Reglamento de Participación de los Fondos, deberá precisar, de ser el caso, cualquier posible conflicto de interés que se pueda generar entre las actividades del Fondo y las actividades de Fondos de Oferta Privada bajo su administración, indicando las reglas aplicables para tales casos.

d) Deberá informar a la SMV, al día siguiente de realizada la colocación, el monto colocado, el número de partícipes, el objeto principal de las inversiones del Fondo de Oferta Privada y su denominación. Adicionalmente, deberá adjuntar una declaración jurada indicando que se ha cumplido con las normas para la gestión de Fondos de Oferta Privada.

“Artículo 159 Envío de Información sobre los Fondos de Oferta Privada y Facultades de la SMV

La Sociedad Administradora debe remitir en la misma oportunidad de remisión de información financiera intermedia, un reporte que contenga la siguiente información respecto a sus Fondos de Oferta Privada:

a) Monto de su patrimonio.

b) Número de partícipes, indicando el tipo de inversionista de acuerdo con su clasificación: público en general y la de los numerales 1, 2 o 3 del literal b) del artículo 29 del Reglamento, de ser el caso.

Sin perjuicio de lo anterior, la SMV podrá requerir, a la Sociedad Administradora, la información adicional que considere necesaria para verificar el cumplimiento de todas aquellas obligaciones generadas con motivo de la administración de los Fondos de Oferta Privada.

Si se encuentran indicios que permitan concluir que la gestión de dichos fondos pudiera estar encubriendo una oferta pública, contravenga normas de carácter general o afecte el interés público, la SMV podrá dictar medidas cautelares, provisionales o correctivas, según corresponda, sin perjuicio del procedimiento administrativo sancionador que se pudiera iniciar contra la Sociedad Administradora.

“ANEXO G

CONTENIDO MÍNIMO DEL REGLAMENTO DE PARTICIPACIÓN

El Reglamento de Participación de cada Fondo, además de sujetarse a lo dispuesto en el artículo 9 de la Ley, deberá contener al menos la siguiente información:

a) Información general para el inversionista

1. *Denominación del Fondo, de la Sociedad Administradora y, de ser el caso, del Gestor Externo y Custodio. La denominación del Fondo deberá guardar estrecha relación con el objetivo y la política de inversiones.*

2. *Fecha de vigencia del Reglamento de Participación.*

3. *Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del documento, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas de la Sociedad Administradora.*

4. *En lugar destacado, dentro de la carátula del Reglamento de Participación, el siguiente texto:*

“Este documento contiene la información básica sobre las características del Fondo de Inversión y la Sociedad Administradora, que el inversionista debe conocer antes de decidir por la adquisición de cuotas, siendo su responsabilidad cualquier decisión que tome.

Las inversiones que se efectúen con recursos del Fondo de Inversión, se realizan por cuenta y riesgo de los inversionistas. La Sociedad Administradora se encarga de la gestión profesional de los recursos del Fondo de Inversión, de acuerdo con la política de inversiones establecida en el presente documento.

La Sociedad Administradora no ofrece pagar intereses, ni garantiza una tasa fija de rendimiento sobre la inversión en las cuotas del Fondo de Inversión. La rentabilidad del Fondo de Inversión es variable, por ello, no es posible asegurar que el inversionista o partícipe obtendrá en el futuro una rentabilidad determinada o que el valor de cuota alcanzará un valor predeterminado.

El Fondo de Inversión está inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), lo cual no implica que SMV recomiende la suscripción de sus cuotas u opine favorablemente sobre la rentabilidad o calidad de las inversiones del Fondo de Inversión.

La Sociedad Administradora y las personas firmantes, respecto al ámbito de su competencia profesional y/o funcional, son responsables frente a los partícipes por las inexactitudes y omisiones en el contenido del presente documento.

La incorporación del partícipe al Fondo de Inversión importa su plena aceptación y sometimiento al Reglamento de Participación y demás reglas que regulen su funcionamiento.”

b) Información sobre el Fondo

1. *Indicar los límites de diversificación del Fondo de conformidad con el artículo 80 del Reglamento.*

2. *Indicar el objetivo del Fondo, señalando de manera general las actividades económicas, los activos, el grado de riesgo y liquidez que predominará en las inversiones del Fondo, así como el plazo u horizonte temporal en que se espera que los recursos invertidos puedan recuperarse.*

3. *Especificación de la política de inversiones del Fondo, precisando en cuanto corresponda, los porcentajes máximos y mínimos en cada caso, según los siguientes criterios:*

i. Indicar de manera específica los distintos activos en que se invertirán los recursos del Fondo, así como la clasificación de riesgo de dichos activos, observando lo requerido en la Ley y el artículo 77 del Reglamento en lo que corresponda.

ii. Precisar las actividades económicas a los que se dirigirán las inversiones del Fondo.

iii. Señalar los países hacia los cuales se canalizarán los recursos del Fondo, precisando la clasificación de riesgo de su deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera.

iv. Denominación de la moneda correspondiente a los activos en que se invertirán los recursos del Fondo.

v. Plazos de vencimiento de las inversiones, diferenciando entre inversiones con plazo vencimiento menor a 365 días y aquellas cuyo plazo es mayor.

vi. Establecer el límite máximo de endeudamiento del Fondo, en función al patrimonio neto, así como de gravámenes y prohibiciones, en función del activo del Fondo, a que se refiere el artículo 32 de la Ley. Se debe precisar que la Asamblea General es la encargada de fijar las condiciones en cada caso.

vii. Otros criterios que se consideren relevantes para que el inversionista se forme un juicio del destino de los recursos del Fondo.

4. Detalle y explicación de los distintos factores de riesgo, que puedan influir desfavorablemente sobre los resultados provenientes de las inversiones del Fondo y en el rendimiento que esperan obtener los inversionistas del Fondo.

5. Detalle de los gastos a ser asumidos por el Fondo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 8 del Reglamento. Debe indicar como mínimo los tipos de gastos, su forma de cálculo, los porcentajes o importes máximos, la periodicidad y oportunidad en que dichos gastos se devenguen y liquiden.

6. Gastos que correspondan ser asumidos por el partícipe, incluyendo los impuestos respectivos.

7. Metodología de valorización de las inversiones del Fondo, señalando por cada tipo de activo, las fuentes de información para obtener los valores de referencia para determinar el valor razonable, periodicidad de valuación así como los criterios a aplicarse para la determinación del mismo con indicación de las fórmulas matemáticas observando lo establecido en el artículo 83 del Reglamento.

8. Indicación del lugar o lugares en donde se encontrarán a disposición de los partícipes los documentos o evaluaciones que sustentan las inversiones del Fondo, así como de los términos y condiciones de los contratos que se hayan suscrito con terceros en aplicación de lo señalado en el artículo 77 del presente Reglamento.

9. Los porcentajes a repartir como distribución de beneficios, la periodicidad de los mismos y los plazos para el anuncio, fecha de corte y entrega respectiva.

10. Indicación de la clasificación de riesgo de la entidad o entidades del sistema financiero en la que se depositarán los aportes dinerarios al Fondo y demás ingresos que perciba en el desarrollo de sus actividades.

11. Normas para la negociación de cuotas del Fondo, indicando de ser el caso, el mecanismo centralizado de negociación en que se inscribirán las cuotas del Fondo.

12. Normas para subsanar los excesos de participación que se produzcan por causas no atribuibles al partícipe y el límite máximo de participación para aportantes fundadores e Inversionistas Institucionales, de ser el caso.

13. Normas sobre las condiciones para proceder a la liquidación de las inversiones del Fondo por vencimiento de su plazo de duración, precisando el plazo máximo para la liquidación y pago de cuotas.

14. Establecer las causales, reglas, procedimiento, valor cuota y plazo de pago para la redención de las cuotas por ejercicio del derecho de separación a que se refiere el primer párrafo del artículo 74 del Reglamento.

15. Condiciones que deben satisfacer las entidades encargadas de la custodia de inversiones del Fondo negociados en mercados extranjeros.

16. Establecer el procedimiento del concurso para la selección y designación de las personas encargadas de ejecutar las actividades de remodelación y construcción a que se refiere el inciso e) del artículo 77 del Reglamento.

17. Procedimiento establecido para los aumentos de capital y ejercicio de suscripción preferente de acuerdo con el artículo 70 del Reglamento.

18. Procedimiento establecido para las reducciones de capital y recompra de cuotas de acuerdo con los artículos 71 y 72 del Reglamento

c) Información sobre el régimen tributario

Debe señalarse, de manera general, el régimen tributario aplicable al Fondo y al partícipe. Asimismo, debe incluirse un texto en el que señale que “las normas tributarias que afectan al Fondo o los partícipes del Fondo son susceptibles de ser modificadas en el tiempo, por lo que se recomienda al partícipe que esté permanentemente informado sobre los cambios en la normativa tributaria, en razón de que ello puede influir en el rendimiento esperado de sus inversiones”

d) Información sobre el Comité de Inversiones y Gestor Externo

1. Nombre y antecedentes profesionales relevantes del Gestor Externo y de los miembros que conforman el Comité de Inversiones. De ser el caso, indicar si el Gestor Externo o los miembros del Comité de Inversiones forman o formaron parte del Comité de Inversiones de otros Fondos o Fondos Mutuos, haciendo mención de las fechas o períodos en los que desempeñaron tales funciones.

2. Procedimiento de selección del Gestor Externo, estándares mínimos para su designación, contratación, seguimiento, derechos y obligaciones así como el procedimiento en caso de renuncia o sustitución.

3. Periodicidad mínima con que se reunirán los miembros del Comité de Inversiones.

4. Precisar, de ser el caso, los vínculos existentes entre las Personas Relacionadas con cada uno de los miembros del Comité de Inversiones y el Gestor Externo, de ser el caso.

e) Información sobre la emisión y colocación de cuotas

1. Monto correspondiente a la emisión de cuotas del Fondo.

2. *Moneda en la que está expresada el valor de la cuota.*
3. *Número de cuotas a ser emitidas.*
4. *Valor Nominal de la cuota.*
5. *Clases de cuotas a ser emitidas, de ser el caso, precisando diferencias distintivas entre cada una de ellas.*
6. *Monto mínimo de patrimonio requerido para el inicio a las actividades del Fondo.*
7. *Plazo de vencimiento de la oferta pública.*
8. *Lugar y forma de pago de las cuotas suscritas, precisando que todo pago se debe realizar en las cuentas asignadas para recaudar los aportes dinerarios.*
9. *Indicar las entidades autorizadas para la colocación primaria de las cuotas, precisando su domicilio y lugares de venta.*
10. *Indicar, de ser el caso, los gastos correspondientes al partícipe por la suscripción de cuotas.*
11. *Procedimiento que se utilizará para la colocación de cuotas.*
12. *Indicar, los criterios y procedimiento a tomarse para aportes no dinerarios de acuerdo con el artículo 64 del Reglamento, de ser el caso.*
13. *En los casos de pagos parciales de cuotas, señalar las condiciones de acuerdo con la información requerida en el artículo 63 del Reglamento.*
14. *Medio fijado para la devolución de aporte en caso de colocación fallida, de acuerdo a lo establecido en el artículo 66 del Reglamento.*
15. *Periodicidad y forma de envío del estado de inversiones del Fondo.*

f) Información sobre la Sociedad Administradora

1. *Denominación, domicilio y grupo económico al que pertenece la Sociedad Administradora.*
2. *Principales accionistas de la Sociedad Administradora y el porcentaje de participación de cada uno, precisando la fecha correspondiente a dicha información.*
3. *Nombre de los otros Fondos gestionados por la Sociedad Administradora, de ser el caso, sean estos constituidos por oferta privada o pública, indicando el objetivo de cada uno de ellos, así como su correspondiente patrimonio neto.*
4. *Indicación del lugar o lugares en donde se encontrarán a disposición del público los estados financieros sin auditar y auditados, así como la memoria anual de la Sociedad Administradora y de los Fondos bajo su administración.*
5. *Número y fecha de expedición de la resolución que autoriza el funcionamiento de la Sociedad Administradora.*

g) Información sobre la Asamblea General y el Comité de Vigilancia

1. Las normas que regulen el funcionamiento de la Asamblea General, precisando las atribuciones de dicha asamblea, diario en que se publicará el aviso de convocatoria, quórum necesario para su convocatoria y adopción de acuerdos.

2. Normas que regulan el funcionamiento del Comité de Vigilancia, forma de elección y remoción de sus miembros y Presidente, funciones, así como las causales de vacancia.

h) Información sobre las consultas, reclamos y solución de conflictos

1. Indicar los procedimientos, plazos y demás reglas a seguir, por parte de la Sociedad Administradora, para la atención de consultas y reclamos de los partícipes

2. Indicar los procedimientos a ser utilizados en caso de presentarse discordias entre la Sociedad Administradora y los partícipes.

A tal efecto se deberá considerar la normativa aplicable emitida por la SMV.

Sin perjuicio de la obligación de observar el contenido mínimo requerido por el presente Anexo, los Fondos inscritos bajo Régimen Simplificado deberán observar lo establecido en el artículo 121 del Reglamento respecto a la aplicación supletoria de la normativa.

“ANEXO H

MODELO DE CONTRATO DE SUSCRIPCIÓN Y TRANSFERENCIA DE CUOTAS

El contrato de suscripción a que se refiere el artículo 4 de la Ley, deberá contener como mínimo la siguiente información:

a) Nombre o razón social del partícipe; documento de identidad o número de RUC, según corresponda; así como el nombre y documento de identidad de su representante legal, de ser el caso;

b) Domicilio del partícipe, donde se enviará la correspondencia;

c) Denominación del Fondo;

d) Denominación de la Sociedad Administradora;

e) La fecha de suscripción del contrato;

f) El importe o número de cuotas suscritas, el precio y monto de suscripción;

g) Firma del representante de la Sociedad Administradora;

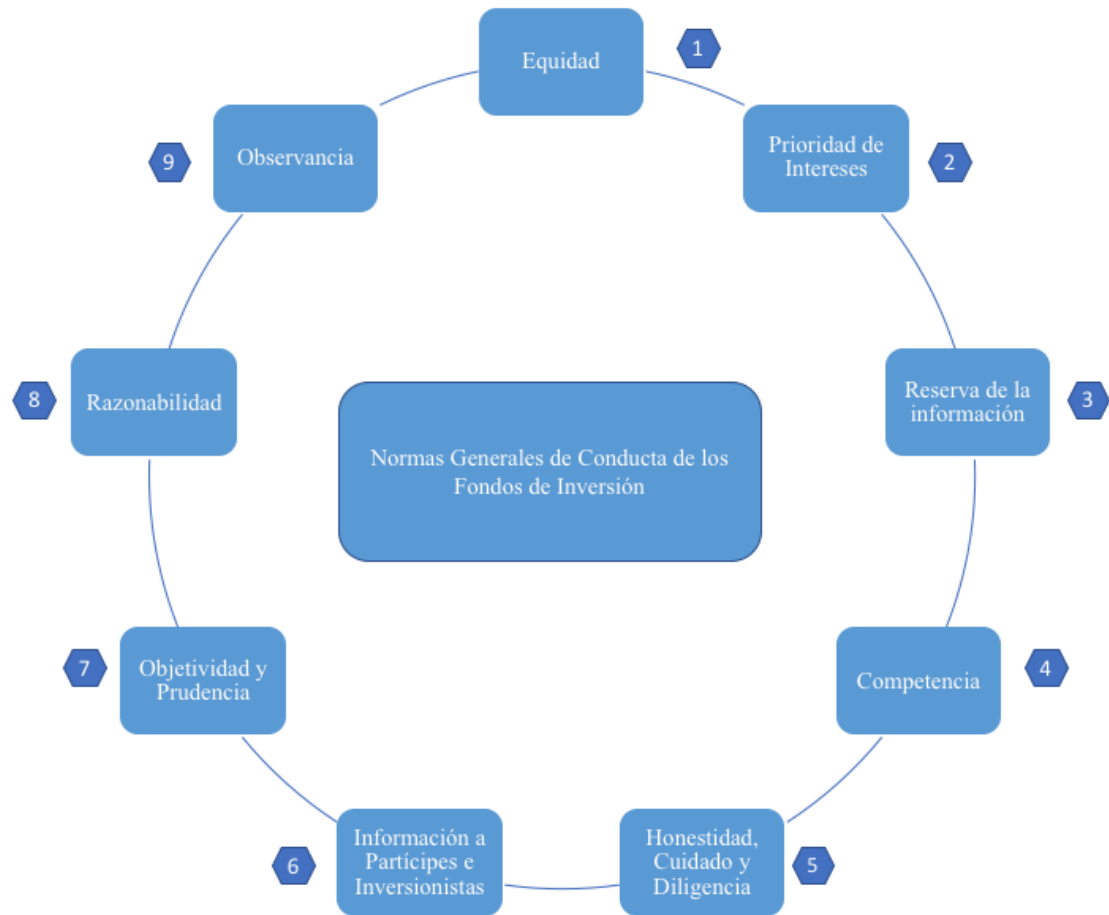
h) Firma del partícipe; y,

i) La indicación expresa que la incorporación del partícipe al Fondo importa su plena aceptación y sometimiento al Reglamento de Participación y demás reglas que regulen el funcionamiento del Fondo.

El contrato de transferencia de cuotas deberá contener, cuando menos, la información señalada en los incisos precedentes, incluyendo los datos de identificación del partícipe transferente y su firma.

ANEXOS 4: FONDOS DE INVERSIÓN

Figura 26: Normas Generales de Conducta

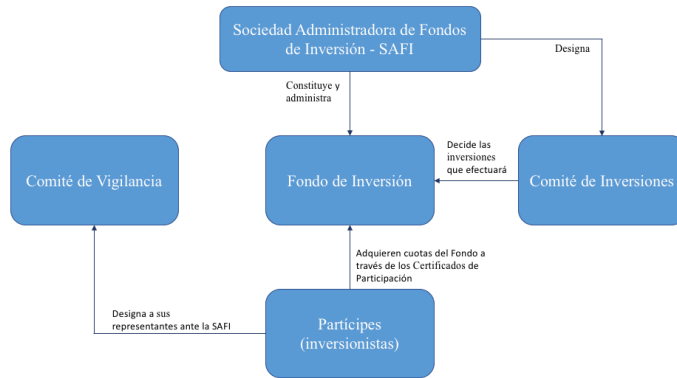


1. Debe otorgarse un tratamiento equitativo a los participantes, en igualdad de oportunidades y condiciones, sin perder la imparcialidad en su actuación.
2. Dar prioridad a los intereses del Fondo y de los participes.
3. Mantener la absoluta reserva de la información privilegiada con la que se cuenta. Evitar usar la información en beneficio propio o de terceros.
4. Gestionar el Fondo con los sistemas y recursos adecuados.
5. Evitar actos que generen desconfianza, actuar diligentemente y en forma honesta y cuidadosa.
6. Brindar información, dentro del proceso de colocación de cuotas, relativas a la rentabilidad, riesgo, ejercicio de separación, suscripción de cuotas y otros que sean considerados como información relevante, clara, oportuna, veraz, precisa, suficiente y oportuna.
7. Actuar con prudencia y profesionalismo en las decisiones de inversión.
8. Velar porque los costos y gastos estén relacionados al Fondo, sin exceder sus parámetros.
9. Dar el debido cumplimiento a las normas y reglamentos internos.

Fuente: RLF

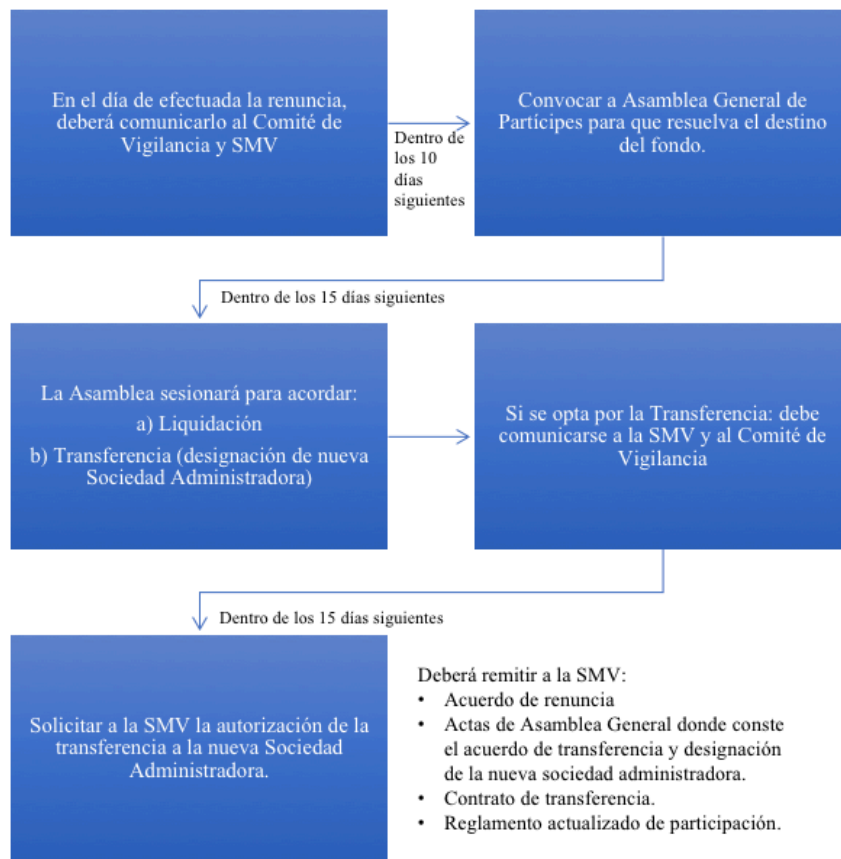
Elaboración: autores de esta tesis

Figura 27: Estructura de la SAFI y Fondo de Inversión



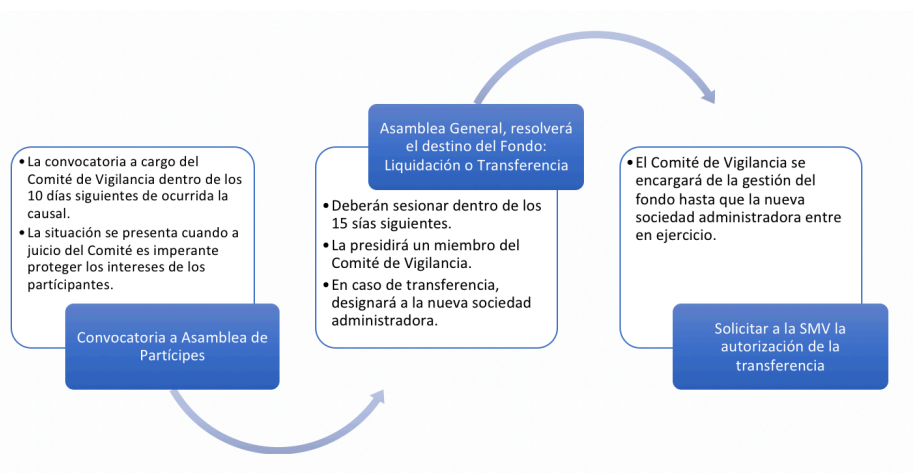
Fuente: LFI y RLF
 Elaboración: autores de esta tesis.

Figura 28: Procedimiento en caso de Renuncia de la SAFI



Fuente: RLF
 Elaboración: autores de esta tesis

Figura 29: Procedimiento de Transferencia en caso de Disolución y Extinción de la SAFI



Fuente: RLF
Elaboración: autores de esta tesis

Tabla 12: Inversiones Permitidas

Tipos de inversiones	Condiciones
Los valores mobiliarios e instrumentos financieros no inscritos en el Registro	i) Emitidos al amparo de la legislación peruana. ii) El emisor o garante debe contar con estados financieros del último ejercicio y los estados financieros intermedios del último periodo. iii) Los distintos tipos de valores o instrumentos financieros, así como las condiciones que deben cumplir deben estar señalados en el Reglamento de Participación. iv) Suscribirse un convenio con el emisor a fin de que informe periódicamente sobre los hechos relevantes.
Los depósitos en entidades bancarias o financieras del exterior.	Las que deben estar bajo la supervisión de una entidad de similar competencia a la SBS, así como instrumentos representativos de éstos.
Los instrumentos financieros emitidos por gobiernos y bancos centrales	Deberán cumplir con las disposiciones del reglamento de participación.
Los instrumentos financieros emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado extranjeras, son aquellos emitidos al amparo de leyes o normas distintas a la legislación peruana.	i) El reglamento de participación establecerá los tipos de instrumentos, características y condiciones que deben cumplir los emisores. En el caso de inversiones en instrumentos emitidos por fondos extranjeros, la política de inversiones debe señalar las características y condiciones que deben cumplir estos fondos. ii) Debe contar con la información financiera del último ejercicio y los intermedios del último periodo. iii) No tener limitaciones contractuales a su transmisibilidad.
Inmuebles ubicados en Perú y los derechos que recaigan sobre los mismos, se realizarán mediante la adquisición de derechos de propiedad, usufructo o superficie sobre bienes inmuebles, así como mediante actividades para su remodelación y construcción, con la finalidad de explotarlos como negocio inmobiliario, a través de arrendamiento, arrendamiento financiero, transferencia y otros.	Para la adquisición de los derechos de propiedad, usufructo o superficie sobre bienes inmuebles, los derechos deben encontrarse inscritos en el Registro de Propiedad Inmueble a favor del transferente o cedente. Las condiciones y plazos para la inscripción a favor del Fondo, la fecha máxima de extinción de los derechos, y la valuación del derecho antes y después de la inversión, deben estar detallados en el Reglamento de Participación. Asimismo, los derechos de los bienes inmuebles materia de aporte deben constar en los contratos respectivos.
Las operaciones de arrendamiento en calidad de locador o arrendatario, asumiendo el fondo los mismos derechos y obligaciones que corresponden al locador o arrendatario, se realizará a través de la inversión en operaciones de adquisición de bienes muebles para entregarlos exclusivamente en operaciones de arrendamiento.	i) Previo a la adquisición del bien mueble se debe suscribir un contrato de arrendamiento donde conste el plazo y los flujos del arrendamiento. ii) Establecer las características y condiciones a cargo del arrendatario en el reglamento de participación.
Las operaciones de transferencia temporal de valores, operaciones de reporte y operaciones de pacto, se efectuarán de acuerdo con lo que disponga el Reglamento de Participación.	Se realizarán según lo establecido en la legislación peruana sobre la materia. Las operaciones de reporte realizadas en el extranjero deberán cumplir lo previsto en el reglamento de participación.
Los recursos del Fondo podrán ser invertidos en aportes de capital para la constitución de empresas, siempre que ello haya sido incluido en la política de inversiones y el tipo de actividad que realizará la empresa.	El pacto social de la empresa debe definir el plazo para que la sociedad a constituirse quede inscrita en el Registro Público. Los aportes de capital otorgados por la sociedad administradora no podrán ser retirados de la empresa bancaria hasta la constitución e inicio de actividades. El Comité de Vigilancia debe verificar el cumplimiento de las condiciones antes mencionadas.
Invertir en operaciones de adquisición de derechos sobre acreencias .	i) Adquisición de derechos sobre acreencias originadas por una transacción comercial de compraventa o suministro de bienes y/o servicios, se debe suscribir un contrato marco con la persona jurídica obligada al pago de las acreencias que debe contener: la obligación de la persona jurídica de proporcionar a la Sociedad Administradora, previamente a la cesión de las acreencias, sus estados financieros anuales del último ejercicio, remitir información financiera anual elaborada de conformidad con las NIIF, constancia que la empresa obligada al pago de las acreencias a ser cedidas se obligue al pago una vez producida la cesión de acreencias a favor del Fondo sin derecho a invocar ninguna causal como fundamento para incumplir su obligación. Asimismo, se incluirá el procedimiento de liquidación de la deuda (fecha de pago, procedimiento ante la falta de pago, aplicación la mora, intereses y penalidades). ii) Adquisición de carteras de crédito, siempre que los derechos sobre las acreencias materia de cesión sean libremente transferibles y cuenten con una fecha de pago. Además, deberán constar en el reglamento de participación las características y condiciones, sus obligados al pago antes y después de la inversión, procedimientos para su adquisición y cobranza, obligaciones que debe cumplir el cedente, suscribir un contrato con el cedente de la cartera de crédito.

Fuente: RLF
Elaboración: autores de esta tesis

Tabla 13: Inversiones Prohibidas

Tipo de Inversiones
Otorgar garantías, salvo en casos autorizados por la SMV.
Realizar operaciones activas de crédito y anticipos, a menos que se traten de valores emitidos y/o garantizados por entidades bancarias y financieras, o por el Estado; o de aquellas operaciones que sean autorizadas expresamente por el Comité de Vigilancia.
Invertir en acciones de fondos mutuos o de inversión, AFPs, SAB o fondos bajo la administración de la misma sociedad, salvo que la SMV establezca excepciones.
Realizar inversiones en instrumentos financieros emitidos o aceptados por deudores de la Sociedad Administradora.
Invertir directa o indirectamente en instrumentos o derechos sobre bienes de Personas Relacionadas, en instrumentos emitidos o garantizados por dichas personas, bienes futuros en los que el constructor de la edificación sea una Personas Relacionada, excepto en los casos en que la Asamblea General acuerde previamente realizar dicha inversión. En esta asamblea no podrán votar las Personas Relacionadas.
Invertir en activos que pertenezcan a Fondos de Oferta Privada gestionados por la propia Sociedad Administradora, salvo que esta operación sea aprobada de manera expresa por la Asamblea General. En esta asamblea no podrán votar las Personas Relacionadas.

Fuente: RLF1

Elaboración: autores de esta tesis

ANEXO 5: LEY DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA

“ Artículo 2.- Para efectos de esta Ley, constituye ganancia de capital cualquier ingreso que provenga de la enajenación de bienes de capital. Se entiende por bienes de capital a aquellos que no están destinados a ser comercializados en el ámbito de un giro de negocio o de empresa.

Entre las operaciones que generan ganancias de capital, de acuerdo a esta Ley, se encuentran:

a) La enajenación, redención o rescate, según sea el caso, de acciones y participaciones representativas del capital, acciones de inversión, certificados, títulos, bonos y papeles comerciales, valores representativos de cédulas hipotecarias, obligaciones al portador u otros valores al portador y otros valores mobiliarios. (1)(2)(3)

(1) De conformidad con la Séptima Disposición Complementaria Final del Decreto Supremo N° 136-2011-EF, publicado el 09 julio 2011, los titulares de los bienes a los que se refiere el presente inciso adquiridos con anterioridad a la entrada en vigencia de la citada norma, deberán informar a las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores, el costo de los mismos hasta el 30 de setiembre de 2011. De no proporcionarse dicha información hasta la fecha indicada, la retención se efectuará sin considerar el costo, conforme a lo señalado en el citado Artículo.

(2) De conformidad con la Tercera Disposición Complementaria Final del Decreto Legislativo N° 1112, publicado el 29 junio 2012, que entró en vigencia a partir del 1 de enero de 2013, la renta de fuente peruana generada por la enajenación de bienes a que se refiere el presente inciso, efectuada por una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal que optó por tributar como tal, en todos los casos es de segunda categoría.

(3) Inciso modificado por el Artículo 3 del Decreto Legislativo N° 1120, publicado el 18 julio 2012, el mismo que entró en vigencia a partir del 1 de enero de 2013, cuyo texto es el siguiente:

"a) La enajenación, redención o rescate, según sea el caso, de acciones y participaciones representativas del capital, acciones de inversión, certificados, títulos, bonos y papeles comerciales, valores representativos de cédulas hipotecarias, certificados de participación en fondos mutuos de inversión en valores, obligaciones al portador u otros valores al portador y otros valores mobiliarios."

CONCORDANCIAS: R. N° 288-2011-SUNAT (Establecen cómo las instituciones de compensación y liquidación de valores o quienes ejerzan funciones similares declararán las retenciones que efectúen sujetos domiciliados respecto de ganancias de capital e intereses, en el Formulario Virtual de Ganancias de Capital y Otras Rentas N° 1666)

b) La enajenación de:

1) Bienes adquiridos en pago de operaciones habituales o para cancelar créditos provenientes de las mismas.

2) Bienes muebles cuya depreciación o amortización admite esta Ley.

3) Derechos de llave, marcas y similares.

4) Bienes de cualquier naturaleza que constituyan activos de personas jurídicas o empresas constituidas en el país, de las empresas unipersonales domiciliadas a que se refiere el tercer párrafo del Artículo 14 o de sucursales, agencias o cualquier otro establecimiento permanente de empresas unipersonales, sociedades y entidades de cualquier naturaleza constituidas en el exterior que desarrollen actividades generadoras de rentas de la tercera categoría.

5) Negocios o empresas.

6) Denuncios y concesiones.

c) Los resultados de la enajenación de bienes que, al cese de las actividades desarrolladas por empresas comprendidas en el inciso a) del Artículo 28, hubieran quedado en poder del titular de dichas empresas, siempre que la enajenación tenga lugar dentro de los dos (2) años contados desde la fecha en que se produjo el cese de actividades.

No constituye ganancia de capital gravable por esta Ley, el resultado de la enajenación de los siguientes bienes, efectuada por una persona natural, sucesión indivisa o sociedad conyugal que optó por tributar como tal, que no genere rentas de tercera categoría:

i) Inmuebles ocupados como casa habitación del enajenante.

ii) Bienes muebles, distintos a los señalados en el inciso a) de este artículo.

“Artículo 14.- *Son contribuyentes del impuesto las personas naturales, las sucesiones indivisas, las asociaciones de hecho de profesionales y similares y las personas jurídicas. También se considerarán contribuyentes a las sociedades conyugales que ejercieran la opción prevista en el Artículo 16 de esta ley.*

Para los efectos de esta ley, se considerarán personas jurídicas, a las siguientes:

a) Las sociedades anónimas, en comandita, colectivas, civiles, comerciales de responsabilidad limitada, constituidas en el país.

b) Las cooperativas, incluidas las agrarias de producción.

c) Las empresas de propiedad social.

d) Las empresas de propiedad parcial o total del Estado.

e) Las asociaciones, comunidades laborales incluidas las de compensación minera y las fundaciones no consideradas en el Artículo 18.

f) Las empresas unipersonales, las sociedades y las entidades de cualquier naturaleza, constituidas en el exterior, que en cualquier forma perciban renta de fuente peruana.

g) Las empresas individuales de responsabilidad limitada, constituidas en el país.

h) Las sucursales, agencias o cualquier otro establecimiento permanente en el país de empresas unipersonales, sociedades y entidades de cualquier naturaleza constituidas en el exterior.

i) Las sociedades agrícolas de interés social.

j) Inciso derogado por la Primera Disposición Transitoria y Final de la Ley N° 27804, publicada el 2 de agosto de 2002.

k) (9) Las sociedades irregulares previstas en el Artículo 423 de la Ley General de Sociedades; la comunidad de bienes; joint ventures, consorcios y otros contratos de colaboración empresarial que lleven contabilidad independiente de la de sus socios o partes contratantes.

(9) Inciso incorporado por el Artículo 2 de la Ley N° 27034, publicada el 30 de diciembre de 1998.

(10) El titular de la empresa unipersonal determinará y pagará el Impuesto a la Renta sobre las rentas de las empresas unipersonales que le sean atribuidas, así como sobre la retribución que dichas empresas le asignen, conforme a las reglas aplicables a las personas jurídicas.

(10) Párrafo sustituido por el Artículo 10 del Decreto Legislativo N° 945, publicado el 23 de diciembre de 2003.

(11) En el caso de las sociedades irregulares previstas en el Artículo 423 de la Ley General de Sociedades, excepto aquellas que adquieren tal condición por incurrir en las causales previstas en los numerales 5 y 6 de dicho artículo; comunidad de bienes; joint ventures, consorcios y demás contratos de colaboración empresarial que no lleven contabilidad independiente, las rentas serán atribuidas a las personas naturales o jurídicas que las integran o que sean parte contratante.”

“Artículo 32-A.- *En la determinación del valor de mercado de las transacciones a que se refiere el numeral 4) del Artículo 32, deberá tenerse en cuenta las siguientes disposiciones:*

“a) Ámbito de aplicación

Las normas de precios de transferencia serán de aplicación a las transacciones realizadas por los contribuyentes del impuesto con sus partes vinculadas o a las que se realicen desde, hacia o a través de países o territorios de baja o nula imposición. Sin embargo, sólo procederá ajustar el valor convenido por las partes al valor que resulte de aplicar las normas de precios de transferencia en los supuestos previstos en el literal c) de este artículo.”

b) Partes vinculadas

Se considera que dos o más personas, empresas o entidades son partes vinculadas cuando una de ellas participa de manera directa o indirecta en la administración, control o capital de la otra; o cuando la misma persona o grupo de personas participan directa o indirectamente en la dirección, control o capital de varias personas, empresas o entidades.

También operará la vinculación cuando la transacción sea realizada utilizando personas interpuestas cuyo propósito sea encubrir una transacción entre partes vinculadas.

El reglamento señalará los supuestos en que se configura la vinculación.

“c) Ajustes

Sólo procederá ajustar el valor convenido por las partes cuando este determine en el país un menor impuesto del que correspondería por aplicación de las normas de precios de transferencia. La SUNAT podrá ajustar el valor convenido aun cuando no se cumpla con el supuesto anterior, si dicho ajuste incide en la determinación de un mayor impuesto en el país respecto de transacciones con otras partes vinculadas.”

“A fin de evaluar si el valor convenido determina un menor impuesto, se tomará en cuenta el efecto que, en forma independiente, cada transacción o conjunto de transacciones - según se haya efectuado la evaluación, en forma individual o en conjunto, al momento de aplicar el método respectivo- genera para el Impuesto a la Renta.”

El ajuste del valor asignado por la Administración Tributaria o el contribuyente surte efecto tanto para el transferente como para el adquirente. Tratándose de sujetos no domiciliados, lo dispuesto en este párrafo sólo procederá respecto de transacciones que generen rentas gravadas en el Perú y/o deducciones para la determinación de su impuesto en el país.

El ajuste que se efectúe en virtud del presente inciso se imputará al período que corresponda conforme a las reglas de imputación previstas en esta ley. Sin embargo, cuando bajo dichas reglas el ajuste no se pueda imputar a un período determinado por no ser posible que se produzca la condición necesaria para ello, el ajuste se imputará en cada período en que se imputase la renta o el gasto del valor convenido, en forma proporcional a dicha imputación. Tratándose de rentas que no sean imputables al devengo, se deberá observar además las siguientes disposiciones:

1. Tratándose de transacciones a título oneroso, el ajuste por la parte proporcional no percibida a la fecha en que se debía efectuar el único o último pago, según corresponda, será imputado a dicha fecha.

2. Tratándose de transacciones a título gratuito, el ajuste se imputará:

2.1. Al período o períodos en que se habría devengado el ingreso si se hubiera pactado contraprestación, cuando se trate de rentas de sujetos domiciliados en el país.

2.2. Al período o períodos en que se habría devengado el gasto -aún cuando éste no hubiese sido deducible- si se hubiera pactado contraprestación, en el caso de rentas de sujetos no domiciliados.

Tratándose de ajustes aplicables a sujetos no domiciliados, el responsable de pagar el impuesto por el monto equivalente a la retención que resulte de aplicar el referido ajuste, será el que hubiese tenido la calidad de agente de retención si hubiese pagado la contraprestación respectiva. ()*

Cuando de conformidad con lo establecido en un convenio internacional para evitar la doble imposición celebrado por la República del Perú, las autoridades competentes del país con las que se hubiese celebrado el convenio realicen un ajuste a los precios de un contribuyente residente de ese país, y siempre que dicho ajuste esté permitido según las normas del propio convenio y el mismo sea aceptado por la administración tributaria peruana, la parte vinculada domiciliada en el Perú podrá presentar una declaración rectificatoria en la que se refleje el ajuste correspondiente, aun cuando con dicho ajuste se determine un menor impuesto en el país. La presentación de dicha declaración rectificatoria no dará lugar a la aplicación de sanciones.”

d) Análisis de comparabilidad

Las transacciones a que se refiere el numeral 4) del Artículo 32 son comparables con una realizada entre partes independientes, en condiciones iguales o similares, cuando se cumple al menos una de las dos condiciones siguientes:

1) Que ninguna de las diferencias que existan entre las transacciones objeto de comparación o entre las características de las partes que las realizan pueda afectar materialmente el precio, monto de contraprestaciones o margen de utilidad; o

2) Que aun cuando existan diferencias entre las transacciones objeto de comparación o entre las características de las partes que las realizan, que puedan afectar materialmente el precio, monto de contraprestaciones o margen de utilidad, dichas diferencias pueden ser eliminadas a través de ajustes razonables.

Para determinar si las transacciones son comparables se tomarán en cuenta aquellos elementos o circunstancias que reflejen en mayor medida la realidad económica de las transacciones, dependiendo del método seleccionado, considerando, entre otros, los siguientes elementos:

i) Las características de las operaciones.

ii) Las funciones o actividades económicas, incluyendo los activos utilizados y riesgos asumidos en las operaciones, de cada una de las partes involucradas en la operación.

iii) Los términos contractuales.

iv) Las circunstancias económicas o de mercado,

v) Las estrategias de negocios, incluyendo las relacionadas con la penetración, permanencia y ampliación del mercado.

Cuando para efectos de determinar transacciones comparables, no se cuente con información local disponible, los contribuyentes pueden utilizar información de empresas extranjeras, debiendo hacer los ajustes necesarios para reflejar las diferencias en los mercados.

"El reglamento podrá señalar los supuestos en los que no procederá emplearse como comparables las transacciones que, aun cuando sean realizadas entre partes independientes, sean realizadas con una persona, empresa o entidad:

(i) que tenga participación directa o indirecta en la administración, control o capital de cualquiera de las partes intervinientes en la transacción analizada;

(ii) en cuya administración, control o capital de las partes intervinientes en la transacción analizada tenga alguna participación directa o indirecta; o,

(iii) en cuya administración, control o capital tienen participación directa o indirecta la misma persona o grupo de personas que tienen participación directa o indirecta en la administración, control o capital de cualquiera de partes intervinientes en la transacción analizada." ()*

e) Métodos utilizados

Los precios de las transacciones sujetas al ámbito de aplicación de este artículo serán determinados conforme a cualquiera de los siguientes métodos internacionalmente aceptados, para cuyo efecto deberá considerarse el que resulte más apropiado para reflejar la realidad económica de la operación:

"1) El método del precio comparable no controlado

Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios entre partes vinculadas considerando el precio o el monto de las contraprestaciones que se hubieran pactado con o entre partes independientes en operaciones comparables.

En las operaciones de exportación o importación de bienes con cotización conocida en el mercado internacional, mercado local o mercado de destino, incluyendo los de instrumentos financieros derivados, o con precios que se fijan tomando como referencia las cotizaciones de dichos mercados, el valor de mercado se determina sobre la base de dichos valores de cotización.

Para determinar el valor de mercado, se debe considerar como fecha del valor de cotización la del término del embarque de bienes exportados o del desembarque de bienes importados.

En el reglamento se señala la relación de bienes comprendidos en el segundo párrafo, el mercado o las características de éste del que se obtiene la cotización, la cotización a considerar de dicho mercado, y los ajustes que se aceptan para reflejar las características del bien y la modalidad de la operación.

Lo dispuesto en el segundo párrafo y siguientes de este numeral, será el método de valoración más apropiado respecto de los bienes que señale el reglamento."

2) El método del precio de reventa

Consiste en determinar el valor de mercado de adquisición de bienes y servicios en que incurre un comprador respecto de su parte vinculada, los que luego son objeto de reventa a una parte independiente, multiplicando el precio de reventa establecido por el comprador por el resultado que proviene de disminuir, de la unidad, el margen de utilidad bruta que habitualmente obtiene el citado comprador en transacciones comparables con partes independientes o en el margen que habitualmente se obtiene en transacciones comparables entre terceros independientes.

El margen de utilidad bruta del comprador se calculará dividiendo la utilidad bruta entre las ventas netas.

3) El método del costo incrementado

Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios que un proveedor transfiere a su parte vinculada, multiplicando el costo incurrido por tal proveedor, por el resultado que proviene de sumar a la unidad el margen de costo adicionado que habitualmente obtiene ese proveedor en transacciones comparables con partes independientes o en el margen que habitualmente se obtiene en transacciones comparables entre terceros independientes.

El margen de costo adicionado se calculará dividiendo la utilidad bruta entre el costo de ventas.

4) El método de la partición de utilidades

Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios a través de la distribución de la utilidad global, que proviene de la suma de utilidades parciales obtenidas en cada una de las transacciones entre partes vinculadas, en la proporción que hubiera sido distribuida con o entre partes independientes, teniendo en cuenta, entre otros, las ventas, gastos, costos, riesgos asumidos, activos implicados y las funciones desempeñadas por las partes vinculadas.

5) El método residual de partición de utilidades

Consiste en determinar el valor de mercado de bienes y servicios de acuerdo a lo señalado en el numeral 4) de este inciso, pero distribuyendo la utilidad global de la siguiente forma:

(i) Se determinará la utilidad mínima que corresponda a cada parte vinculada, mediante la aplicación de cualquiera de los métodos aprobados en los numerales 1), 2), 3), 4) y 6) de este inciso, sin tomar en cuenta la utilización de intangibles significativos.

(ii) Se determinará la utilidad residual disminuyendo la utilidad mínima de la utilidad global. La utilidad residual será distribuida entre las partes vinculadas, tomando en cuenta, entre otros elementos, los intangibles significativos utilizados por cada uno de ellos, en la proporción que hubiera sido distribuida con o entre partes independientes

6) El método del margen neto transaccional

Consiste en determinar la utilidad que hubieran obtenido partes independientes en operaciones comparables, teniendo en cuenta factores de rentabilidad basados en variables, tales como activos, ventas, gastos, costos, flujos de efectivo, entre otros.

Mediante Decreto Supremo se regularán los criterios que resulten relevantes para establecer el método de valoración más apropiado.

"7) Otros métodos

Cuando por la naturaleza y características de las actividades y transacciones no resulte apropiada la aplicación de ninguno de los métodos anteriores, podrá acudir a la aplicación de otros métodos, de acuerdo a lo que establezca el reglamento." ()*

"f) Acuerdos anticipados de precios

La SUNAT podrá celebrar acuerdos anticipados de precios con contribuyentes domiciliados en el país, en los que se determine la valoración de las diferentes transacciones que se encuentren dentro del ámbito de aplicación a que se refiere el inciso a) del presente artículo, en base a los métodos y criterios establecidos por este artículo y el reglamento.

La SUNAT también podrá celebrar los acuerdos anticipados de precios a que se refiere el párrafo anterior con otras administraciones tributarias de países con los que la República del Perú hubiese celebrado un convenio internacional para evitar la doble imposición.

Mediante decreto supremo se dictarán las disposiciones relativas a la forma y procedimientos que se deberá seguir para la celebración de este tipo de acuerdos."

"g) Declaraciones juradas y otras obligaciones formales

Los contribuyentes sujetos al ámbito de aplicación de este artículo cuyos ingresos devengados en el ejercicio gravable superen las dos mil trescientas (2 300) Unidades Impositivas Tributarias (UIT) deben presentar anualmente la declaración jurada informativa Reporte Local, respecto de las transacciones que generen rentas gravadas y/o costos o gastos deducibles para la determinación del impuesto.

Sin perjuicio de lo señalado, mediante resolución de superintendencia, la SUNAT podrá exigir el cumplimiento de la citada obligación respecto de las transacciones que generen rentas exoneradas o inafectas, y costos o gastos no deducibles para la determinación del impuesto.

Los contribuyentes que formen parte de un grupo cuyos ingresos devengados en el ejercicio gravable superen las veinte mil (20 000) Unidades Impositivas Tributarias (UIT) deben presentar anualmente, de acuerdo a lo que señale el reglamento, la declaración jurada informativa Reporte Maestro que contenga, entre otros, la estructura organizacional, la descripción del negocio o negocios y las políticas de precios de transferencia en materia de intangibles y financiamiento del grupo y su posición financiera y fiscal.

Asimismo los contribuyentes que formen parte de un grupo multinacional deben presentar anualmente, de acuerdo a lo que señale el reglamento, la declaración jurada informativa Reporte País por País que contenga, entre otros, la información relacionada con la distribución global de los ingresos, impuestos pagados y actividades de negocio de cada una de las entidades pertenecientes al grupo multinacional que desarrollen su actividad en un determinado país o territorio.

La SUNAT no podrá basarse únicamente en la declaración jurada informativa Reporte País por País para realizar ajustes de precios de transferencia.

La información contenida en las referidas declaraciones juradas informativas podrá ser utilizada por la SUNAT para el ejercicio de sus funciones y para el intercambio de información tributaria con la autoridad competente de otro Estado prevista en los tratados internacionales o en las decisiones de la Comisión de la Comunidad Andina, observando las reglas de confidencialidad y de seguridad informática señaladas en los mismos.

La información mínima que debe contener cada una de las declaraciones juradas informativas a que se refiere este artículo se señalará en el reglamento.

La SUNAT podrá establecer la forma, plazo y condiciones en que se presentan las referidas declaraciones juradas informativas, y podrá exceptuar de la obligación de presentar dichas declaraciones. La SUNAT no podrá exceptuar de la obligación de presentar la declaración jurada informativa Reporte Local en los casos en los que el valor de mercado, tratándose de la enajenación de bienes, sea inferior al costo computable.

La documentación e información que respalde dichas declaraciones juradas informativas, según corresponda, debe ser conservada por los contribuyentes, debidamente traducida al idioma castellano, si fuera el caso, cinco (5) años o durante el plazo de prescripción, el que fuera mayor, de conformidad con el numeral 7 del artículo 87 del Código Tributario."

"i) Servicios

Sin perjuicio de los requisitos, limitaciones y prohibiciones dispuestos por esta Ley, tratándose de servicios sujetos al ámbito de aplicación del inciso a), el contribuyente debe cumplir el test de beneficio y proporcionar la documentación e información solicitada, como condiciones necesarias para la deducción del costo o gasto.

Se entiende que se cumple el test de beneficio cuando el servicio prestado proporciona valor económico o comercial para el destinatario del servicio, mejorando o manteniendo su posición comercial, lo que ocurre si partes independientes hubieran satisfecho la necesidad del servicio, ejecutándolo por sí mismas o a través de un tercero.

La documentación e información proporcionada debe evidenciar la prestación efectiva del servicio, la naturaleza del servicio, la necesidad real del servicio, los costos y gastos incurridos por el prestador del servicio, así como los criterios razonables de asignación de aquellos. En caso de cambiar de criterio de asignación, el contribuyente debe justificar la razón y/o necesidad de dicho cambio.

La deducción del costo o gasto por el servicio recibido, se determina sobre la base de la sumatoria de los costos y gastos incurridos por el prestador del servicio así como de su margen de ganancia.

A tal efecto, tratándose de servicios de bajo valor añadido, el referido margen no puede exceder el cinco por ciento (5%) de los costos y gastos incurridos por el prestador del servicio.

Se considera como servicios de bajo valor añadido aquellos que cumplen con las siguientes características: (i) tienen carácter auxiliar o de apoyo; (ii) no constituyen actividades principales del contribuyente o del grupo multinacional, según corresponda; (iii) no requieren el uso de intangibles únicos y valiosos, ni conducen a la creación de intangibles únicos y valiosos; y (iv) no conllevan asumir o controlar un nivel alto o significativo de riesgo, ni generan un nivel de riesgo significativo para el proveedor del servicio.

El reglamento podrá señalar de manera referencial los servicios que califican como de bajo valor añadido y aquellos que no.

En todo caso, tanto el costo y gasto como el margen de ganancia se valoran conforme al análisis de comparabilidad del inciso d) y son susceptibles de los ajustes señalados en el inciso c).”

ANEXO 6: TEXTO UNICO ORDENADO DE LA LEY DEL SISTEMA PRIVADO DE ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES, APROBADO POR DECRETO SUPREMO NRO. 054-97-EF

“Instrumentos de Inversión de las AFP

Artículo 25.- *Las inversiones de los Fondos de Pensiones podrán efectuarse en los siguientes tipos, instrumentos de inversión u operaciones:*

- a) Valores emitidos por el Estado Peruano sin incluir el Banco Central de Reserva del Perú;*
- b) Valores emitidos o garantizados por el Banco Central de Reserva del Perú;*
- c) Valores emitidos por instituciones pertenecientes al sector público diferentes del Banco Central de Reserva del Perú garantizados por el Gobierno Central o el Banco Central;*
- d) Valores emitidos por instituciones pertenecientes al sector público diferentes del Banco Central de Reserva del Perú;*
- e) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones por parte de empresas del Sistema Financiero;*
- f) Bonos emitidos por personas jurídicas pertenecientes o no al Sistema Financiero;*
- g) Instrumentos de inversión emitidos para el financiamiento hipotecario por empresas bancarias o financieras, y sus subsidiarias;*
- h) Instrumentos de inversión emitidos para el financiamiento hipotecario por otras entidades con o sin garantía del Fondo MIVIVIENDA u otras instituciones;*
- i) Otros Instrumentos de corto plazo distintos a los de captación por parte de las empresas del Sistema Financiero;*
- j) Operaciones de reporte;*
- k) Acciones y valores representativos de derechos sobre acciones en depósito inscritos en una Bolsa de Valores;*
- l) Certificados de suscripción preferente;*
- m) Productos derivados de valores que se negocien en Mecanismo Centralizado de Negociación;*
- n) Operaciones de cobertura de los riesgos financieros y gestión eficiente de portafolio;"*
- o) Cuotas de participación de los Fondos Mutuos de Inversión en Valores y de los Fondos de Inversión;*
- p) Instrumentos de inversión representativos de activos titulizados;*
- q) Instrumentos financieros emitidos o garantizados por Estados y Bancos Centrales de países extranjeros; así como acciones y valores representativos de derechos sobre acciones en depósito inscritos en Bolsas de Valores; instrumentos de deuda, cuotas de participación de fondos mutuos y operaciones de cobertura de riesgo emitidas por instituciones extranjeras;*
- r) Emisiones primarias de acciones y/o valores mobiliarios representativos de derechos crediticios dirigidos a financiar el desarrollo de nuevos proyectos;*
- s) Pagarés emitidos o avalados por empresas del Sistema Financiero;*
- t) Pagarés emitidos y avalados por otras entidades;*
- u) Inversión directa a través de títulos de deuda o acciones, así como instrumentos financieros destinados al desarrollo de proyectos de inversión en infraestructura, concesiones, vivienda, explotación de recursos naturales y bosques cultivados u otros sectores que por sus características requieran financiamiento de mediano y largo plazo;"*
- v) Otros instrumentos u operaciones que autorice la Superintendencia.*

"Las inversiones en estos instrumentos deberán realizarse con criterios generales, las que deberán guardar consistencia con los lineamientos de que trata el artículo 22." (*)

(*) Párrafo incorporado por el [Artículo 1 de la Ley N° 29903](#), publicada el 19 julio 2012, que entró en **vigencia en el plazo de 120 días a partir del día siguiente de la publicación del reglamento en el diario oficial El Peruano.**

En el caso de las adquisiciones o ventas de valores mobiliarios, éstas deberán realizarse en valores que por requerimiento de la Ley del Mercado de Valores estén debidamente registrados en el Registro Público del Mercado de Valores. No están comprendidos dentro de este requerimiento los valores señalados en los incisos a), b), e), j), m), n), q), s) y t). Asimismo, de acuerdo con lo dispuesto por el inciso a) del artículo 5 de la mencionada ley tampoco se encuentran comprendidos dentro del mencionado requisito los valores que las AFP adquieran en base a las ofertas privadas que al efecto se faculten.

Para los demás instrumentos de inversión que no se encuentren inscritos en dicho Registro, la Superintendencia mediante norma genérica, establecerá los valores cuya negociación les estará permitida a las AFP.

En caso las AFP participen invirtiendo los recursos de los Fondos en procesos de privatización o concesiones u otros promovidos por el Estado Peruano, éste no exigirá garantías hasta por el monto de dicha participación.

La Superintendencia deberá establecer normas complementarias que permitan precisar las características de los instrumentos y operaciones."

"Límites de inversión por tipo de fondo

Artículo 25-B.- Las inversiones que podrán efectuar las AFP con los recursos de los Fondos que administran se deberán sujetar a la política de diversificación de inversiones de cada uno de ellos, a que se refiere el artículo 25-C.

La política de diversificación de inversiones deberá sujetarse a los siguientes límites por categoría de instrumentos, de acuerdo con el tipo de fondo a que se refiere el artículo 18-A de la presente Ley:

I. Fondo de Pensiones Tipo 0 o Fondo de Protección de Capital

a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: hasta un máximo de cien por ciento (100%) del valor del Fondo.

b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: hasta un máximo de setenta y cinco por ciento (75%) del valor del Fondo.

II. Fondo de Pensiones Tipo 1 o Fondo de Preservación del Capital

a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: hasta un máximo de diez por ciento (10%) del valor del Fondo.

b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: hasta un máximo de cien por ciento (100%) del valor del Fondo.

c) Instrumentos derivados para cobertura y gestión eficiente de portafolio: hasta un máximo de diez por ciento (10%) del valor del Fondo.

d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: hasta un máximo de cuarenta por ciento (40%) del valor del Fondo.

III. Fondo de Pensiones Tipo 2 o Fondo Mixto

a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: hasta un máximo de cuarenta y cinco por ciento (45%) del valor del Fondo.

b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: hasta un máximo de setenta y cinco por ciento (75%) del valor del Fondo.

c) Instrumentos derivados para cobertura y gestión eficiente de portafolio: hasta un máximo de diez por ciento (10%) del valor del Fondo.

d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: hasta un máximo de treinta por ciento (30%) del valor del Fondo.

e) Instrumentos Alternativos: hasta un máximo de quince por ciento (15%) del valor del Fondo.

IV. Fondo de Pensiones Tipo 3 o Fondo de Apreciación del Capital (Fondo de Crecimiento)

a) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Participación Patrimonial o Títulos Accionarios: hasta un máximo de ochenta por ciento (80%) del valor del Fondo.

b) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones o Títulos de Deuda: hasta un máximo de setenta por ciento (70%) del valor del Fondo.

c) Instrumentos derivados para cobertura y gestión eficiente de portafolio: hasta un máximo de veinte por ciento (20%) del valor del Fondo.

d) Instrumentos Representativos de Derechos sobre Obligaciones de Corto Plazo o Activos en efectivo: hasta un máximo de treinta por ciento (30%) del valor del Fondo.

e) Instrumentos Alternativos: hasta un máximo de veinte por ciento (20%) del valor del Fondo.

Será responsabilidad y obligación de las AFP explicar detalladamente a los afiliados, las características y los riesgos de cada uno de los fondos que ofrezca, bajo estricta supervisión y control de la Superintendencia. Asimismo, los afiliados podrán distribuir su fondo de pensiones en dos tipos de fondos. La Superintendencia, sobre la base de los estudios que realice, establecerá las regulaciones pertinentes para la efectiva implementación de esta medida.

Por cada Tipo de Fondo que administren las AFP, se publicarán los indicadores de riesgo respectivos, según las disposiciones que establezca la Superintendencia.

La Superintendencia con opinión previa del Ministerio de Economía y Finanzas, de acuerdo con los criterios técnicos y las necesidades del sistema de pensiones, podrá establecer porcentajes máximos operativos y/o sublímites a los establecidos en el presente artículo, según cada tipo de fondo, con excepción de lo dispuesto en el artículo 25-D. Asimismo, la Superintendencia podrá emitir normas complementarias

para determinar una comisión diferenciada a favor de las AFP según el tipo de fondo."

ANEXO 7: RESOLUCION N° 052-98-EF-SAFP

Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones referido a Inversiones

“Artículo 17D.- Límites máximos de inversión. Para efectos de los límites máximos de inversión, los fondos colocados por la AFP como reportante, son considerados pertenecientes a las Carteras Administradas. Los instrumentos de inversión u efectivo recibidos en una operación de reporte como reportante no forman parte de los referidos límites.

En caso la AFP actúe como reportado, los instrumentos de inversión u efectivo entregados son considerados pertenecientes a las Carteras Administradas, mientras que los fondos recibidos no forman parte de los referidos límites máximos de inversión para dicha clase de activo.”

“Artículo 20.- Fondos Mutuos y fondos de inversión.- La AFP puede invertir los recursos de las Carteras Administradas en cuotas de participación de un fondo mutuo o fondo de inversión, administrados por sociedades administradoras debidamente autorizadas y supervisadas por el organismo regulador del mercado de valores u otras sociedades gestoras descritas en el artículo 24, del modo siguiente:”

(...)

b) Fondos de inversión tradicionales: las inversiones de los fondos de inversión se realizan en instrumentos representativos de derechos sobre obligaciones de corto plazo o activos en efectivo, instrumentos representativos de derechos sobre obligaciones o títulos de deuda, instrumentos representativos de derechos sobre participación patrimonial o títulos accionarios, préstamos bancarios garantizados, acreencias comerciales, leasing operativo y/o factoring, instrumentos derivados, en una combinación de estos o en los índices que se hayan construido a partir de dichos instrumentos.

c) Fondos de inversión alternativos: fondos que invierten en instrumentos de inversión cuyas estrategias permitan clasificarlos como real estate fund, hedge fund, commodity fund, private equity fund, venture capital fund y fondos de infraestructura. Las estrategias deben ser reconocidas como tales en los principales mercados internacionales. ()*

() Extremo modificado por el [Artículo Primero de la Resolución SBS N° 3973-2016](#), publicada el 20 julio 2016, cuyo texto es el siguiente:*

“c) Fondos de inversión alternativos: fondos que invierten en instrumentos de inversión cuyas estrategias permitan clasificarlos como real estate fund, hedge fund, commodity fund, private equity fund, venture capital fund, fondos forestales, y fondos de infraestructura. Las estrategias deben ser reconocidas como tales en los principales mercados internacionales.”

Artículo 21.- Fondos mutuos y fondos de inversión. Oferta pública. La inversión de los recursos de las Carteras Administradas en cuotas de participación de fondos mutuos y fondos de inversión emitidos bajo la modalidad de oferta pública se realiza si tales instrumentos de inversión, y sus sociedades administradoras, cumplen con las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, sus normas complementarias, y con los requerimientos establecidos en la normativa del Sistema Privado de Pensiones.

Artículo 23.- Cuotas de fondos mutuos y de fondos de inversión. Requisitos. Las inversiones de la AFP con los recursos de los Fondos administrados en cuotas de participación de fondos mutuos y de fondos de inversión, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 26 de la Ley y el artículo 91 del Reglamento, deberán cumplir con las siguientes condiciones:

(...)

Para el caso de fondos de inversión:

a) *Que las sociedades administradoras de tales fondos de inversión estén debidamente inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV); o,*

b) *Que la casa matriz de la sociedad administradora cumpla con las disposiciones señaladas en los artículos 8 ó 9 del Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior; o,*

c) *Si se trata de sociedades administradoras de fondos de inversión distintas a las señaladas en el incisos a) o b):*

i. *El capital mínimo suscrito y pagado por las sociedades administradoras sea equivalente a 2,5 veces el capital exigido y debidamente actualizado, dispuesto por la CONASEV para la organización y funcionamiento de este tipo de sociedades;*

actividades u operaciones;

iii. *Acreditar que el equipo gestor cuente con al menos cinco (5) años de experiencia en la administración de fondos de inversión;*

iv. *El monto de los activos administrados por la sociedad administradora de fondos de inversión no sea inferior a cien millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100 000 000). Se considerará como activos administrados al importe de la inversión ya realizada y el valor comprometido al momento de colocación de las respectivas cuotas de participación, el que está pendiente de ser desembolsado por inversionistas institucionales;*

v. *Los estados financieros de los fondos de inversión deberán ser auditados anualmente por sociedades auditoras independientes de reconocido prestigio;*

vi. *Los fondos de inversión deberán contar con comités de vigilancia o monitoreo o similares cuyos miembros hayan sido designados por los partícipes de dichos fondos;*

“En todos los casos, la AFP deberá solicitar a la sociedad administradora o gestora, que se comprometa a informar a la Superintendencia la valorización del valor cuota de los fondos de inversión en los cuales invertirá, con la misma periodicidad que se remita a los partícipes del fondo.”

La AFP de manera previa a la adquisición de las cuotas de participación de fondos mutuos y fondos de inversión deberán evaluar de manera detallada tanto a la sociedad administradora como al fondo mutuo o fondo de inversión, de modo que se tenga un entendimiento adecuado del retorno esperado, los principales factores de riesgo, así como otras características particulares de cada Fondo, a fin de verificar que la inversión en dichos instrumentos de inversión sea apropiada y consistente con la política de inversiones de cada tipo de Fondo. Asimismo, es responsable de la verificación de la idoneidad moral de los accionistas, directores y principales funcionarios, así como de la idoneidad técnica de estos”.

Artículo 24.- Cuotas de fondos de inversión locales-Requisitos. *La AFP puede invertir los recursos de las Carteras Administradas en fondos de inversión locales descritos en los literales b) y c) del artículo 20, que cumplan con las siguientes condiciones:*

a) Requisitos aplicables a la sociedad administradora o gestora, del fondo de inversión:

a.1) El equipo gestor debe contar con al menos cinco (5) años de experiencia en la administración de la estrategia específica.

a.2) Si está constituida en el Perú, esta debe estar inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV; o alternativamente cumplir simultáneamente con los siguientes requisitos:

i. Su capital mínimo, suscrito y pagado, debe ser 2,5 veces el capital actualizado exigido por la SMV para las sociedades administradoras.

ii. Contar con infraestructura y recursos para el cumplimiento de sus actividades u operaciones.

a.3) Si la sociedad administradora o gestora constituida en el Perú está controlada y gestionada por una sociedad constituida en el extranjero, esta debe cumplir con las disposiciones aplicables a dichas entidades señaladas en los artículos 8 o 9 del Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior.

a.4) Si la sociedad administradora está constituida en el extranjero, debe cumplir con las disposiciones señaladas en los artículos 8 o 9 del Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior, según corresponda.

b) Requisitos aplicables a los fondos de inversión:

b.1) La liquidez de las cuotas de participación de los fondos debe corresponder a los usos y costumbres de los respectivos mercados.

b.2) Los potenciales conflictos de interés así como los mecanismos de resolución deben estar claramente contemplados en los documentos oficiales.

b.3) Los fondos de inversión deben contar con estados financieros auditados anualmente por sociedades auditoras independientes con reconocida experiencia que realice operaciones en más de diez (10) países que posean una calificación de riesgo mínima de "A" para sus títulos de deuda de largo plazo.

b.4) El reporte de la información financiera (no auditada) debe ser presentado a los inversionistas y a la Superintendencia al menos trimestralmente.

b.5) El fondo debe elaborar documentación relacionada al estado de las inversiones (detalle de las inversiones realizadas), el cual debe ser remitido a los inversionistas y a la Superintendencia de manera periódica.

"b.6) Los partícipes del fondo de inversión, a excepción de los hedge funds y commodities funds, deben disponer la conformación de un comité de vigilancia que represente sus intereses, el cual debe: i) ser independiente de la sociedad administradora y de sus vinculadas, ii) no percibir remuneraciones por el ejercicio de sus funciones; iii) revisar los términos de las transacciones que suponen o pueden representar conflictos de interés durante la vigencia del fondo, así como desaprobado tal transacción en línea con la política de conflictos de interés del fondo, cuya modificación requiere la aprobación de los partícipes del fondo; iv) verificar el cumplimiento de las políticas de inversiones; v) aprobar los lineamientos de valorización de inversiones y poder solicitar cuando considere necesario una valorización independiente de alguna de las inversiones; y, vi) realizar el seguimiento del cumplimiento de la cláusula de key person event, en caso esté establecido como un requerimiento del fondo. El fondo solo debe cubrir los gastos relacionados a la celebración de asambleas."

b.7) Debe contar con una política de inversión y de gestión de riesgos que incluya:

i) Política de uso de endeudamiento y ventas en corto acorde a su estrategia de inversión.

ii) Las estructuras o modalidades empleadas para canalizar la inversión.

iii) Procedimientos de gestión de riesgos financieros, que incluya metodologías de medición de riesgo adecuadas al objetivo y estrategia, y tipo de inversiones que realiza, conforme a las mejores prácticas aplicables en la industria específica.

iv) *Procedimientos de gestión de riesgos no financieros, aplicables a la industria específica.*

b.8) *Debe contar con políticas de valorización del fondo que incluya:*

i) *Metodología de valorización basada en el enfoque de valor de mercado (fair value), indicando los estándares contables, guías y las mejores prácticas internacionales empleadas. El sustento de la metodología de la valorización debe estar a disposición de la Superintendencia.*

ii) *El compromiso de la sociedad administradora o gestora a informar la Superintendencia la valorización del valor cuota de los fondos de inversión, con la misma periodicidad que se remita a los partícipes del fondo. Para dicho efecto, la AFP debe solicitar este compromiso antes de adquirir el instrumento.*

b.9) *Respecto a los gastos y comisiones del fondo, estos deben ser transparentes y acordes a las observadas en la industria específica.*

b.10) *Las distribuciones del fondo, consignada a través de documentos legales, deben cumplir con lo siguiente:*

i) *La AFP solo pueden recibir de los fondos distribuciones en efectivo o instrumentos de inversión elegibles, durante su vida como al momento de su liquidación.*

ii) *En el proceso de liquidación del fondo, las inversiones (activos) de éste que no hayan sido entregados a la AFP, pueden ser aportados al patrimonio de otro fondo, "Trust" o vehículo similar, hasta que dichos activos sean vendidos y se pueda recibir por dicha venta efectivo o instrumentos de inversión elegibles para las AFP. Ello, siempre y cuando el fondo, "Trust" o vehículo similar de destino sea administrado por la misma sociedad administradora o gestora del fondo original. La sociedad administradora o gestora no puede nombrar a un agente para disponer de tales inversiones (activos) en representación de la AFP, y la AFP solo puede recibir las distribuciones directamente por parte del fondo original o del fondo, "Trust" o vehículo similar de destino, según corresponda, antes de su liquidación.*

iii) *Los derechos y obligaciones de los partícipes contenidos en los documentos constitutivos del fondo deben mantenerse vigentes hasta que se distribuya la totalidad de las inversiones (activos) que le correspondan a todos los partícipes.*

b.11) *En el caso de los fondos de inversión que inviertan en préstamos bancarios garantizados, la sociedad administradora debe garantizar un permanente alineamiento de intereses con los partícipes a través de la inversión en efectivo que represente al menos el 1% del capital comprometido del fondo. En ningún caso, el compromiso de inversión en el fondo puede ser realizado a través de una reducción de comisiones.*

c) *Requisitos aplicables a fondos de venture capital, private equity, real estate, fondos forestales, y fondos de infraestructura."*

c.1) *Expresar en números de años el plazo máximo del fondo, el cual debe estar acorde a la estrategia específica del fondo.*

c.2) *Las extensiones del plazo deben ser realizadas a razón de un año cada uno, y estas deben estar sujetas a la aprobación del Limited Partnership Advisory Committee (LPAC) o de los Limited Partners (LPs), salvo la primera extensión, la cual puede ser aprobada solo por el General Partner. "Las extensiones al plazo de desinversión deben ser realizadas a razón de un año cada una, y éstas deben estar sujetas a la aprobación del Limited Partnership Advisory Committee (LPAC) o de los Limited Partners (LPs), salvo la primera extensión, la cual puede ser aprobada solo por el General Partner." (*)*

c.3) *El periodo de inversión y desinversión del fondo deben estar claramente definidos. Durante el periodo de desinversión no se deben realizar nuevas inversiones a excepción de aquellas que hayan sido aprobadas en el periodo de inversión (follow on investments).*

"c.4) *Salvo en el caso de los fondos de fondos, la sociedad administradora no puede iniciar y administrar un nuevo fondo con objetivos de inversión sustancialmente*

idénticos antes de finalizado el periodo de inversión o cuando no se encuentre invertido al menos el setenta por ciento (70%) del capital comprometido del fondo que actualmente administran. Para el periodo en el cual exista una superposición de fondos con objetivos de inversión sustancialmente idénticos, la sociedad administradora debe contar con una política clara y transparente de adjudicación de inversiones."

c.5) Deben incorporar una cláusula de devolución de ingresos. En dicha cláusula se debe indicar que los ingresos que perciban los funcionarios de la sociedad administradora o afiliadas por su labor en las empresas en las que invierta cada fondo, deben ser acreditados íntegramente a los fondos. Este requerimiento no resulta aplicable a fondos de fondos.

c.6) Contar con un mecanismo de devolución de comisiones en caso se determine que al final de la vida del fondo la sociedad administradora ha cobrado comisiones en exceso respecto del mecanismo de comisión de éxito propuesto en los documentos oficiales (clawback clause).

c.7) Contar con una cláusula que establezca que las distribuciones por cobro de comisión de éxito debe realizarse sobre la base al valor de realización de las inversiones. El "carried interest" debe calcularse sobre ganancias netas correspondientes a las inversiones principales.

c.8) Contar con una cláusula que establezca que la sociedad administradora asume la retribución del comité de inversiones (investment committee), del asesor de inversión (investment advisor) y del gestor de inversión (investment manager).

c.9) Contemplar restricciones y/o limitaciones a la inversión en instrumentos negociados públicamente.

c.10) La sociedad administradora para una determinada estrategia de inversión debe garantizar un permanente alineamiento de intereses con los partícipes a través de la inversión en efectivo que represente al menos el 1% del capital comprometido del fondo. En ningún caso, el compromiso de inversión en el fondo puede ser realizado a través de una reducción de comisiones.

c.11) Contar con una política respecto del personal clave del fondo (key person event policy), en la que se definan las personas claves para su manejo, y las circunstancias y medidas a adoptar en caso alguien del personal clave del fondo deje de formar parte de la administración. Adicionalmente, se debe contemplar la suspensión automática del periodo de inversión en el caso que no se logre elegir su reemplazo.

c.12) Contar con una cláusula de gastos en la cual se establezca claramente qué contraparte asume cada tipo de gastos (sociedad administradora y partícipes), así como límites a los gastos organizacionales, operativos y extraordinarios.

c.13) Contar con una cláusula de indemnización (indemnity clause) en la cual se establezcan claramente las circunstancias en las cuales el fondo asume los gastos relacionados a esta cláusula. Asimismo, debe especificarse que los gastos de orden judicial para proteger los intereses del fondo que estén relacionados a dolo, negligencia o similares, no deben ser cubiertos por los fondos.

"c.14) Los fondos forestales deben contar con políticas respecto al cuidado y desarrollo sostenible del sector forestal, prevención de conflictos sociales, cumplir con las normas forestales, y buscar obtener certificaciones ambientales acorde con las mejores prácticas internacionales en la industria." ()*

(*) Inciso incorporado por el [Artículo Primero de la Resolución SBS N° 3973-2016](#), publicada el 20 julio 2016.

d) Requisitos adicionales aplicables a commodity funds. Además de cumplir con el literal b) anterior, el fondo debe cumplir con lo siguiente:

d.1) Contar con metodologías de medición de riesgos que permitan cuantificar la exposición total y la exposición específica generada en cada componente.

d.2) En caso que el fondo tenga como estrategia replicar un índice de referencia (benchmark), contar con políticas de medición de desempeño respecto al índice de referencia (tracking error policies).

d.3) Contar con un reporte diario del valor neto de los activos del fondo.

d.4) Los reportes que provea el fondo, debe identificar la contrapartes de las operaciones, brokers dealers, clearer brokers en los mercados de commodities, y otros principales participantes de las operaciones.

d.5) Contar con reportes diarios de las operaciones realizadas por las sociedades administradoras.

e) Requisitos adicionales aplicables a hedge funds. Además de cumplir con los requisitos descritos en el literal b) anterior, el fondo debe cumplir con lo siguiente:

e.1) El proceso de valorización debe ser efectuado por una entidad independiente al gestor del fondo o, por un comité de valorización (pricing committee) del fondo conformado mayoritariamente por personal independiente al gestor del fondo (investment manager), la sociedad administradora (general partner) o cualquiera involucrado al proceso de inversión.

e.2) Incluir el criterio de "high water mark" en la cláusula de cobro de comisiones de éxito o desempeño, de tal manera que se garantice que no exista compensación duplicada por rentabilidades anteriormente alcanzadas.

e.3) Deben contar con políticas respecto a la inversión por cuenta propia del personal vinculado a la sociedad administradora (personal account dealing clause).

e.4) Deben contar con políticas respecto de mejor ejecución de transacciones (best execution policies) y asignación justa de las transacciones entre diversas cuentas (fair allocation);

e.5) Deben prever que la entidad que realice la función de intermediario principal (prime broker) debe encontrarse autorizada, regulada y supervisada como tal por la autoridad reguladora del mercado de valores y/o financiero donde se encuentre establecido.

e.6) Deben contar con metodologías de medición de riesgos que permitan cuantificar la exposición total y el riesgo tomado a través de instrumentos derivados.

f) Requisitos aplicables a las inversiones de los fondos de inversión:

"f.1) Las contrapartes de los instrumentos derivados que realicen los fondos de inversión fuera de mecanismos centralizados de negociación deben estar supervisados por los respectivos reguladores de los mercados donde se negocian tales instrumentos. Las citadas operaciones deben ser formalizadas utilizando contratos que sigan las mejores prácticas internacionales sobre la materia."

Estos requisitos no resultan aplicables en el caso de los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles que negocian en un mecanismo centralizado de negociación (REIT), los cuales deben cumplir con lo establecido en el artículo 23.

Para el caso de fondos de inversión:

a) Que las sociedades administradoras de tales fondos de inversión estén debidamente inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV); o,

b) Que la casa matriz de la sociedad administradora cumpla con las disposiciones señaladas en los artículos 8 ó 9 del Reglamento para la Inversión de los Fondos de Pensiones en el Exterior; o,

c) Si se trata de sociedades administradoras de fondos de inversión distintas a las señaladas en el incisos a) o b):

i. El capital mínimo suscrito y pagado por las sociedades administradoras sea equivalente a 2,5 veces el capital exigido y debidamente actualizado, dispuesto por la CONASEV para la organización y funcionamiento de este tipo de sociedades;

ii. *Acreditar que cuentan con la infraestructura y los recursos necesarios para el cumplimiento de sus actividades u operaciones;*

iii. *Acreditar que el equipo gestor cuente con al menos cinco (5) años de experiencia en la administración de fondos de inversión;*

iv. *El monto de los activos administrados por la sociedad administradora de fondos de inversión no sea inferior a cien millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100 000 000). Se considerará como activos administrados al importe de la inversión ya realizada y el valor comprometido al momento de colocación de las respectivas cuotas de participación, el que está pendiente de ser desembolsado por inversionistas institucionales;*

v. *Los estados financieros de los fondos de inversión deberán ser auditados anualmente por sociedades auditoras independientes de reconocido prestigio;*

vi. *Los fondos de inversión deberán contar con comités de vigilancia o monitoreo o similares cuyos miembros hayan sido designados por los partícipes de dichos fondos;*

“En todos los casos, la AFP deberá solicitar a la sociedad administradora o gestora, que se comprometa a informar a la Superintendencia la valorización del valor cuota de los fondos de inversión en los cuales invertirá, con la misma periodicidad que se remita a los partícipes del fondo.”

La AFP de manera previa a la adquisición de las cuotas de participación de fondos mutuos y fondos de inversión deberán evaluar de manera detallada tanto a la sociedad administradora como al fondo mutuo o fondo de inversión, de modo que se tenga un entendimiento adecuado del retorno esperado, los principales factores de riesgo, así como otras características particulares de cada Fondo, a fin de verificar que la inversión en dichos instrumentos de inversión sea apropiada y consistente con la política de inversiones de cada tipo de Fondo. Asimismo, es responsable de la verificación de la idoneidad moral de los accionistas, directores y principales funcionarios, así como de la idoneidad técnica de estos”.

ANEXO 8: RESOLUCIÓN SBS N° 1041-2016

REGLAMENTO DE LAS INVERSIONES DE LAS EMPRESAS DE SEGUROS

CAPÍTULO I

DISPOSICIONES GENERALES

Principios de gestión de las inversiones

Artículo 3°.- *La empresa debe aplicar los siguientes principios en la gestión de sus inversiones, considerando las características de las obligaciones que estas respaldan:*

- a) Principio de seguridad: se basa en la protección y preservación del valor económico del activo a lo largo del tiempo.*
- b) Principio de liquidez: facilidad del activo para ser convertido en efectivo en el momento requerido y sin afectar de manera relevante su valor.*
- c) Principio de diversificación: se basa en la búsqueda de activos que contribuyan a la diversificación de los factores de riesgo del portafolio, disminución de concentraciones, y reducción del impacto potencial ante eventos adversos.*
- d) Principio de calce: correspondencia entre las características del activo y de las obligaciones que aquel respalda. Estas características incluyen al plazo u horizonte, el grado de liquidez o exigibilidad, la moneda, la volatilidad en su valuación, la predictibilidad y la distribución temporal de flujos, entre otras.*
- e) Principio de rentabilidad: se basa en la generación de rendimientos que permita cubrir, por lo menos, los compromisos ofrecidos a los asegurados.*

CAPÍTULO IV

RESPALDO DE LAS OBLIGACIONES TÉCNICAS

SUBCAPÍTULO II

REQUISITOS DE ELEGIBILIDAD POR

TIPO DE ACTIVO

Requisitos mínimos de elegibilidad por tipo de activo

Artículo 25°.- *Se consideran elegibles para el respaldo de obligaciones técnicas aquellas inversiones que cumplen los criterios de elegibilidad, así como los requisitos mínimos por tipo de activo u operación que se señalan a continuación.*

Para efectos de cumplir el requisito de clasificación de riesgo de grado de inversión, que se indica para determinados activos, se debe considerar lo señalado en el capítulo VII del presente Reglamento.

a) Efectivo.- Comprende los fondos disponibles en la tesorería de la empresa, incluidos aquellos que se encuentren en bóveda como en cuentas corrientes, en moneda nacional o extranjera; así como las cuentas por cobrar por ventas de inversiones, siempre que el periodo de liquidación acordado para éstas no se encuentre vencido y sea menor o igual a cinco (05) días útiles. A los activos antes indicados se les debe descontar lo siguiente:

a.1) Los saldos negativos de las cuentas corrientes.

- a.2) *Las cuentas corrientes sujetas a restricción.*
- a.3) *Los montos comprometidos que se encuentren pendientes de desembolso por una inversión que ya ha sido registrada.*
- a.4) *Los fondos fijos contabilizados según el Plan de Cuentas para las empresas del sistema asegurador.*
- a.5) *Las garantías recibidas en efectivo*
- b) *Depósitos.- Comprende los depósitos de ahorro y a plazo en instituciones financieras, del país o del exterior, autorizadas a captar depósitos de terceros, en moneda nacional o extranjera. No se consideran los depósitos en garantía, ni los sujetos a restricciones. Las instituciones financieras donde se mantengan los depósitos deben poseer una clasificación de riesgo de grado de inversión para su deuda de corto y/o largo plazo. Para el caso de instituciones financieras locales, que no cuenten con emisiones de deuda de corto ni de largo plazos, estas instituciones deben poseer una clasificación de riesgo de fortaleza financiera de "B" o de menor riesgo.*
- c) *Instrumentos representativos de deuda.- Comprende instrumentos representativos de deuda de corto y largo plazo, siempre que cumplan con lo siguiente:*
- c.1) *Los emisores sean: gobiernos centrales, bancos centrales, instituciones financieras del país o del exterior, personas jurídicas nacionales o extranjeras con emisiones locales o en el exterior y organismos internacionales.*
- c.2) *Para el caso de instrumentos emitidos bajo la modalidad de oferta pública: estén inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV, en el caso de los instrumentos emitidos localmente. En el caso de emisiones en el exterior, deben estar inscritos en el registro público de valores del país donde se efectúe la oferta. Este requisito no aplica para los instrumentos emitidos por el Gobierno Central o el Banco Central de Reserva del Perú.*
- c.3) *Para el caso de los instrumentos emitidos bajo la modalidad de oferta privada: los instrumentos y los gestores deben cumplir con las disposiciones regulatorias del país en donde sean emitidos.*
- c.4) *Los requerimientos de clasificación de riesgo conforme el capítulo VII.*
- c.5) *Para el caso de los certificados de depósito negociables, certificados bancarios y otros instrumentos negociables similares, solo deben cumplir lo señalado en el literal b) anterior.*
- c.6) *Para el caso de los instrumentos titulizados o instrumentos emitidos por fideicomisos o por sociedades de propósito especial: deben cumplir, según corresponda, con los precitados incisos del c.2) al c.4). Asimismo, los activos subyacentes del patrimonio en fideicomiso o de sociedades de propósito especial deben cumplir con los criterios y requisitos de elegibilidad, o estar conformados por proyectos de infraestructura con aval, garantía o participación del Estado Peruano, o de Estados u Organismos Multilaterales que posean para sus títulos de deuda de largo plazo clasificación de riesgo internacional de grado de inversión. A su vez, los patrimonios en fideicomiso o las sociedades de propósito especial deben contar con estados financieros auditados por sociedades auditoras independientes con reconocida experiencia. En el caso de emisiones del exterior, las sociedades auditoras independientes deben contar con experiencia internacional, y realizar*

operaciones en más de diez (10) países que posean clasificaciones de riesgo de al menos “A” para sus respectivos títulos de deuda de largo plazo.

c.7) Para los instrumentos señalados en el inciso c.6) anterior, se requiere adicionalmente que los fiduciarios o las sociedades de propósito especial cuenten con políticas y procedimientos para evitar conflictos de interés. Asimismo, para el respaldo de obligaciones técnicas, no se admite la inversión en aquellos instrumentos que se encuentren respaldados por patrimonios en fideicomiso o por sociedades de propósito especial a partir de los cuales se emitan tanto títulos de contenido crediticio como títulos de participación, a menos que ambos tipos de valores sean emitidos simultáneamente, o que esta posibilidad sea expresa y detalladamente contemplada en el programa de emisiones respectivo. Asimismo, no se admite la inversión en aquellos instrumentos que se encuentren respaldados por fideicomisos o sociedades de propósito especial que no cumplan con las disposiciones que rijan el mercado de valores, y el sistema financiero y de seguros, según corresponda.

d) Acciones, valores representativos de derechos sobre acciones en depósito (American Depositary Receipts, Global Depositary Receipts y similares), y otros instrumentos similares.- Siempre que cumplan con los siguientes requisitos:

d.1) Estar inscritos en el registro público de valores del país donde se efectúe la oferta.

d.2) Ser negociados en mecanismos centralizados de negociación.

d.3) Que el emisor cuente con información financiera anual auditada de al menos un ejercicio.

d.4) En el caso de acciones preferentes, poseer clasificación de riesgo de grado de inversión, conforme a los requerimientos de clasificación de riesgo dispuestos en el capítulo VII.

d.5) Para las acciones locales, estas deben pertenecer al Índice General (SP/BVL Peru General) o al Índice de Buen Gobierno Corporativo (SP/BVL IBGC) o a la Tabla de Valores Referenciales de la Bolsa de Valores de Lima.

d.6) En el caso de acciones locales que se listen por primera vez en un mecanismo centralizado de negociación, el valor de la colocación de las acciones no debe ser inferior a los diez millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 10 000 000) o su equivalente en nuevos soles.

d.7) Para instrumentos emitidos localmente, conforme al Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales de la Superintendencia del Mercado de Valores, el prospecto de emisión debe establecer la obligación de admitir la negociación de los valores entre el público en general luego de un (1) año de efectuada la colocación.

d.8) Los instrumentos locales señalados en los incisos d.6) y d.7) deben cumplir con los requisitos establecidos en el inciso d.5) luego de tres (3) años de colocados.

d.9) Para las acciones del exterior, estas deben contar con al menos una cotización dentro de los últimos treinta (30) días calendario, y con un volumen de negociación mensual mayor a un millón de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 1 000 000). Adicionalmente, deben cotizar en una Bolsa de Valores de algún Estado que posea para sus títulos de deuda de largo plazo, una clasificación de riesgo internacional de grado de inversión; o las acciones deben poseer una capitalización de mercado mayor a doscientos millones de dólares de los Estados Unidos de América

(US\$ 200 000 000). Los requerimientos señalados en el presente inciso no son aplicables para ADR y similares de emisores peruanos que sean emitidos en el exterior. Para estos últimos instrumentos, se deben considerar los requerimientos indicados para las acciones locales.

f) *Certificados de participación en fondos de inversión.- Siempre que cumplan con los siguientes requisitos:*

f.1) *Respecto a la sociedad administradora:*

i) *Ser una institución financiera debidamente autorizada para gestionar fondos de inversión y colocar sus cuotas de participación entre los inversionistas, además de ser supervisada por la SMV o las autoridades reguladoras y/o supervisoras de los mercados de valores y/o financieros de algún Estado que posea para sus títulos de deuda de largo plazo una clasificación de riesgo de grado de inversión, otorgada por al menos una empresa clasificadora de riesgo señalada en el literal a) del artículo 40°.*

ii) *Para las sociedades locales, la gerencia del equipo gestor debe acreditar que cuenta con al menos cinco (5) años de experiencia en la administración de la estrategia específica del fondo de inversión.*

iii) *Para las sociedades del exterior, acreditar que cuenta con al menos cinco (5) años de experiencia (como entidad) en la administración de la estrategia específica del fondo de inversión; y que el valor total de los activos que administra (a nivel de todos sus fondos) no sea inferior a quinientos millones de dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 500 000 000) o su equivalente. Se considera como activos administrados a la suma de los importes de inversión ya realizados, y de los capitales comprometidos que están pendientes de ser desembolsados.*

iv) *Que muestre una relación directa en términos patrimoniales y de gestión con la matriz o el grupo al que pertenece.*

v) *En caso la sociedad administradora determine que requiere de asesoría para el tipo de inversión específico, las funciones y las responsabilidades de la entidad de asesoría designada deben estar claramente definidas, y materializadas a través de un contrato, de acuerdo a los estándares de mercado.*

f.2) *Respecto del fondo de inversión:*

i) *Estar inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV o en el registro de la respectiva autoridad reguladora y/o supervisora de la sociedad administradora.*

ii) *Que el fondo cuente con una política de inversión, que incluya límites internos de diversificación por inversiones, emisores y contrapartes; y una política de gestión de riesgos, que incluya metodologías de medición de riesgos adecuadas al objetivo y tipo de inversiones que realiza. En el caso de fondos inmobiliarios, de infraestructura o similares, esta política debe incluir un límite máximo de inversión en un mismo activo del 40% del patrimonio del fondo. En el caso de otro tipo de fondo, debe incluirse un límite máximo del 10% del patrimonio del fondo.*

iii) *Las cuotas de participación del fondo no deben estar sujetas a restricciones absolutas sobre su transferencia a un tercero. Las restricciones relativas sobre su transferencia a un tercero deben estar acorde con la práctica y usos de mercado.*

iv) *Que el fondo cuente con una política y metodología de valorización definidas, basada en el enfoque de valor razonable (fair value), indicando los estándares contables, guías y las mejores prácticas internacionales empleadas. El sustento de esta metodología debe estar a disposición de la Superintendencia. Asimismo, la valorización debe realizarse con una frecuencia acorde con la práctica y usos de mercado.*

v) *Que la metodología de valorización del fondo cuente con una opinión favorable de una entidad experta e independiente al gestor del fondo y a su comité de valorización (pricing committee), y la aprobación del comité de vigilancia del fondo.*

vi) *Que el fondo cuente con políticas que eviten potenciales conflictos de interés.*

vii) *Que el fondo cuente con estados financieros, auditados anualmente por una sociedad auditora independiente con reconocida experiencia. En el caso de fondos del exterior, la sociedad auditora debe realizar operaciones en más de diez (10) países que posean una clasificación de riesgo mínima de "A" para sus instrumentos representativos de deuda de largo plazo.*

viii) *Que el reporte de la información financiera (no auditada) del fondo, así como el detalle de sus inversiones, sea presentado a los partícipes al menos con periodicidad trimestral.*

ix) *Que se constituya un comité de vigilancia que represente los intereses de los partícipes, el cual debe ser independiente de la sociedad administradora y de sus vinculadas, encargado de pronunciarse respecto de las operaciones del fondo, del cumplimiento de las políticas de inversión y la política de valorización, de la aprobación de transacciones que suponen conflictos de interés, entre otros aspectos.*

x) *En el caso de los fondos de inversión locales que invierten mayoritariamente en títulos de deuda, sus certificados o cuotas deben poseer una clasificación de riesgo crediticio de grado de inversión.*

xi) *En el caso de los fondos de inversión no considerados en el inciso anterior, la totalidad de los activos subyacentes debe cumplir con los requisitos mínimos de elegibilidad establecidos en el artículo 25° de este Reglamento.*

xii) *El fondo no puede realizar inversiones en derivados con fines especulativos, ni en real estate o real estate investment trusts (REITS), commodities, hedge funds, private equity, ni en otros fondos que tengan como subyacentes estos activos y/o que no se encuentren regulados.*

(...)

n) *Certificados de participación emitidos por patrimonios en fideicomiso o por sociedades de propósito especial: deben cumplir con los requisitos señalados en los precitados incisos c.2), c.3), c.6) y c.7), que resulten aplicables.*

ANEXO 9: REGLAMENTO DE PROPIEDAD INDIRECTA, VINCULACIÓN Y GRUPOS ECONÓMICOS

Artículo 5.- PARTES VINCULADAS

Se presume vinculación, salvo prueba en contrario:

5.1 Por parentesco, entre personas naturales

5.2 Por propiedad y/o gestión, entre:

5.2.1 Una entidad y las personas o entes jurídicos que tengan participación representativa en esta

5.2.2 Una entidad y las personas o entes jurídicos que tenga propiedad indirecta en esta, igual o mayor al cuatro (4%) por ciento

5.2.3 Las personas naturales que ejercen el control de un mismo grupo económico

5.2.4 Las entidades de un mismo grupo económico

5.2.5 Una entidad y la persona, ente jurídico o grupo de personas que controlan a esta o que ejercen el control del grupo económico al que pertenece esta

5.2.6 Una entidad y las entidades controladas por alguna (s) de las personas naturales que ejercen el control de la entidad o del grupo económico al que pertenece la entidad

5.2.7 Una entidad y los parientes de las personas naturales que ejercen el control sobre esta o que ejercen el control del grupo económico al que pertenece esta

ANEXO 10: REGLAMENTO DE LA LEY DEL IMPUESTO A LA RENTA - VINCULACIÓN

Artículo 24.- PARTES VINCULADAS

Para efecto de lo dispuesto en la Ley, se entenderá que dos o más personas, empresas o entidades son partes vinculadas cuando se dé cualquiera de las siguientes situaciones:

- 1. Una persona natural o jurídica posea más del treinta por ciento (30%) del capital de otra persona jurídica, directamente o por intermedio de un tercero.*
- 2. Más del treinta por ciento (30%) del capital de dos (2) o más personas jurídicas pertenezca a una misma persona natural o jurídica, directamente o por intermedio de un tercero.*
- 3. En cualesquiera de los casos anteriores, cuando la indicada proporción del capital pertenezca a cónyuges entre sí o a personas naturales vinculadas hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad.*
- 4. El capital de dos (2) o más personas jurídicas pertenezca, en más del treinta por ciento (30%), a socios comunes a éstas.*
- 5. Las personas jurídicas o entidades cuenten con uno o más directores, gerentes, administradores u otros directivos comunes, que tengan poder de decisión en los acuerdos financieros, operativos y/o comerciales que se adopten.*
- 6. Dos o más personas naturales o jurídicas consoliden Estados Financieros.*
- 7. Exista un contrato de colaboración empresarial con contabilidad independiente, en cuyo caso el contrato se considerará vinculado con aquellas partes contratantes que participen, directamente o por intermedio de un tercero, en más del treinta por ciento (30%) en el patrimonio del contrato o cuando alguna de las partes contratantes tengan poder de decisión en los acuerdos financieros, comerciales u operativos que se adopten para el desarrollo del contrato, caso en el cual la parte contratante que ejerza el poder de decisión se encontrará vinculado con el contrato.*
- 8. En el caso de un contrato de colaboración empresarial sin contabilidad independiente, la vinculación entre cada una de las partes integrantes del contrato y la contraparte deberá verificarse individualmente, aplicando alguno de los criterios de vinculación establecidos en este artículo. Se entiende por contraparte a la persona natural o jurídica con la que las partes integrantes celebren alguna operación con el fin de alcanzar el objeto del contrato.*
- 9. Exista un contrato de asociación en participación, en el que alguno de los asociados, directa o indirectamente, participe en más del treinta por ciento (30%) en los resultados o en las utilidades de uno o varios negocios del asociante, en cuyo caso se considerará que existe vinculación entre el asociante y cada uno de sus asociados. También se considerará que existe vinculación cuando alguno de los asociados tenga poder de decisión en los aspectos financieros, comerciales u operativos en uno o varios negocios del asociante.*
- 10. Una empresa no domiciliada tenga uno o más establecimientos permanentes en el país, en cuyo caso existirá vinculación entre la empresa no domiciliada y cada uno de sus establecimientos permanentes y entre todos ellos entre sí.*
- 11. Una empresa domiciliada en territorio peruano tenga uno o más establecimientos permanentes en el extranjero, en cuyo caso existirá vinculación entre la empresa domiciliada y cada uno de sus establecimientos permanentes.*
- 12. Una persona natural o jurídica ejerza influencia dominante en las decisiones de los órganos de administración de una o más personas jurídicas o entidades. En tal situación, se considerará que las personas jurídicas o entidades influidas están vinculadas entre sí y con la persona natural o jurídica que ejerce dicha influencia.*

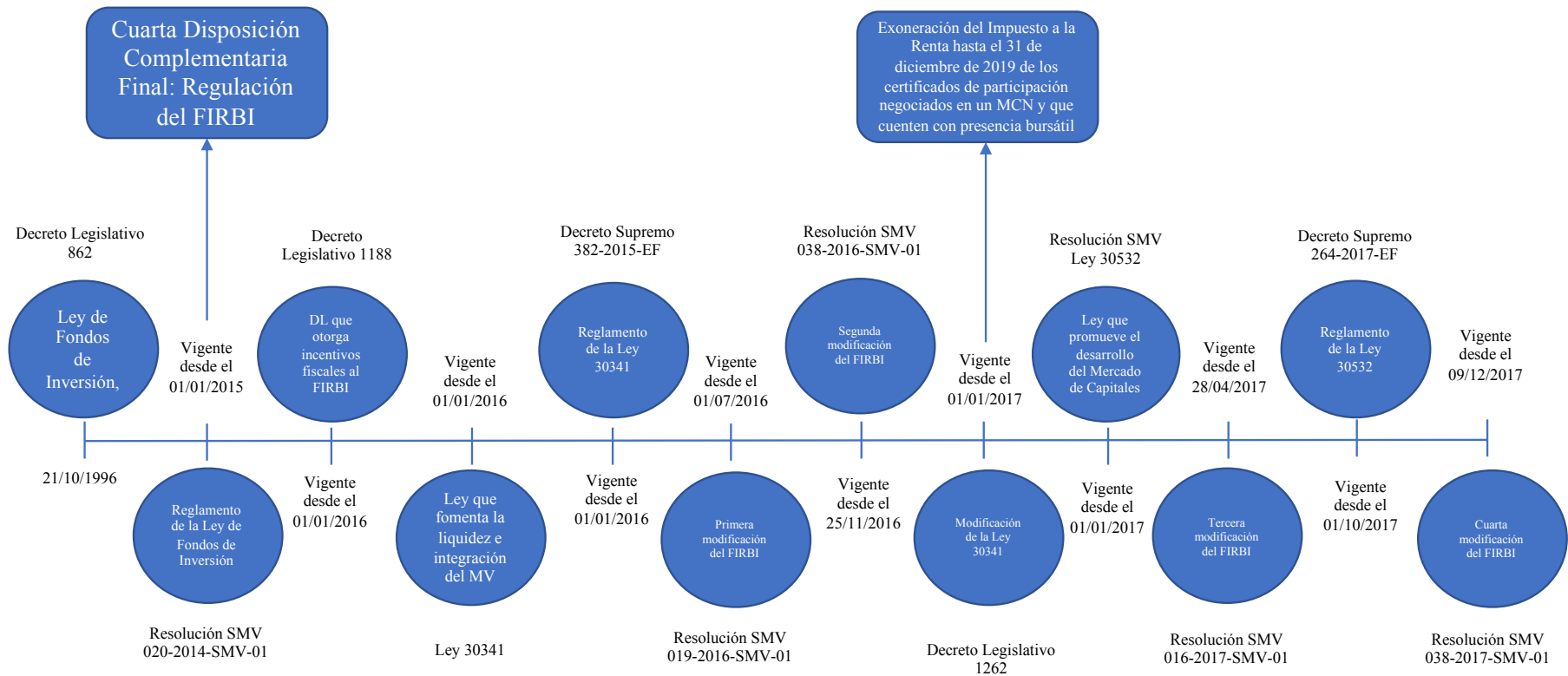
ANEXO 11: FIRBI EN PERÚ Y EXPERIENCIAS INTERNACIONALES

Figura 30: FIRBIS en el Perú - Operativos y Preoperativos

SAFI	Régimen del Fondo	Nombre	Objeto	Inicio de Operaciones	Participes	Monto colocación	Valor Nominal de las Cuotas	Capital Pagado	Tipo de Certificado de Participación	Moneda para Inversiones	Redimiento proyectado	Gestor del Fondo	Vigencia
SURA	Régimen General	FIRBI SURA Asset Management	Adquisición o construcción de Bienes Raíces que se destinen a arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso	8/06/16	Inversionistas Retail	\$100 000 000,00	\$1 000,00	\$19 475 505,00	Anotación en cuenta	Dólares	8% Anual	SURA	10 años
	Régimen Simplificado	FIRBI SURA Asset Management II	Adquisición o construcción de Bienes Raíces que se destinen a arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso	Preoperativo	Inversionistas Retail	\$100 000 000,00	\$1 000,00		Anotación en cuenta	Dólares	8% Anual		10 años
LARRAIN VIAL	Régimen General	Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles - FIRBI F RENTA INMOBILIARIAS	Invertir sus recursos en Inversiones Inmobiliarias (Bienes Raíces) en los sectores industria, comercio, oficinas, educación, hotelería y cualquier otro sector económicos que demande arrendamientos, usufructos, cesiones en uso, superficies u otra forma de renta	Preoperativo	Inversionistas Retail	S/ 200'000,000.00	\$1 000,00		Anotación en cuenta	Dólares	7% Anual	ER CAPITAL S.A.C.	Indeterminado

Fuente: Reglamentos de participación – SMV
Elaboración: autores de esta tesis.

Figura 31: Marco Legal del FIRBI - Línea de Tiempo



Fuente: Normas Legales
 Elaboración: autores de esta tesis

Tabla 14: Normas Comparadas

CARACTERÍSTICAS	ESPAÑA	MEXICO	CHILE	ESTADOS UNIDOS
Vehículo de Inversión (figuras jurídicas)	1. Sociedades anónimas; y, 2. Fondo de Inversión	1. Fideicomiso; y 2. Sociedad Mercantil (S.A. - S.R.L. - S.A.P.I)	Fondo de Inversión	Fideicomiso
Objetivo	1. Inversión en bienes inmuebles urbanos para su arrendamiento; y, 2. Inversión participar en otras IIC o SOCIMI	1. Arrendamiento de bienes inmuebles; 2. Construcción de bienes inmuebles; y, 3. Financiamiento para la adquisición o construcción de bienes inmuebles	Inversión en bienes inmuebles para su arrendamiento, construcción y desarrollo.	se dedican exclusivamente a comprar, desarrollar y administrar propiedades para oficinas, inmuebles industriales, vivienda, retail, hoteles, salud e hipoteca para ponerlos en arriendo o venderlos.
Patrimonio	1. El 70% - 80% debe invertirse en bienes inmuebles; y, 2. El 20% - 30% en valores cotizados	1. 70% debe invertirse en bienes inmuebles, derechos o créditos derivados de estos; y, 2. 30% en instrumentos del Gobierno Mexicano o en Sociedades de Inversión.	1. Invertir el 70% en bienes inmuebles, sea para la construcción o arrendamiento; y, 2. Invertir el 30% en valores cotizados en bolsa.	1. El 75% del total de los activos deben provenir de bienes raíces. 2. El 25% restante se invertirá en valores cotizados en bolsa.
Requisitos	1. Deben constituirse con un capital de 5 y 9 millones de euros, de acuerdo al tipo de vehículo de inversión. 2. En cuanto al número de participes, para las SOCIMI será de mínimo 01 partícipe y en el caso de los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria, el mínimo es de 100 participes	1. Contar con una adecuada diversificación del riesgo de las inversiones. 2. Distribuir dividendos, exclusivamente en efectivo, por lo menos una vez al año entre sus inversionistas, hasta el 95% de las utilidades del resultado del periodo fiscal anterior. 3. Contar con un administrador profesional a cargo de los bienes inmuebles que conforman el patrimonio. 4. Actuar en el marco de un adecuado Gobierno Corporativo. 5. Mínimo de inversionistas 10 personas (físicas o morales), no vinculadas entre sí.	1. El 70% del total de los activos debe estar invertido en el objeto del fondo de inversión. 2. Un máximo del 50% del activo total del fondo puede estar invertido en valores emitidos por un mismo emisor, grupo empresarial o sus vinculadas. 3. Invertir en cuotas de un fondo de inversión privado hasta el monto que no le signifique controlar el emisor. 4. Sólo puede endeudarse por un máximo del 50% del patrimonio del fondo. 5. Deberá contar con un mínimo de 50 aportantes.	1. El 75% del total de los activos deben provenir de bienes raíces. 2. El 75% de los ingresos brutos deberán provenir de intereses hipotecarios y/o arrendamientos. El 95% de los ingresos deberá provenir de dividendos, intereses y arrendamientos. 3. Deben contar con 100 beneficiarios y los 5 más importantes no deben tener más del 50% del total. 4. Emitir certificados negociables y transferibles públicamente. 5. Distribución del 90% de utilidad fiscal neta.
Intervinientes	1. Participes - inversionistas 2. Sociedad Gestora 3. Entidad depositaria	1. Fideicomitente: conformado por los inversionistas. 2. Fiduciario: Entidad Financiera constituida en México y autorizada para tales fines. 3. Fideicomisario: beneficiarios del destino del bien inmueble (propios inversionistas o terceros, según corresponda). 4. BMV: Bolsa Mexicana de Valores donde se negociaran los CBFi.	1. Sociedad Administradora de Fondos de Inversión. 2. Participes 3. Fondo de Inversión	1. Fiduciario, es la empresa responsable por la administración de los recursos del patrimonio fideicometido. 2. Beneficiario, es aquella persona natural o jurídica que mediante su aporte al fondo, mantienen inversiones en este. 3. Patrimonio Fiduciario, es un patrimonio autónomo integrado por aportes realizados por participes destinados exclusivamente para su inversión en bienes inmuebles o en valores
Aportes	1. Bienes inmuebles, 2. Efectivo, y, 3. Valores cotizados	1. Bienes inmuebles; y, 2. Efectivo, a través de la adquisición de CBFi que emita el Fideicomiso.	1. Bienes inmuebles; y, 2. Efectivo.	
Enajenación	La enajenación de los bienes inmuebles se efectuarán luego de haberse cumplido 03 años posteriores al aporte o al arrendamiento. En el caso del SOCIMI, se contará inmerso el año en que se pudo incurrir para la oferta del arrendamiento	La enajenación de los bienes se efectuará una vez cumplidos los cuatro (4) años posteriores al aporte o a la culminación de la construcción del bien inmueble. Los CBFi podrán enajenarse en cualquier momento.	La enajenación de inmuebles se pueden realizar en cualquier momento, para lo cual se deberá contar con 2 tasaciones y realizar la transferencia mediante negociación en bolsa.	La enajenación se puede realizar en cualquier momento.
Aspectos Tributarios	Se aplica el impuesto por lo siguiente: Impuesto por sociedades Impuestos por dividendos o utilidades en beneficios	El aporte de bienes inmuebles está sujeto a ISAI (le corresponde a la FIBRA y la tasa impositiva dependerá del Estado Mexicano) e IVA (genera crédito fiscal, la tasa impositiva es de 16%) La enajenación de bienes inmuebles está sujeto al pago de IETU (La tasa equivale al 17.5%) e ISR (La tasa equivale al 28%). Están exonerados del ISR las personas físicas (domiciliadas y no domiciliadas, salvo que realicen actividad empresarial) y las administradores de fondos de pensiones mexicanos y extranjeros.	Los dividendos atribuidos a los participes se le aplican el impuesto global complementario con una tasa de 35%. La sociedad administradora de fondos de inversión será la encargada de retener el impuesto, así como para los demás tipos de renta que se realizará una retención de impuesto único del 10%.	Los ingresos corrientes que se distribuyen a los participes no se gravan al REIT, pero si el ingreso se distribuye a un beneficiario no residente, entonces ese ingreso debe estar sujeto a un 30% de retención en la fuente de dividendos ordinarios y una tasa del 35% para ganancias de capital, a menos que la tasa sea más baja por tratado.

Elaboración: autores de tesis

ANEXO 12: LEY 11/2009, DE 26 DE OCTUBRE, POR LA QUE SE REGULAN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS DE INVERSIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO - ESPAÑA

Artículo 2. *Objeto social de las SOCIMI.*

1. *Las SOCIMI tendrán como objeto social principal:*

a) *La adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.*

b) *La tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social que aquéllas y que estén sometidas a un régimen similar al establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios.*

c) *La tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y cumplan los requisitos de inversión a que se refiere el artículo 3 de esta Ley.*

Las entidades a que se refiere esta letra c) no podrán tener participaciones en el capital de otras entidades. Las participaciones representativas del capital de estas entidades deberán ser nominativas y la totalidad de su capital debe pertenecer a otras SOCIMI o entidades no residentes a que se refiere la letra b) anterior. Tratándose de entidades residentes en territorio español, estas podrán optar por la aplicación del régimen fiscal especial en las condiciones establecidas en el artículo 8 de esta Ley.

d) *La tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.*

2. *Las entidades no residentes a que se refiere el apartado anterior deben ser residentes en países o territorios con los que exista efectivo intercambio de información tributaria, en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal. Los bienes inmuebles situados en el extranjero de las entidades no residentes a que se refiere la letra b) del apartado anterior deberán tener naturaleza análoga a los situados en territorio español.*

3. *Quedan excluidos de la consideración de bienes inmuebles a los efectos de esta Ley:*

a) *Los bienes inmuebles de características especiales a efectos catastrales regulados en el artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del Catastro Inmobiliario, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2004, de 5 de marzo, y,*

b) *Los bienes inmuebles cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades.*

4. *Los bienes inmuebles adquiridos lo deberán ser en propiedad. En particular, se entenderá incluida la propiedad resultante de derechos de superficie, vuelo o subedificación, inscritos en el Registro de la Propiedad y durante su vigencia, así como los inmuebles poseídos por la sociedad en virtud de contratos que cumplan los requisitos para ser considerados como de arrendamiento financiero a efectos del Impuesto sobre Sociedades.*

5. *La actividad de promoción inmobiliaria y la de arrendamiento serán objeto de contabilización separada para cada inmueble promovido o adquirido con el desglose que resulte necesario para conocer la renta correspondiente a cada inmueble o finca*

registral en que éste se divida. Las operaciones procedentes, en su caso, de otras actividades deberán ser igualmente contabilizadas de forma separada al objeto de determinar la renta derivada de las mismas.

6. Junto a la actividad económica derivada del objeto social principal, las SOCIMI podrán desarrollar otras actividades accesorias, entendiéndose como tales aquellas que en su conjunto sus rentas representen menos del 20 por ciento de las rentas de la sociedad en cada período impositivo.

Artículo 3. Requisitos de inversión.

1. Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80 por ciento del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a dicha finalidad siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición, así como en

participaciones en el capital o patrimonio de otras entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley.

Este porcentaje se calculará sobre el balance consolidado en el caso de que la sociedad sea dominante de un grupo según los criterios establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia y de la obligación de formular cuentas anuales consolidadas. Dicho grupo estará integrado exclusivamente por las SOCIMI y el resto de entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley.

El valor del activo se determinará según la media de los balances individuales o, en su caso, consolidados trimestrales del ejercicio, pudiendo optar la sociedad para calcular dicho valor por sustituir el valor contable por el de mercado de los elementos integrantes de tales balances, el cual se aplicaría en todos los balances del ejercicio. A estos efectos no se computarán, en su caso, el dinero o derechos de crédito procedente de la transmisión de dichos inmuebles o participaciones que se haya realizado en el mismo ejercicio o anteriores siempre que, en este último caso, no haya transcurrido el plazo de reinversión a que se refiere el artículo 6 de esta ley.

A efectos de dicho cómputo, si los bienes inmuebles están situados en el extranjero, incluidos los tenidos por las entidades a que se refiere la letra c) del apartado 1 del artículo 2 de esta Ley, deberán tener naturaleza análoga a los situados en territorio español y deberá existir efectivo intercambio de información tributaria con el país o territorio en el que estén situados, en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal.

2. Asimismo, al menos el 80 por ciento de las rentas del período impositivo correspondientes a cada ejercicio, excluidas las derivadas de la transmisión de las participaciones y de los bienes inmuebles afectos ambos al cumplimiento de su objeto social principal, una vez transcurrido el plazo de mantenimiento a que se refiere el apartado siguiente, deberá provenir:

a) del arrendamiento de bienes inmuebles afectos al cumplimiento de su objeto social principal con personas o entidades respecto de las cuales no se produzca alguna de las circunstancias establecidas en el artículo 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia, y/o

b) de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de participaciones afectas al cumplimiento de su objeto social principal.

Este porcentaje se calculará sobre el resultado consolidado en el caso de que la sociedad sea dominante de un grupo según los criterios establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia y de la obligación de formular cuentas anuales consolidadas. Dicho grupo estará integrado exclusivamente por las SOCIMI y el resto de entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley.

3. Los bienes inmuebles que integren el activo de la sociedad deberán permanecer arrendados durante al menos tres años. A efectos del cómputo se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un máximo de un año.

El plazo se computará:

a) En el caso de bienes inmuebles que figuren en el patrimonio de la sociedad antes del momento de acogerse al régimen, desde la fecha de inicio del primer período impositivo en que se aplique el régimen fiscal especial establecido en esta Ley, siempre que a dicha fecha el bien se encontrara arrendado u ofrecido en arrendamiento. De lo contrario, se estará a lo dispuesto en la letra siguiente.

b) En el caso de bienes inmuebles promovidos o adquiridos con posterioridad por la sociedad, desde la fecha en que fueron arrendados u ofrecidos en arrendamiento por primera vez.

En el caso de acciones o participaciones en el capital de entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley, deberán mantenerse en el activo de la sociedad al menos durante tres años desde su adquisición o, en su caso, desde el inicio del primer período impositivo en que se aplique el régimen fiscal especial establecido en esta Ley.

Artículo 6. Distribución de resultados.

1. Las SOCIMI y entidades residentes en territorio español en las que participan a que se refiere la letra c) del apartado 1 del artículo 2 de esta Ley, que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial establecido en esta Ley, estarán obligadas a distribuir en forma de dividendos a sus accionistas, una vez cumplidas las obligaciones mercantiles que correspondan, el beneficio obtenido en el ejercicio, debiéndose acordar su distribución dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, en la forma siguiente:

a) El 100 por 100 de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley.

b) Al menos el 50 por ciento de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley, realizadas una vez transcurridos los plazos a que se refiere el apartado 3 del artículo 3 de esta Ley, afectos al cumplimiento de su objeto social principal. El resto de estos beneficios deberá reinvertirse en otros inmuebles o participaciones afectos al cumplimiento de dicho objeto, en el plazo de los tres años posteriores a la fecha de transmisión. En su defecto, dichos beneficios deberán distribuirse en su totalidad conjuntamente con los beneficios, en su caso, que procedan del ejercicio en que finaliza el plazo de reinversión. Si los elementos objeto de reinversión se transmiten antes del plazo de mantenimiento establecido en el apartado 3 del artículo 3 de esta Ley, aquellos beneficios deberán distribuirse en su totalidad conjuntamente con los beneficios, en su caso, que procedan del ejercicio en que se han transmitido. La obligación de distribución no alcanza, en su caso, a la parte de estos beneficios imputables a ejercicios en los que la sociedad no tributaba por el régimen fiscal especial establecido en esta Ley.

c) Al menos el 80 por ciento del resto de los beneficios obtenidos.

El dividendo deberá ser pagado dentro del mes siguiente a la fecha del acuerdo de distribución.

2. Cuando la distribución del dividendo se realice con cargo a reservas procedentes de beneficios de un ejercicio en el que haya sido de aplicación el régimen fiscal especial, su distribución se adoptará obligatoriamente con el acuerdo a que se refiere el apartado anterior.

3. La reserva legal de las sociedades que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial establecido en esta Ley no podrá exceder del 20 por ciento del capital social. Los estatutos de estas sociedades no podrán establecer ninguna otra reserva de carácter indisponible distinta de la anterior.

Artículo 8. Régimen fiscal especial.

1. Las SOCIMI así como las entidades residentes en territorio español a que se refiere la letra c) del apartado 1 del artículo 2, que cumplan los requisitos establecidos en esta Ley, podrán optar por la aplicación en el Impuesto sobre Sociedades del régimen fiscal especial regulado en esta Ley, el cual también será de aplicación a sus socios. La opción deberá adoptarse por la junta general de accionistas y deberá comunicarse a la Delegación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria del domicilio fiscal de la entidad, antes de los tres últimos meses previos a la conclusión del período impositivo. La comunicación realizada fuera de este plazo impedirá aplicar este régimen fiscal en dicho período impositivo.

2. El régimen fiscal especial se aplicará en el período impositivo que finalice con posterioridad a dicha comunicación y en los sucesivos que concluyan antes de que se comunique la renuncia al régimen.

3. La opción por la aplicación del régimen establecido en esta Ley es incompatible con la aplicación de cualquiera de los regímenes especiales previstos en el Título VII del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, excepto el de las fusiones, escisiones, aportaciones de activo, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea, el de transparencia fiscal internacional y el de determinados contratos de arrendamiento financiero.

4. En lo no previsto expresamente por esta Ley se aplicará lo establecido en las normas tributarias generales, en particular, en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

Artículo 9. Régimen fiscal especial de la sociedad en el Impuesto sobre Sociedades.

1. Las entidades que opten por la aplicación del régimen fiscal especial previsto en esta Ley, se regirán por lo establecido en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades sin perjuicio de las disposiciones especiales previstas en esta Ley. Dichas entidades tributarán al tipo de gravamen del cero por ciento en el Impuesto sobre Sociedades. En este caso, de generarse bases imponibles negativas, no resultará de aplicación el artículo 25 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Asimismo, no resultará de aplicación el régimen de deducciones y bonificaciones establecidas en los capítulos II, III y IV del título VI del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

No obstante, el incumplimiento del requisito de permanencia a que se refiere el apartado 3 del artículo 3 de esta ley implicará, en el caso de inmuebles, la tributación de todas las rentas generadas por dichos inmuebles en todos los períodos impositivos en los que hubiera resultado de aplicación este régimen fiscal especial, de acuerdo con el régimen general y el tipo general de gravamen del Impuesto sobre Sociedades. El incumplimiento del requisito de permanencia en el caso de acciones o participaciones determinará la tributación de aquella parte de las rentas generadas con ocasión de la transmisión, de acuerdo con el régimen general y el tipo general del Impuesto sobre Sociedades.

Esta misma regularización procedería en el caso de que la sociedad, cualquiera que fuese su causa, pase a tributar por otro régimen distinto en el Impuesto sobre Sociedades antes de que se cumpla el referido plazo de tres años.

Las regularizaciones a que se refieren los tres párrafos anteriores se realizarán en los términos establecidos en el artículo 137.3 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

2. La entidad estará sometida a un gravamen especial del 19 por ciento sobre el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a los socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5 por ciento, cuando dichos dividendos, en sede de sus socios, estén exentos o tributen a un tipo de gravamen inferior al 10 por ciento. Dicho gravamen tendrá la consideración de cuota del Impuesto sobre Sociedades.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no resultará de aplicación cuando el socio que percibe el dividendo sea una entidad a la que resulte de aplicación esta Ley.

El gravamen especial se devengará el día del acuerdo de distribución de beneficios por la junta general de accionistas, u órgano equivalente, y deberá ser objeto de autoliquidación e ingreso en el plazo de dos meses desde la fecha de devengo. El modelo de declaración de este gravamen especial se aprobará por Orden del Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas, que establecerá la forma y el lugar para su presentación.

3. El gravamen especial previsto en el apartado anterior no resultará de aplicación cuando los dividendos o participaciones en beneficios sean percibidos por entidades no residentes a las que se refiere la letra b) del apartado 1 del artículo 2 de esta Ley, respecto de aquellos socios que posean una participación igual o superior al 5 por ciento en el capital social de aquellas y tributen por dichos dividendos o participaciones en beneficios, al menos, al tipo de gravamen del 10 por ciento.

4. En todo caso, estarán sujetos a retención los dividendos o participaciones en beneficios a que se refieren las letras a) y b) del apartado 1 del artículo 10, excepto que se trate de entidades que reúnan los requisitos para la aplicación de esta Ley.

Asimismo, estarán sujetos a retención los dividendos o participaciones en beneficios a que se refiere la letra c) del apartado 1 del artículo 10 de esta Ley, de acuerdo con lo establecido en el artículo 31 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, salvo aquellos a los que resulte de aplicación lo dispuesto en el apartado anterior.

ANEXO 13: LEY 35/2003, DE 4 DE NOVIEMBRE, DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Artículo 1. *Concepto, forma y clases.* 1. Son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC, en adelante) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Aquellas actividades cuyo objeto sea distinto del descrito en el párrafo anterior no tendrán el carácter de inversión colectiva. Asimismo aquellas entidades que no satisfagan los requisitos establecidos en esta ley no podrán constituirse como IIC. 2. Las IIC revestirán la forma de sociedad de inversión o fondo de inversión. 3. Las IIC podrán ser de carácter financiero o no financiero, en los términos establecidos en el título III de esta ley.

TÍTULO I Forma jurídica de las Instituciones de Inversión Colectiva

I Fondos de inversión

Artículo 3. *Concepto.* 1. Los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. 2. Podrán crearse fondos de inversión por compartimentos en los que bajo un único contrato constitutivo y reglamento de gestión se agrupen dos o más compartimentos, debiendo quedar reflejada esta circunstancia expresamente en dichos documentos. Cada compartimento recibirá una denominación específica en la que necesariamente deberá incluirse la denominación del fondo. Cada compartimento dará lugar a la emisión de sus propias participaciones, que podrán ser de diferentes clases, representativas de la parte del patrimonio del fondo que le sea atribuido. La parte del patrimonio del fondo que le sea atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y demás obligaciones expresamente atribuidas a ese compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuidas expresamente a un compartimento en la parte proporcional que se establezca en el reglamento del fondo. A los compartimentos les serán individualmente aplicables todas las previsiones de esta ley con las especificidades que se establezcan reglamentariamente en lo referido, entre otros, al número mínimo de partícipes, patrimonio mínimo y requisitos de distribución del mismo entre los partícipes.

Artículo 5. *Concepto, derechos y número mínimo de partícipes.*

1. La condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al patrimonio común.

2. Los fondos de inversión no constituidos por los procedimientos de fundación sucesiva y de suscripción pública de participaciones dispondrán de un plazo de un año, contado a partir de su inscripción en el correspondiente registro administrativo, para alcanzar el número mínimo de partícipes que se establece en el apartado 4 del presente artículo y el patrimonio mínimo que se establezca de acuerdo con lo establecido en el artículo 11 de esta ley.

3. La condición de partícipe confiere los derechos reconocidos en esta ley, en su normativa de desarrollo y en el reglamento de gestión del fondo, y serán, como mínimo, los siguientes: a) Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones. Este derecho se ejercerá sin deducción de comisión o gasto alguno

en los supuestos establecidos en el artículo 12.2 de esta ley. b) Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC, en los términos establecidos en el artículo 28 de esta ley. c) Obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre el fondo, el valor de las participaciones así como la posición del partícipe en el fondo. d) Exigir responsabilidades a la sociedad gestora y al depositario por el incumplimiento de sus obligaciones legales y reglamentarias. e) Acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente, así como, en su caso, al Comisionado para la Defensa del Inversor en los términos establecidos en el artículo 48 de esta ley y en los artículos 22 y siguientes de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas para la Reforma del Sistema Financiero. 4. Número de partícipes en un fondo de inversión no podrá ser inferior a 100. Reglamentariamente podrá disponerse un umbral distinto, atendiendo a los distintos tipos de activos en los que la IIC materialice sus inversiones, a la naturaleza de los partícipes o a la liquidez del fondo. Asimismo, reglamentariamente podrán establecerse requisitos adicionales de distribución del patrimonio entre los partícipes.

CAPÍTULO II Sociedades de inversión Artículo 9. Concepto y número mínimo de accionistas.

1. Las sociedades de inversión son aquellas IIC que adoptan la forma de sociedad anónima y cuyo objeto social es el descrito en el artículo 1 de esta ley. Podrán crearse sociedades de inversión por compartimentos en los que bajo un único contrato constitutivo y estatutos sociales se agrupen dos o más compartimentos, debiendo quedar reflejada esta circunstancia expresamente en dichos documentos. La parte del capital de la sociedad correspondiente a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones atribuidos expresamente a un compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuidos expresamente a un compartimento, en la parte proporcional que se establezca en los estatutos sociales. Cada compartimento recibirá una denominación específica en la que necesariamente deberá incluirse la denominación de la sociedad de inversión. Cada compartimento dará lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que les sea atribuida. A los compartimentos les serán individualmente aplicables todas las previsiones de esta ley con las especificidades que se establezcan reglamentariamente en lo referido, entre otros, al número mínimo de accionistas, capital social mínimo y requisitos de distribución del mismo entre los accionistas. 2. Las sociedades de inversión se regirán por lo establecido en esta Ley y, en lo no previsto en ella, por lo dispuesto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (en adelante, la Ley de Sociedades de Capital) y la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. 3. El capital de las sociedades de inversión habrá de estar íntegramente suscrito y desembolsado desde su constitución, y se representará mediante acciones. Podrán emitirse diferentes series de acciones que se podrán diferenciar, entre otros aspectos, por la divisa de denominación, por la política de distribución de resultados o por las comisiones que les sean aplicables. Las acciones pertenecientes a una misma serie tendrán igual valor nominal y conferirán los mismos derechos. Asimismo, cada una de estas series recibirá una denominación específica, que irá precedida de la denominación de la sociedad y, en su caso, del compartimento. Dichas acciones podrán estar representadas mediante títulos nominativos o mediante anotaciones en cuenta. 4. El número de accionistas de las sociedades de inversión no podrá ser inferior a 100. Reglamentariamente podrá disponerse un umbral distinto, atendiendo a los distintos tipos de activos en que la sociedad materialice sus inversiones, a la naturaleza de los accionistas o a la liquidez de la sociedad. Asimismo, reglamentariamente podrán establecerse requisitos adicionales de distribución del capital social entre los accionistas.

Las sociedades no constituidas por los procedimientos de fundación sucesiva y de suscripción pública de participaciones dispondrán de un plazo de un año, contado a partir de su inscripción en el correspondiente registro administrativo, para alcanzar la cifra mínima prevista en el párrafo anterior.

Artículo 37. Sociedades de inversión inmobiliaria. 1. *Las sociedades de inversión inmobiliaria serán sociedades anónimas y dispondrán de un capital mínimo totalmente desembolsado desde su constitución.* 2. *La gestión de una sociedad de inversión inmobiliaria podrá encomendarse a una sociedad gestora.*

Artículo 38. Fondos de inversión inmobiliaria.

1. *Los fondos de inversión inmobiliaria se regirán, en lo no dispuesto específicamente para ellos, por lo contemplado para los fondos de inversión de carácter financiero.*

2. *En cuanto al régimen de suscripción y reembolso, se ajustarán a las siguientes reglas: a) El valor liquidativo deberá ser fijado, al menos, mensualmente. b) Deberá permitirse a los partícipes suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones, al menos, una vez al año. c) El patrimonio inmobiliario deberá tasarse, como regla general, una vez al año. Dicha tasación deberá efectuarse necesariamente por una sociedad de tasación de las previstas en la legislación del mercado hipotecario. d) Cuando concurren circunstancias excepcionales, en los términos que se determinen reglamentariamente, la CNMV podrá autorizar la suspensión de la suscripción y el reembolso de las participaciones.*

3. *La inscripción de los bienes inmuebles pertenecientes al fondo en el Registro de la Propiedad se efectuará a su nombre.*

ANEXO 14: MÉXICO - LEY DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA⁸⁸

TÍTULO V

DE LOS RESIDENTES EN EL EXTRANJERO CON INGRESOS PROVENIENTES DE FUENTE DE RIQUEZA UBICADA EN TERRITORIO NACIONAL

Artículo 153. Están obligados al pago del impuesto sobre la renta conforme a este Título, los residentes en el extranjero que obtengan ingresos en efectivo, en bienes, en servicios o en crédito, aun cuando hayan sido determinados presuntivamente por las autoridades fiscales, en los términos de los artículos 58-A del Código Fiscal de la Federación, 11, 179 y 180 de esta Ley, provenientes de fuentes de riqueza situadas en territorio nacional, cuando no tengan un establecimiento permanente en el país o cuando teniéndolo, los ingresos no sean atribuibles a éste. Se considera que forman parte de los ingresos mencionados en este párrafo, los pagos efectuados con motivo de los actos o actividades a que se refiere este Título, que beneficien al residente en el extranjero, inclusive cuando le eviten una erogación, pagos a los cuales les resultarán aplicables las mismas disposiciones que a los ingresos que los originaron.

Quando los residentes en el extranjero obtengan los ingresos a que se refiere el párrafo anterior a través de un fideicomiso constituido de conformidad con las leyes mexicanas, en el que sean fideicomisarios o fideicomitentes, la fiduciaria determinará el monto gravable de dichos ingresos de cada residente en el extranjero en los términos de este Título y deberá efectuar las retenciones del impuesto que hubiesen procedido de haber obtenido ellos directamente dichos ingresos. Tratándose de fideicomisos emisores de títulos colocados entre el gran público inversionista, serán los depositarios de valores quienes deberán retener el impuesto por los ingresos que deriven de dichos títulos.

Quando la persona que haga alguno de los pagos a que se refiere este Título cubra por cuenta del contribuyente el impuesto que a éste corresponda, el importe de dicho impuesto se considerará ingreso de los comprendidos en este Título y se aplicarán las disposiciones que correspondan con el tipo de ingreso por el cual se pagó el impuesto.

Quando en los términos del presente Título esté previsto que el impuesto se pague mediante retención, el retenedor estará obligado a enterar una cantidad equivalente a la que debió haber retenido en la fecha de la exigibilidad o al momento en que efectúe el pago, lo que suceda primero. Tratándose de contraprestaciones efectuadas en moneda extranjera, el impuesto se enterará haciendo la conversión a moneda nacional en el momento en que sea exigible la contraprestación o se pague. Para los efectos de este Título, tendrá el mismo efecto que el pago, cualquier otro acto jurídico por virtud del cual el deudor extingue la obligación de que se trate.

El impuesto que corresponda pagar en los términos de este Título se considerará como definitivo y se enterará mediante declaración que se presentará ante las oficinas autorizadas.

No se estará obligado a efectuar el pago del impuesto en los términos de este Título, cuando se trate de ingresos por concepto de intereses, ganancias de capital, así como por el otorgamiento del uso o goce temporal de terrenos o construcciones adheridas al suelo ubicados en territorio nacional, que deriven de las inversiones efectuadas por fondos de pensiones y jubilaciones, constituidos en los términos de la legislación del país de que se trate, siempre que dichos fondos sean los beneficiarios efectivos de tales ingresos y que estos últimos se encuentren exentos del impuesto sobre la renta en ese país.

Para los efectos de este artículo, se entenderá por ganancias de capital, los ingresos provenientes de la enajenación de acciones cuyo valor provenga en más de un 50% de terrenos y construcciones adheridas al suelo, ubicados en el país, así como los provenientes de la enajenación de dichos bienes.

Lo dispuesto en el párrafo anterior, se aplicará a los terrenos y construcciones adheridas al suelo, siempre que dichos bienes hayan sido otorgados en uso o goce temporal por los fondos de pensiones y jubilaciones citados, durante un periodo no menor de cuatro años antes de su enajenación.

⁸⁸ Última reforma publicada DOF 30-11-2016

Quando los fondos de pensiones y jubilaciones participen como accionistas en personas morales, cuyos ingresos totales provengan al menos en un 90% exclusivamente de la enajenación o del otorgamiento del uso o goce temporal de terrenos y construcciones adheridas al suelo, ubicados en el país, y de la enajenación de acciones cuyo valor provenga en más de un 50% de terrenos y construcciones adheridas al suelo, ubicados en el país, dichas personas morales estarán exentas, en la proporción de la tenencia accionaria o de la participación, de dichos fondos en la persona moral, siempre que se cumplan las condiciones previstas en los párrafos anteriores. Lo dispuesto en este párrafo también será aplicable cuando dichos fondos participen como asociados en una asociación en participación.

Para efectos del cálculo del 90% referido en el párrafo anterior, las personas morales que tengan como accionistas a fondos de pensiones y jubilaciones del extranjero, que cumplan con los requisitos establecidos en este artículo, podrán excluir de los ingresos totales, el ajuste anual por inflación acumulable y la ganancia cambiaria que deriven exclusivamente de las deudas contratadas para la adquisición o para obtener ingresos por el otorgamiento del uso o goce temporal de terrenos o de construcciones adheridas al suelo, ubicados en el país.

No será aplicable la exención prevista en el párrafo sexto de este artículo, cuando la contraprestación pactada por el otorgamiento del uso o goce de bienes inmuebles esté determinada en función de los ingresos del arrendatario.

No obstante, lo dispuesto en este artículo, los fondos de pensiones o jubilaciones del extranjero y las personas morales en las que éstos participen como accionistas estarán obligados al pago del impuesto sobre la renta en términos de la presente Ley, cuando obtengan ingresos por la enajenación o adquisición de terrenos y construcciones adheridas al suelo que tengan registrados como inventario.

CAPÍTULO III DE LOS FIDEICOMISOS DEDICADOS A LA ADQUISICIÓN O CONSTRUCCIÓN DE INMUEBLES

Artículo 187. Con el propósito de fomentar la inversión inmobiliaria en el país, se les dará el tratamiento fiscal establecido en el artículo 188 de esta Ley a los fideicomisos que se dediquen a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como a otorgar financiamiento para esos fines, cuando se cumplan los requisitos siguientes:

- I.** *Que el fideicomiso se haya constituido o se constituya de conformidad con las leyes mexicanas y la fiduciaria sea una institución de crédito o casa de bolsa residente en México autorizada para actuar como tal en el país.*
Fracción reformada DOF 18-11-2015
- II.** *Que el fin primordial del fideicomiso sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como otorgar financiamiento para esos fines con garantía hipotecaria de los bienes arrendados.*
- III.** *Que al menos el 70% del patrimonio del fideicomiso esté invertido en los bienes inmuebles, los derechos o créditos a los que se refiere la fracción anterior y el remanente se invierta en valores a cargo del Gobierno Federal inscritos en el Registro Nacional de Valores o en acciones de fondos de inversión en instrumentos de deuda.*
Fracción reformada DOF 18-11-2015
- IV.** *Que los bienes inmuebles que se construyan o adquieran se destinen al arrendamiento y no se enajenen antes de haber transcurrido al menos cuatro años contados a partir de la terminación de su construcción o de su adquisición,*

respectivamente. Los bienes inmuebles que se enajenen antes de cumplirse dicho plazo no tendrán el tratamiento fiscal preferencial establecido en el artículo 188 de esta Ley.

- V. Que la fiduciaria emita certificados de participación por los bienes que integren el patrimonio del fideicomiso y que dichos certificados se coloquen en el país entre el gran público inversionista o bien, sean adquiridos por un grupo de inversionistas integrado por al menos diez personas, que no sean partes relacionadas entre sí, en el que ninguna de ellas en lo individual sea propietaria de más del 20% de la totalidad de los certificados de participación emitidos.*
- VI. Que la fiduciaria distribuya entre los tenedores de los certificados de participación cuando menos una vez al año, a más tardar el 15 de marzo, al menos el 95% del resultado fiscal del ejercicio inmediato anterior generado por los bienes integrantes del patrimonio del fideicomiso.*
- VII. Que cuando la fiduciaria estipule en los contratos o convenios de arrendamiento que para determinar el monto de las contraprestaciones se incluyan montos variables o referidos a porcentajes, excepto en los casos en que la contraprestación se determine en función de un porcentaje fijo de las ventas del arrendatario, estos conceptos no podrán exceder del 5% del monto total de los ingresos anuales por concepto de rentas del fideicomiso.*
- VIII. Que se encuentre inscrito en el Registro de Fideicomisos dedicados a la adquisición o construcción de inmuebles, de conformidad con las reglas que al efecto expida el Servicio de Administración Tributaria.*

Artículo 188. Los fideicomisos que cumplan con los requisitos establecidos en el artículo 187 de esta Ley, estarán a lo siguiente:

- I. El fiduciario determinará en los términos del Título II de esta Ley, el resultado fiscal del ejercicio derivado de los ingresos que generen los bienes, derechos, créditos o valores que integren el patrimonio del fideicomiso.*
- II. El resultado fiscal del ejercicio se dividirá entre el número de certificados de participación que haya emitido el fiduciario por el fideicomiso para determinar el monto del resultado fiscal correspondiente a cada uno de los referidos certificados en lo individual.*
- III. No se tendrá la obligación de realizar los pagos provisionales del impuesto sobre la renta a los que se refiere el artículo 14 de esta Ley.*
- IV. El fiduciario deberá retener a los tenedores de los certificados de participación el impuesto sobre la renta por el resultado fiscal que les distribuya aplicando la tasa del artículo 9 de esta Ley, sobre el monto distribuido de dicho resultado, salvo que los tenedores que los reciban estén exentos del pago del impuesto sobre la renta por ese ingreso.*

Cuando los certificados de participación estén colocados entre el gran público inversionista, será el intermediario financiero que tenga en depósito los citados certificados quien deberá hacer la retención del impuesto a que se refiere el párrafo anterior y el fiduciario quedará relevado de la obligación de realizar tal retención.

- V.** *Los tenedores de los certificados de participación que sean residentes en México o residentes en el extranjero que tengan establecimiento permanente en el país acumularán el resultado fiscal que les distribuya el fiduciario o el intermediario financiero provenientes de los bienes, derechos, créditos o valores que integren el patrimonio del fideicomiso emisor de dichos certificados, sin deducir el impuesto retenido por ellos, y las ganancias que obtengan por la enajenación de los citados certificados, salvo que estén exentos del pago del impuesto por dichas ganancias, y podrán acreditar el impuesto que se les retenga por dicho resultado y ganancias, contra el impuesto sobre la renta que causen en el ejercicio en que se les distribuya o las obtengan.*

Las personas físicas residentes en México considerarán que el resultado fiscal distribuido corresponde a los ingresos a que se refiere la fracción II del artículo 114 de esta Ley.

La retención que se haga a los tenedores de certificados de participación que sean residentes en el extranjero se considerará como pago definitivo del impuesto.

- VI.** *Los fondos de pensiones y jubilaciones a los que se refiere el artículo 153 de esta Ley que adquieran los certificados de participación podrán aplicar la exención concedida en dicho artículo a los ingresos que reciban provenientes de los bienes, derechos, créditos y valores que integren el patrimonio del fideicomiso emisor de los referidos certificados y a la ganancia de capital que obtengan por la enajenación de ellos.*

- VII.** *Cuando se enajene alguno de los bienes inmuebles fideicomitados antes de haber transcurrido el periodo mínimo al que se refiere la fracción IV del artículo 187 de esta Ley, la fiduciaria deberá pagar, dentro de los quince días siguientes al de la enajenación, el impuesto por la ganancia que se obtenga en dicha enajenación, que resulte de aplicar la tasa del artículo 9 de esta Ley al monto de dicha ganancia determinado en los términos del Capítulo IV del Título IV de esta Ley, por cuenta de los tenedores de los certificados de participación, sin identificarlos, y este impuesto será acreditable para los tenedores a los cuales la fiduciaria les distribuya dicha ganancia, siempre que ésta sea acumulable para ellos, sin que se les deba retener el impuesto por la distribución de esa ganancia.*

- VIII.** *Cuando el resultado fiscal del ejercicio derivado de los ingresos que generen los bienes fideicomitados sea mayor al monto distribuido del mismo a los tenedores de los certificados de participación hasta el 15 de marzo del año inmediato posterior, la fiduciaria deberá pagar el impuesto por la diferencia, aplicando la tasa del artículo 9 de esta Ley, a esa diferencia, por cuenta de los tenedores de los referidos certificados, sin identificarlos, dentro de los quince días siguientes a esa fecha, y el impuesto pagado será acreditable para los tenedores de dichos certificados que reciban posteriormente los ingresos provenientes de la citada diferencia, siempre que sea acumulable para ellos, sin que se les deba retener el impuesto por la distribución de dicha diferencia.*

- IX.** *Los tenedores de los certificados de participación causarán el impuesto sobre la renta por la ganancia que obtengan en la enajenación de dichos certificados, que resulte de restar al ingreso que perciban en la enajenación, el costo promedio por certificado de cada uno de los certificados que se enajenen.*

El costo promedio por certificado de participación se determinará incluyendo en su cálculo a todos los certificados del mismo fideicomiso emisor que tenga el enajenante a la fecha de la enajenación, aun cuando no enajene a todos ellos.

El cálculo del costo promedio por certificado de participación se hará dividiendo el costo comprobado de adquisición de la totalidad de los referidos certificados del mismo fideicomiso emisor que tenga el enajenante a la fecha de la enajenación, actualizado desde el mes de su adquisición hasta el mes de la enajenación, entre el número total de dichos certificados propiedad del enajenante.

Cuando el enajenante no enajene la totalidad de los certificados de participación de un mismo fideicomiso emisor que tenga a la fecha de la enajenación, los certificados que no haya enajenado tendrán como costo comprobado de adquisición en el cálculo del costo promedio por certificado que se haga en enajenaciones subsecuentes en los términos de esta fracción, el costo promedio por certificado de participación determinado conforme al cálculo efectuado en la enajenación inmediata anterior y como fecha de adquisición la de esta última enajenación.

El adquirente de los certificados de participación deberá retener al enajenante el 10% del ingreso bruto que perciba por ellos, sin deducción alguna, por concepto del impuesto sobre la renta, salvo que el enajenante sea persona moral residente en México o esté exento del pago del impuesto por los ingresos que reciba provenientes de los bienes, derechos, créditos o valores que integren el patrimonio del fideicomiso emisor de los certificados.

Cuando la fiduciaria entregue a los tenedores de los certificados de participación una cantidad mayor al resultado fiscal del ejercicio generado por los bienes fideicomitidos, la diferencia se considerará como reembolso de capital y disminuirá el costo comprobado de adquisición de dichos certificados que tengan los tenedores que la reciban, actualizando el monto de dicha diferencia desde el mes en que se entregue hasta el mes en que el tenedor enajene parcial o totalmente los certificados que tenga en la enajenación inmediata posterior a la entrega que realice.

Para los efectos del párrafo anterior, el fiduciario llevará una cuenta en la que registre los reembolsos de capital y deberá dar a los tenedores de los certificados de participación una constancia por los reembolsos que reciban, salvo que se trate de certificados de participación colocados entre el gran público inversionista.

X. *Cuando los certificados de participación estén colocados entre el gran público inversionista y se enajenen a través de los mercados reconocidos a los que se refieren las fracciones I y II del artículo 16-C del Código Fiscal de la Federación, estarán exentos del pago del impuesto sobre la renta los residentes en el extranjero que no tengan establecimiento permanente en el país y las personas físicas residentes en México por la ganancia que obtengan en la enajenación de dichos certificados que realicen a través de esos mercados.*

XI. *Las personas que actuando como fideicomitentes aporten bienes inmuebles al fideicomiso y reciban certificados de participación por el valor total o parcial de dichos bienes, podrán diferir el pago del impuesto sobre la renta causado por la ganancia obtenida en la enajenación de esos bienes realizada en la aportación que realicen al fideicomiso, que corresponda a cada uno de los certificados de participación que reciban por los mismos hasta el momento en que enajenen cada uno de dichos certificados, actualizando el monto del impuesto causado correspondiente a cada certificado que se enajene por el periodo comprendido*

desde el mes de la aportación de los bienes inmuebles al fideicomiso hasta el mes en que se enajenen los certificados.

Para los efectos del párrafo anterior, el impuesto se calculará aplicando la tasa del artículo 9 de esta Ley al monto de la ganancia obtenida en la enajenación de los bienes inmuebles y deberá pagarse dentro de los quince días siguientes a la enajenación de los certificados de participación correspondientes.

La ganancia obtenida por la enajenación de los bienes inmuebles realizada en la aportación de los fideicomitentes al fideicomiso correspondiente a cada uno de los certificados de participación recibidos por esos bienes se determinará en los términos de esta Ley, considerando como precio de enajenación de dichos bienes el valor que se les haya dado en el acta de emisión de los referidos certificados y dividiendo la ganancia que resulte, entre el número de certificados de participación que se obtenga de dividir dicho valor entre el valor nominal que tenga el certificado de participación en lo individual.

El diferimiento del pago del impuesto a que se refiere esta fracción terminará cuando el fiduciario enajene los bienes inmuebles y el fideicomitente que los haya aportado deberá pagarlo dentro de los quince días siguientes a aquél en que se realice la enajenación de dichos bienes.

Para los contribuyentes del Título II de esta Ley será acumulable la ganancia en el ejercicio en que enajenen los certificados o la fiduciaria enajene los bienes fideicomitados, actualizando su monto por el periodo comprendido desde el mes en que se aportaron los bienes al fideicomiso hasta el mes en que se enajenaron los certificados o los bienes inmuebles, y el impuesto pagado conforme a lo dispuesto en esta fracción se considerará como pago provisional del impuesto de dicho ejercicio.

Los fideicomitentes que reciban certificados de participación por su aportación de bienes inmuebles al fideicomiso, tendrán como costo comprobado de adquisición de cada uno de esos certificados el monto que resulte de dividir el valor que se les haya dado a dichos bienes inmuebles en el acta de emisión de los referidos certificados entre el número de certificados que se obtenga de dividir dicho valor de entre el valor nominal que tenga el certificado de participación en lo individual y como fecha de adquisición la fecha en que los reciban por la citada aportación. La ganancia derivada de la enajenación de los certificados a que se refiere este párrafo se determinará en los términos de la fracción VII de este mismo artículo.

- XII.** *Cuando los fideicomitentes aporten bienes inmuebles al fideicomiso que sean arrendados de inmediato a dichos fideicomitentes por el fiduciario, podrán diferir el pago del impuesto sobre la renta causado por la ganancia obtenida en la enajenación de los bienes hasta el momento en que termine el contrato de arrendamiento, siempre y cuando no tenga un plazo mayor a diez años, o el momento en que el fiduciario enajene los bienes inmuebles aportados, lo que suceda primero. Al terminarse el contrato de arrendamiento o enajenarse los bienes inmuebles por el fiduciario se pagará el impuesto causado por la ganancia que resulte de aplicar la tasa del artículo 9 de esta Ley al monto actualizado de dicha ganancia por el periodo transcurrido desde el mes en que se aportaron los bienes al fideicomiso hasta el mes en que se termine el contrato de arrendamiento o se enajenen los bienes por el fiduciario.*

La cursiva, negrita y subrayado es agregado.

ANEXO 15: SECTOR INMOBILIARIO

Tabla 15: Actividad Edificadora en Lima Metropolitana 2015-2017

ACTIVIDAD EDIFICADORA EN LIMA METROPOLITANA Y EL CALLAO 2015 a 2017

Concepto	2015 M2	2016 M2	Variación % 2015- 2016	2017 M2	Variación % 2016 - 2017
Oferta de Edificaciones	2 927 356,00	2 732 147,00	-6,67	2597063	-4,94
Oferta Inmediata	2 876 750,00	2 680 754,00	-6,81	2570756	-4,1
Oferta Futura	50 606,00	51 855,00	2,47	26307	-49,27
Edificaciones Vendidas	1 307 682,00	1 346 443,00	3,12	1418185	5,17
Edificaciones no Comercializables	1 800 746,00	126 404,00	-29,78	888190	-29,75
Total Actividad Edificadora	6 035 784,00	5 433 994,00	-11,44	4903438	-8,26

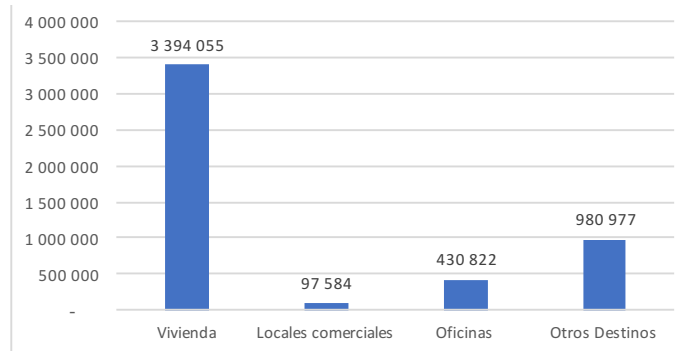
Fuente: CAPECO

Tabla 16: Oferta total de Locales Comerciales

Oferta de Locales Comerciales	Total Locales Comerciales	
	Unidades	%
Oferta Inmediata	986	94
Oferta Futura	63	6
Total	1049	100

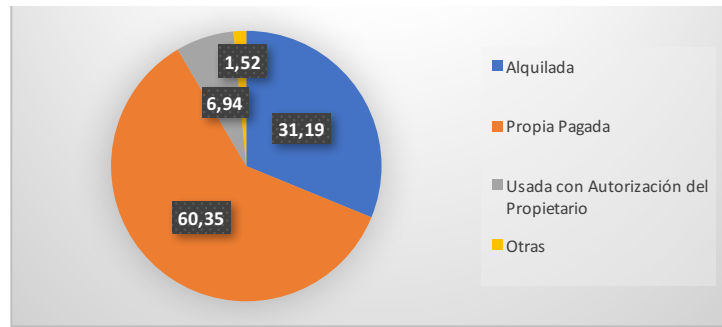
Fuente: CAPECO

Figura 32: Actividad Edificadora según destino m2



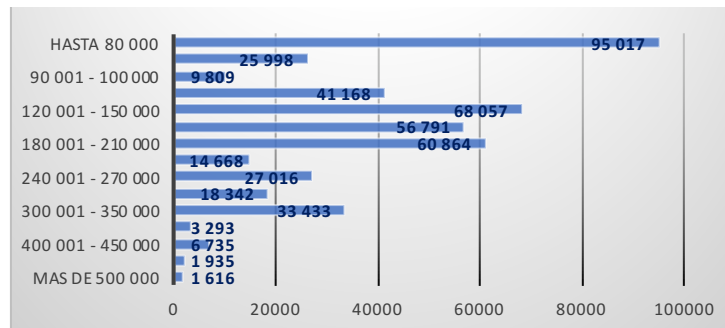
Fuente: CAPECO

Figura 33: Demanda Efectiva de Vivienda según tenencia de la vivienda actual



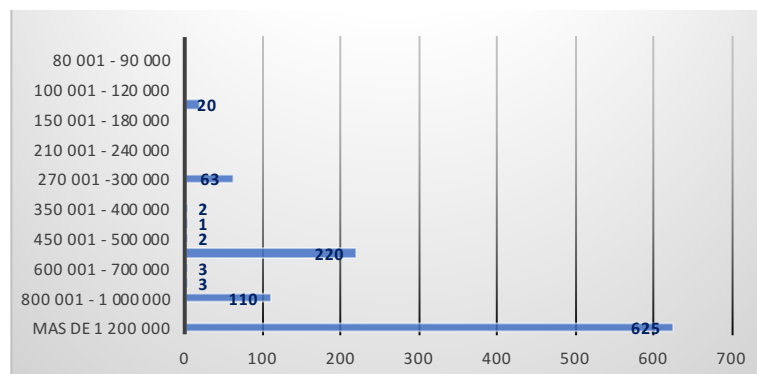
Fuente: CAPECO

Figura 34: Demanda Insatisfecha de Vivienda según rango de precios en S/



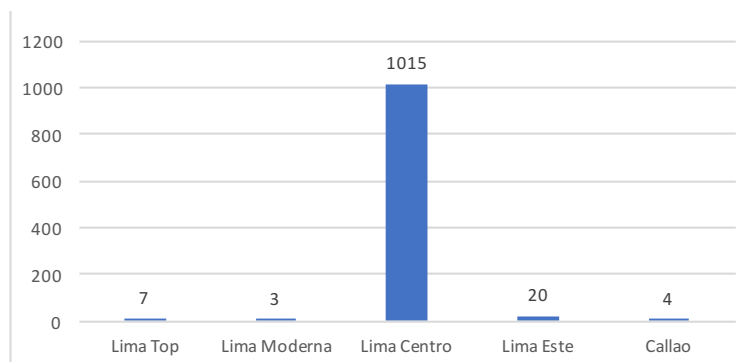
Fuente: CAPECO

Figura 35: Oferta de Locales Comerciales por Precios



Fuente: CAPECO

Figura 36: Oferta de Locales Comerciales según Sector Urbano



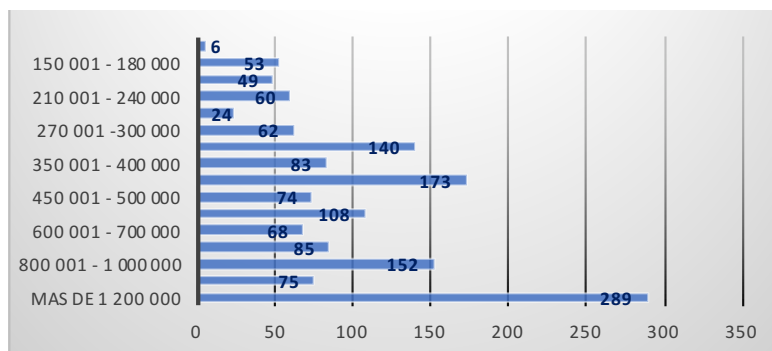
Fuente: CAPECO

Tabla 17: Oferta Total de Oficinas según precios de venta

OFERTA DE OFICINAS	TOTAL OFICINAS			
	UNIDADES	%	M2	%
OFERTA INMEDIATA	1 466,00	97,70	169 817,00	97,90
OFERTA FUTURA	35,00	2,30	3 570,00	2,10
TOTAL	1 501,00	100,00	173 387,00	100,00

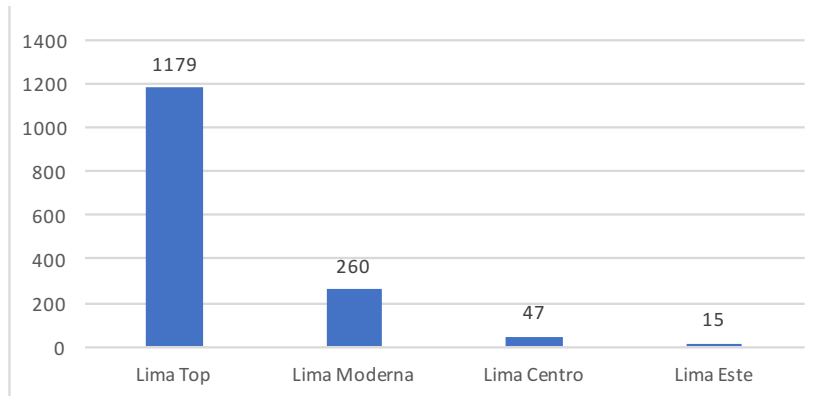
Fuente: CAPECO

Figura 37: Oferta de Oficinas por Rangos de Precios (Unidades)



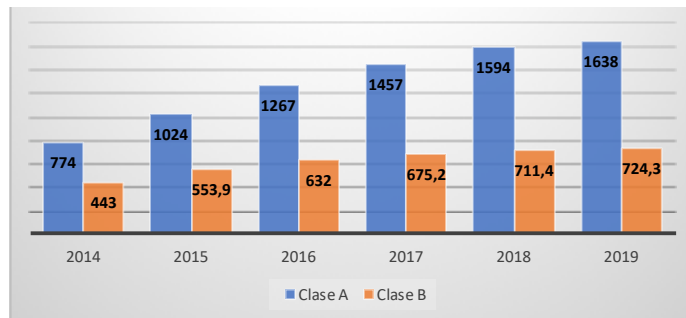
Fuente: CAPECO

Figura 38: Oferta de Oficinas según Sector Urbano (Unidades)



Fuente: CAPECO

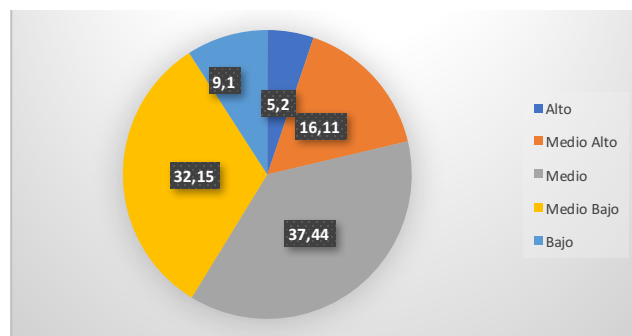
Figura 39: Evolución del Inventario de Oficinas Clase A y B



(*) 2018 y 2019 proyectado. Las cifras podrían variar en el transcurso del tiempo dependiendo del avance de obra y el desarrollo de cada proyecto.

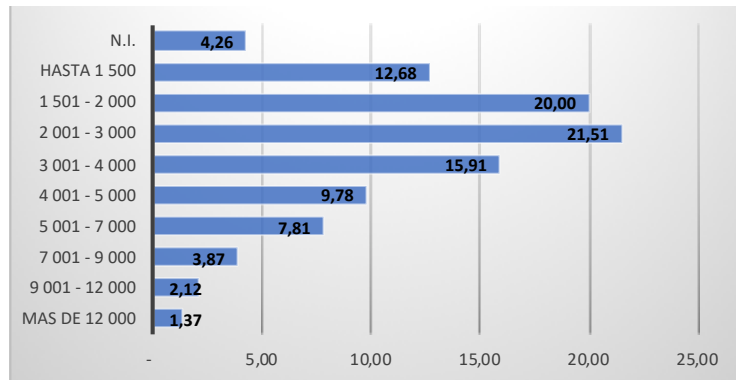
Fuente: Cushman & Wakefield (Diario Gestión)

Figura 40: distribución Porcentual por Estrato Socioeconómico



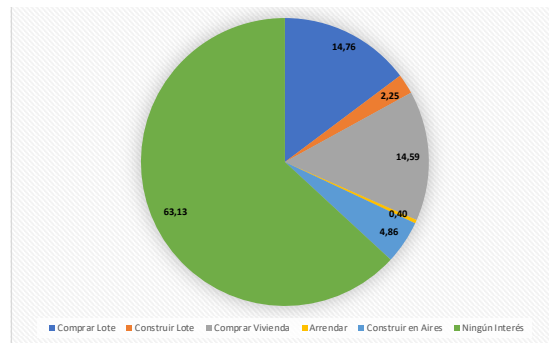
Fuente: CAPECO

Figura 41: Ingreso Mensual del Hogar



Fuente: CAPECO

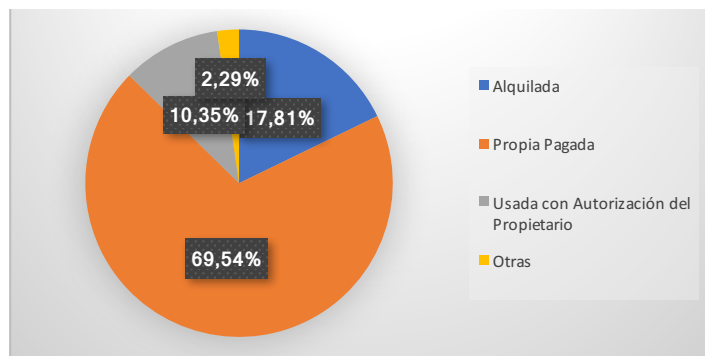
Figura 42: Interés del hogar en adquirir vivienda %



Fuente: CAPECO

En cuanto a la tenencia actual de viviendas, conforme muestra CAPECO (2017) en la Figura 45, la tenencia de uso propio es de 69.54% mientras que el 17.81% reside en vivienda alquilada.

Figura 43: Tenencia de Vivienda



Fuente: CAPECO

Tabla 18: Precio de Venta en US\$ por m²

PRECIO DE VENTA EN US\$ por m² ^{1/}

	2010 - IVT	2011 - IVT	2012 - IVT	2013 - IVT	2014 - IVT	2015 - IVT	2016 - IVT	2017 - IT	2017 - IIT	2017 - IIIT	2017 - IVT
Jesús María	853	1 054	1 343	1 558	1 630	1 491	1 474	1 591	1 589	1 665	1 600
La Molina	908	1 017	1 252	1 460	1 419	1 471	1 500	1 484	1 476	1 391	1 456
Lince	890	958	1 251	1 469	1 350	1 435	1 395	1 491	1 655	1 598	1 432
Magdalena	825	1 051	1 374	1 422	1 510	1 467	1 669	1 493	1 533	1 575	1 580
Miraflores	1 311	1 550	1 875	2 081	2 077	2 078	2 222	2 157	2 111	2 286	2 104
Pueblo Libre	861	1 014	1 204	1 407	1 455	1 367	1 438	1 442	1 483	1 500	1 453
San Borja	1 014	1 339	1 667	1 745	1 969	1 854	1 876	1 847	1 830	1 850	1 809
San Isidro	1 269	1 667	2 083	2 207	2 200	2 063	2 278	2 316	2 245	2 189	2 294
San Miguel	797	961	1 158	1 223	1 272	1 239	1 232	1 294	1 213	1 291	1 327
Surco	1 043	1 233	1 408	1 654	1 715	1 767	1 682	1 816	1 826	1 746	1 667
<i>Promedio</i> ^{2/}	977	1 184	1 462	1 623	1 660	1 623	1 676	1 693	1 696	1 709	1 672

^{1/} Los valores han sido calculados en base a las medianas de los precios de cada distrito.

^{2/} Promedio simple de los 10 distritos.

Fuente: BCRP

Tabla 19: Precio de Arrendamiento Anual en US\$ por m²

ALQUILER ANUAL EN US\$ por m² ^{1/}

MEDIANAS 1/	2010 - IVT	2011 - IVT	2012 - IVT	2013 - IVT	2014 - IVT	2015 - IVT	2016 - IVT	2017 - IT	2017 - IIT	2017 - IIIT	2017 - IVT
Jesús María	71,5	81,4	90,0	96,3	109,0	97	102	100	103	105	104
La Molina	56,3	64,5	108,0	88,8	86,7	79	69	78	71	74	77
Lince	60,0	67,9	76,3	94,8	90,3	100	104	106	109	100	106
Magdalena	75,8	84,4	85,7	94,9	100,0	96	96	99	97	98	98
Miraflores	98,2	98,5	125,0	130,6	134,4	122	118	125	124	121	120
Pueblo Libre	60,9	66,1	75,1	87,3	89,2	80	89	86	86	85	92
San Borja	69,0	77,7	91,7	104,5	102,9	94	91	92	90	92	95
San Isidro	92,0	100,0	113,0	124,7	123,8	111	120	118	117	110	113
San Miguel	53,8	74,9	74,2	81,6	82,8	79	74	88	84	76	85
Surco	71,0	75,6	93,6	99,7	100,6	94	88	93	87	86	91
<i>Promedio</i> ^{2/}	70,8	79,1	93,3	100,3	102,0	95,3	95,2	98,5	96,8	94,6	97,9

^{1/} Los valores han sido calculados tomando en cuenta las direcciones y características de las medianas de los precios de venta.

^{2/} Promedio simple de los 10 distritos.

Fuente: BCRP

ANEXO 16: ENTREVISTAS A EXPERTOS EN FONDOS DE INVERSION

LUIS BABA NAKAO

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO DE DIVISO

1. *¿Cuál ha sido su experiencia en fondos de inversión y cómo considera que ha sido su desarrollo en el Perú?*

Los fondos de inversión son una buena manera de, no solamente diversificar las inversiones que uno tiene, sino también de encargar a terceras personas el manejo de los recursos, también hay un tema de seguridad y de manejar la información. Una ventaja es que uno puede saber a diario cuánto es el precio de la cuota de participación. Se supone que atrás del fondo hay un manager y una superintendencia que está vigilando, también diversifica la inversión y además le da un manejo profesional. Esas son las grandes ventajas de los fondos de inversión. Generalmente uno encarga su dinero a un fondo cuando no se siente con la misma capacidad de manejo que el del comité o porque no tiene tiempo y prefiere algo más fácil o más líquido.

2. *¿Qué le parece a usted esos fondos de inversión en renta de bienes inmuebles que han salido, los cuales tienen dos finalidades (i) fomentar el crecimiento de sector construcción e inmobiliario y, (ii) dinamizar el mercado de valores?*

En realidad, la tendencia mundial es que las empresas se deshagan de sus activos y es el momento en el cual aparecen este tipo de FIRBIS y FIBRAS. La idea es que las empresas se deshagan de sus grandes inmuebles, los vendan y tengan mayor flujo de caja para realizar otras inversiones.

3. *¿Y por qué sería esa tendencia de cambiar el activo por una renta?*

La lógica es que el objetivo de la empresa tiene una renta mayor que la inversión del inmueble.

4. *En su último artículo de gestión usted recomienda a los inversionistas que inviertan su dinero en instrumentos de renta variable, ¿Considera que el FIRBI es una opción para hacer una inversión?*

Sí, es una inversión bastante segura, diría que no es tan rentable como la renta variable, pero es quizá más rentable que una inversión en renta fija. Para una persona conservadora me parece una buena oportunidad, pero no para un inversionista agresivo.

5. *¿Considera que el FIRBI podría tener un éxito considerable en el mercado? En el estudio que estamos haciendo vemos que hay países en los que se ha manejado con muchísimo éxito.*

Sí, creo que es un buen vehículo para inversionistas institucionales, bancas de inversión, fondos, otros fondos mutuos, AFPs, que manejan grandes volúmenes de liquidez y necesitan colocar eso en algo sólido como un inmueble de renta fija y a largo plazo.

6. *¿Usted cree que llegue a anidar este tipo de fondo de inversión?*

Estoy seguro que sí, actualmente por ejemplo, una AFP que necesita invertir sus recursos líquidos, sus reservas, están comprando bonos que rentan 5% o 6%, tienen que irse afuera porque hay poca demanda.

7. *¿Entonces sería atractivo?*

Yo creo que sí, sería muy atractivo

8. *¿Por qué considera usted que sería preferible invertir a través de este fondo de inversión y no a través de un crédito bancario?*

Parte de los incentivos tributarios que ha otorgado el estado, uno de ellos, es que toda persona natural que tenga un inmueble que desee aportarlo al FIRBI, tiene como beneficio pagar el impuesto a la renta a una tasa de persona natural que es 5% y pagarlo de manera diferida, es decir que lo pagará cuando pueda transferir el inmueble, lo mismo pasa con el alcabala.

Depende de cuál es la ventaja económica, si yo tengo un inmueble, hipoteco el inmueble y consigo la liquidez que necesito y si es así, cargo a costos la tasa de interés contra vender el inmueble, pagar 5% y pago alquileres. ¿A qué tasa? Probablemente a la tasa del costo de capital del fondeo más la ganancia que se quiera tener en el fondo. Yo me imagino que cuando tú pides un préstamo te dan la valorización de garantía, te dan la mitad de esa valorización; en cambio, cuando estoy en un FIRBI, vendo el inmueble al valor del mercado, hay una diferencia grande.

9. ¿Qué mecanismo cree que ayudaría a fomentar más el sector construcción?

Creo que lo primero que va a pasar es que los FIRBIS se van a armar comprando inmuebles de empresas que están caminando para darles liquidez, de los tres que ya se han armado, se han armado para comprar inmuebles de empresas que ya están funcionando y no para promover el sector construcción.

10. ¿Inclusive cuando arriendan las empresas hay un tema de débito fiscal, no?

Claro, cuando pagas un préstamo pagas a costo solamente el interés, en cambio en el alquiler cargas a costo todo el alquiler con un método fiscal de 30% sobre todo el alquiler.

11. ¿Entonces ese sería el objeto de las empresas para poder aportar el inmueble al FIRBI?

Claro, había que hacer una simulación sobre cuánto sería la cuota del FIRBI y el pago de intereses.

12. ¿Considera que es rentable administrar estos fondos de inversión inmobiliarios?

Me imagino que las SAFIS han de ganar entre 1 y 2% de la rentabilidad total. Me imagino que hay un fijo y un variable.

13. ¿Cuál cree que puedan ser los riesgos que afecten al FIRBI?

Uno de ellos y el más importante sería si se desinfla el sector inmobiliario y los precios caen dramáticamente.

14. En la actualidad, ¿Usted cree que hay una burbuja inmobiliaria?

En estos últimos 3 años ha habido una caída en el sector inmobiliario pero no hay ni ha habido una burbuja inmobiliaria.

15. ¿Qué tipo de construcción cree que tenga mayor demanda en el sector inmobiliario?

Hay un déficit de viviendas, pero la mayoría construye en Lima o capitales y no en ciudades intermedias. El tema es dónde quieren competir y qué márgenes quieren tener, generalmente se colocan en las ciudades más desarrolladas. El valor del terreno es caro para vivienda. Diría que el FIRBI va a estar más centrado en la compra de inmuebles en funcionamiento que es mucho más seguro.

16. Invertir en un fondo de renta inmobiliaria es seguro, pero ¿Cuál cree que sea la inversión más atractiva?

A largo plazo la renta variable siempre ha sido mucho más atractiva que invertir en un FIRBI que es más conservador.

17. En México, las aseguradoras de fondos de pensiones podían participar en diversos fondos de inversión. Para atraer mayores inversionistas se exoneró del impuesto a la renta a las personas naturales no domiciliadas y a las aseguradoras, desde su punto de vista ¿Usted

cree que sería una buena opción modificar la normal del impuesto a la renta en Perú para atraer a los inversionistas extranjeros?

Los países que tengan menor tasa impositiva, son los que tienen mayor competitividad. Tiene sentido lo que hizo México porque atraen capitales a menores costos. Si el objetivo a largo plazo es que el país tenga capital barato para desarrollar, entonces se sacrifica el pago del impuesto a la renta por el futuro. El tiempo en que tú bajas la tasa y venga el capital nuevo, puede demorar algo. En el caso Peruano, fácilmente se puede hacer, si hay déficit fiscal.

18. En Chile se utilizó mucho la figura del FIRBI para promover la construcción. Tienen mucha cartera de proyectos como vivienda y malls. Hoy, en Perú, se construyen los Centros Comerciales a través de fideicomisos ¿Usted cree que en el futuro esto pueda migrar a FIRBIS?

Claro, como el Centro Comercial Plaza Norte que está en fideicomiso a 30 años. Tiene mucho sentido que se financien éste tipo de inmuebles, incluso supermercados que necesitan terrenos grandes.

ENRIQUE OLIVEROS MEZA

SOCIO LÍDER DE TRANSACCIONES Y FINANZAS CORPORATIVAS EN EY

1. En FIBRA, que es un fideicomiso con objeto de arrendamiento de bienes inmuebles, ¿ha tenido experiencia?

Si los conozco, fue parte de mi trabajo en alguna oportunidad

2. ¿Conoce los FIRBI?

No, no lo conozco, solo hemos visto FIBRAS, aquí y fuera del país

3. ¿Cómo cree que sería su aplicación aquí?

Considero que aquí no hay una cultura bursátil difundida, entonces más allá del instrumento del FIBRA no es que las personas lo primero que piensen cuando tienen algo de efectivo ahorrado es ir al mercado de capitales, esto sería clave porque creo que las personas naturales sí podrían invertir directamente en este tipo de instrumentos a través de un fondo mutuo por ejemplo que invierte valores del FIBRA, pero tampoco veo a personas como nosotros con estos instrumentos por ser complejos

4. Y en su experiencia en general en temas de fondos de inversión, ¿considera que ha habido algún tipo de obstáculo financiero, jurídico para su constitución?

He trabajado en Perú sobre todo con fideicomisos y en el caso de los fideicomisos que invierten en instrumentos bancarios compran cartera hipotecaria, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, y podría ser un problema por la asimetría fiscal, y el otro problema es el impuesto a la renta, que te van calculando un impuesto a la renta por dos años que tienes que ir pagando.

5. Justamente en los FIRBI, con una reciente modificatoria tributaria ha sido el diferir el impuesto a la renta, ya no lo cobran año a año sino el desplazamiento hasta diciembre del 2019, ¿ese podría ser una forma de optimizar?

No es suficiente, para este tipo de contratos a mediano o largo plazo, los plazos no resultan adecuados, deberían ser ampliados.

6. En diciembre salió una exoneración para los fondos de inversión respecto al IGV, suspendiendo el pago del IGV, ¿puede ser un aliciente?

Creo que es una lucha permanente, he trabajado con políticos que me indicaban que si tenía lógica pero que no cambiaban nada. Ojalá permanezca.

7. ¿Considera como una ventaja el exonerar del impuesto a la renta a personas naturales o jurídicas extranjeras como por ejemplo los fondos de pensiones extranjeros para que inviertan en el mercado de capitales?

Creo que si queremos ser un mercado integrado como Colombia, México, Chile, entonces lo que debemos tener es igualdad de reglas, entonces yo te diría que el Perú debería ofrecerles a los inversores extranjeros mejores condiciones y hacerlo competitivo.

8. ¿Desde su experiencia, que tipo de fondo de inversión le parece más rentable?

Los private equity.

RENZO ACERVO PORRAS

GERENTE GENERAL DEL GRUPO CORIL

1. ¿Cómo fue su experiencia respecto a los fondos de inversión?

El fondo de inversión es una estructura de inversión bastante interesante para un inversionista que lamentablemente no está muy divulgado o difundido en el mercado. Ahora creo que el inversionista más “sofisticado” invierte nomas en fondos mutuos, de tesorería, de cash, ya si se sofisticaría un poco seria un fondo mixto, pero los conceptos de los fondos de inversión no están muy difundidos en el mercado, existe, si tu comienzas a hacer una revisión de los fondos de inversión que están en el mercado, la mayoría esta apuntado hacia institucionales, la gran mayoría de SAFIS estructura fondos de inversión para diseñarlos a ser institucionales AFPs, bancos y seguros, nuestro fondo de inversión son los únicos fondos de inversión que están diseñados hacia otro perfil de cliente, es un perfil más retail, es un poco que va de la mano a lo que te decía y te hacía mención inicialmente, la ventaja de tener una sociedad agente de bolsa es que puedo aprovechar que tiene inversionistas súper rentables de dinero y la inversión en un fondo de inversión la consideran atractiva para ellos, entonces el concepto de fondo de inversión para clientes retail, anteriormente no estaba muy fácil de acceder porque como te mencione el fondo de inversión, se dirige hasta institucionales. El mecanismo propio del fondo es bastante inteligente que transmite a través de sus órganos o estamentos bastante transparencia y claridad de la inversión, esto se refiere a que un fondo de inversión tiene un comité de vigilancia, ese comité de vigilancia es nombrado por los mismos inversionistas en la primera asamblea que se llegue a realizar los mismos inversionistas nombran a personas que se van a encargar de vigilar que las acciones que tomamos nosotros como gestores se encuentren en mercados dentro de reglamento de participación, después existe un comité de inversiones que si bien lo nombra la sociedad administradora de fondos, los partícipes también tiene acceso a las decisiones de estos comités de inversiones, entonces el comité de vigilancia tiene acceso a estas decisiones de inversiones y por lo tanto, los partícipes también pueden acceder a través de ellos a esto. El comité de inversiones es interesante el manejo porque si bien el reglamento te da todas las pautas de cómo manejar tu política de inversión, de repente el comité de inversiones será un poco más micro de lo que da la pauta el reglamento de participación, de repente el reglamento de participación decía que yo puedo invertir en operaciones de reporte, por ejemplo, el sector minero hace unos años no estaba muy bien entonces el comité de inversión podría segregarse o poner más en específico las decisiones del reglamento de participación, el comité de inversiones se encarga de como de ver cómo va el mercado de inversión de fondo, después tienes auditores que todo esto como fondo de inversión son auditados dependiendo de la calidad del auditor le transmite transparencia al mercado, como nosotros tenemos acá auditores como KPMG y eso transmite mayor claridad de inversionistas, tenemos un custodio, es decir nosotros como administradores de fondo no tenemos inversiones con nosotros de cajón no tenemos ni siquiera con la sociedad agente de bolsa, nosotros optamos por tener un tercero que realice la custodia de todos nuestros papeles por ejemplo invierto en bonos, pagares, una letra, inmediatamente con la póliza tengo que irme a custodio para llevarlo en físico y tener el documento de custodia, cuando haya vencido el documento tengo que ir retirándolo, el regulador en este caso la SMV hace conciliaciones de las posiciones entre custodio y nosotros. Bueno a ver si existe alguna diferencia seguro que dentro de un proceso administrativo. Entonces el custodio te da a ti inversionista una ventaja en cuanto que sabe que los papeles que maneja el fondo no los tiene un fondo sino los tiene un tercero, nosotros trabajamos con Scotiabank. Después como a partir de Enero de 2017 por normativa nos obligaron que los instrumentos de deuda sean valorizados por un tercero en este caso por PITS que era la única promotora de precios, entonces cuando nosotros entramos al proceso de valorización de nuestras cuotas los precios o tasas de interés que están dentro de nuestra cartera no lo damos nosotros sino un tercero, para esto tenemos que mandarle un montón de información a la proveedora para que todos los días, porque nosotros valorizamos diariamente tenemos estados financieros al día me mande a un promedio de 5pm toda la valorización de nuestra cartera, eso le da un valor todavía adicional al inversionista

porque nosotros no somos los que manejamos la valorización de la cartera. En años anteriores ha habido problemas en cuanto a valorizar hacia arriba toda tu cartera y bueno ha habido problemas con ciertas sociedades administradoras, entonces lo que se hace con esto es trasladar la responsabilidad de la valorización a un tercero en este caso la proveedora del personal. Una segunda en el mercado que es Serfix, esta es una sociedad auditora española que estaba trabajando con CAVALI nos contrató a 2 años, ya hablamos del comité de vigilancia, de inversiones, auditores, entonces con esos mecanismos lo que trasladamos lo que busca trasladar un fondo de inversión de inversionistas es poder saber que las inversiones que realiza el fondo, el mismo inversionista las puede seguir y monitorear, sea directamente o sea indirectamente entra a la página si un cliente es participe de un fondo de inversión, en nuestro caso todos los fondos de inversión son públicos listados en la rueda de bolsa, entonces puede haber la posición de la cartera a través del website de la sociedad de fondos, puede ver su posición de cuotas, como son listados todos los clientes que tenemos en cuotas tienen que pasar a través de un Bróker, también pueden verlos el estado de la sociedad agente de bolsa o en su defecto pueden ir a CAVALI y a través de CAVALI. Entonces estos fondos de inversión transmiten claridad de mecanismos de inversión. Si bien no hay un fondo de garantía como certificado de depósito bancario, lo que tratamos de hacer es realizar operaciones bastante conservadoras, el perfil del grupo es bastante conservador entonces lo que se hace al final de todo esto es manejar una cartera de instrumentos que te permiten ofrecer rentas bastante atractivas, bueno en el certificado de depósito todo es atractivo a diferencia de los fondos mutuos por ejemplo la rentabilidad que nosotros ofrecemos son mayores que los fondos mutuos que invierte más en instrumentos listados. El fondo de inversión tiene la posibilidad de invertir en operaciones que se encuentran listadas con operaciones extrabursátiles, yo me convierto en un cliente de la sociedad agente-bolsa y entro directamente a tomar una letra que es el negocio con la asociación de bolsa o facturas a través de un contrato de asociación de derecho o si hay un bono corporativo emitido a través de una oferta privada también las tomo directamente, entonces al acceder los fondos de inversión a un mecanismo más abierto en cuanto alternativa de inversión, te permite obtener una mayor renta y que obtengas una mayor renta no significa que tengas mayor riesgo, estas yendo directamente a invertir directamente al mercado de capitales, tu entras a un banco e inviertes en un certificado de depósito y no sabes cuál es el uso del dinero se supone que para operaciones activas pero no conoces en que realmente se está portando tu dinero. En el fondo mutuo es un poco más cercano, tú sabes más o menos de acuerdo a la composición de la cartera en donde inviertes, un poco bastante similar es el fondo de inversión en el cual el inversionista sabe que está invirtiendo, el fondo lo que persigue es la diversificación del riesgo, yo por ejemplo puedo tener un fondo de 10 millones de dólares que está distribuido a través de 100 instrumentos, distribuido a través de 40 diferentes aceptantes u obligados al pago distribuidos en 5 o 6 sectores económicos entonces lo que busca el fondo es tratar de ofrecer un producto de una renta superior y con un perfil de inversión en el cual el riesgo se vaya atenuando a través de una diversificación bastante amplia.

2. ¿Por qué el inversionista retail debería invertir en un fondo de inversión y no en otro vehículo de inversión?

Es un poco de lo que te acabo de decir y otra diferencia es que cuando llegas al grupo CORIL lo que nosotros tratamos de dar es transmitir confianza, seguridad, entonces que un cliente llegue a invertir directamente a través de la sociedad agente de bolsa en letras, pagares, facturas, bonos o invierte en un fondo en cuanto al nivel de seguridad es similar, el nivel del fondo está un poco más diversificado. En el tema de manejo propio del portafolio, el cliente que invierte directamente está dispuesto a riesgos de la inversión porque vas a tener periodos en los cuales tu letra venció, tu factura venció, tu bono venció, entonces conseguir calzar las operaciones pero al mismo día es bastante difícil ósea entonces lo que hace el fondo de inversión es eliminar ese riesgo de inversión porque todo el tiempo, todos los días, el valor cuota va generando intereses y aparte la diferencia es que el cliente de repente cuando entra a tomar una letra puede obtener tasas menores que las que yo puedo entrar a tomar en papeles porque yo entro a tomar 500 mil dólares y puedo exigir una mayor tasa de la que podría demandar el cliente si entra de

forma individual, si entras con 50 mil dólares yo podría tener una posición de economía escalar, mejor posición que este cliente y aparte por las condiciones que te había mostrado anteriormente. El cliente conservador, el que es más o menos que invierte con nosotros es el perfil de Coril, es el que deja su dinero, puede tener meses, tiempo con nosotros porque lo que el busca es percibir renta puesto que las inversiones en las cuales entra son bastante conservadoras no busca especular, no busca duplicar su portafolio con nosotros.

3. *¿Más o menos cuánto es el promedio de rentabilidad de un fondo de inversión versus el banco porque ese por ejemplo sería un buen atractivo?*

A ver, el banco no te paga nada, yo tengo los certificados de depósito y no te paga nada, nuestros fondos son en dólares, los fondos de renta fija son en dólares y el fondo inmobiliario que te mencione al inicio es en soles. Un banco no te paga casi nada, 0.25 nosotros podemos pagar una TEA de 6%.

4. *Y es tan simple como una persona va al banco y hace un depósito...*

No es tan simple porque, se supone que una persona llega a invertir a un fondo mutuo es como que ya estás hablando de un perfil de inversionista un tanto más sofisticado, entonces para poder invertir por ejemplo en nuestros fondos de inversión, como son fondos listados en la rueda de bolsa, primero tienes que pasar por una sociedad agente de bolsa, estás hablando que primero un cliente abra un agente de bolsa y después de haber aperturado esa cuenta ya invierta en ese tipo de instrumentos que son fondos de inversión, es bastante simple que una persona natural pueda acceder aquí en la mañana y pueda estar operando en la tarde, bueno si tiene toda la documentación, con este tema de la gestión de riesgo y lavado de dinero, el requerimiento de información que se le exige al inversionista es bastante amplio porque a nosotros nos supervisan día a día respecto a ese tema, entonces los costos por ejemplo si tú quieres invertir en un certificado de depósito vas a tener que tener montos mayores a los que invertiste en un fondo de inversión, vas a invertir 100 mil soles, 100 mil dólares, 50 mil dólares en cambio un fondo de inversión tengo clientes que invierten desde los 20 mil dólares, 15 mil dólares hacia arriba y en cuanto a costos, los costos de entrada y de salida no son altos, antes si era alto pero como opera a través de la rueda hay costos de alcabala, la bolsa y la SMV, garantía y el IGV de todos ellos pero los costos como son costos porcentuales no es un gran golpe a la rentabilidad. Nosotros decimos al cliente que la inversión de un fondo mutuo en fondos de inversión es una inversión más a mediano plazo, en un fondo mutuo tu puedes entrar hoy día y salir mañana porque no hay costos de salida y costos de entrada, hay algunos que te cobran comisión de suscripción de comisión de rescate pero la mayoría no te está cobrando lo que es tesorería, en cambio en un fondo de inversión como entras a través de tiene sus aranceles, que si tu entras y sales esos aranceles te bajan la rentabilidad, entonces cuanto más sea prolongado el periodo en que le entres y en el que salgas la rentabilidad va a ser mayor y ya llega un momento en el que ya la comisión de rescate, los aranceles de rescate ya no te hacen nada entonces si se convierte en una alternativa interesante para un inversionista, una persona natural.

5. *De repente como dices tú, un poco más sofisticada que la común que va al banco de repente o invierte en un fondo mutuo.*

Sí, pero sofisticado o de repente que no esté muy divulgado por lo que había mencionado la mayoría de fondos de inversión apuntan a ser institucionales más a que a retail.

6. *¿Cómo consideras tu que es la cultura del mercado bursátil acá en el Perú en tu experiencia?*

Mira, mientras que el cliente gane, no te dice nada... ahora si el cliente pierde, es terrible. Lo que pasa es que la gran mayoría de inversionistas pasan su feeling de inversión en la confianza que tú le despiertes.

Que básicamente es quien lo tiene, que le contrata que le explica todo eso.

Al inversionista no le gusta leer por ejemplo cuando tienes que invertir en un fondo de inversión, lo primero que hacemos nosotros es entregarte el reglamento de participación y a nosotros el regulador nos exige tener una declaración donde el inversionista declare haber leído y recibido el reglamento de participación, nadie lee por más que les explicamos, el tema del inversionista en el Perú es el que no le gusta leer, es de repente demasiado confiado no lo sé pero es bastante necesario que el cliente sepa, nosotros les tratamos de explicar todo lo posible que el fondo de inversión es una inversión de riesgo, la mayoría de inversiones son inversiones de riesgo, les explicamos los factores de riesgo a que está expuesto pero te escuchan y dicen: bueno me lo refirió mi hermano, mi primo; ahí queda pero no es que el inversionista propiamente se ponga a buscar cual es la inversión que calce a mis expectativas de inversión, no es que tu inversionista haces tú estudio tu análisis y digas: ok, tengo un perfil de inversión conservador y un horizonte de inversiones a 12, 24, 18 meses y quiero invertir exponiendo un tanto mi inversión, quiero solamente renta y ningún cliente hace eso por más que en la ficha del partícipe que tienen que llenar, no todos hacen eso creo que el 80% u 90% de clientes se maneja bajo ese perfil más bien nosotros como regulados estamos obligados a explicarle todas las aristas que puede tener la inversión con nosotros porque el regulador está detrás nuestro en cuanto a mantener la información, que haya recibido los reglamentos, la constancia, que haya firmado todos los contratos, que haya firmado las órdenes de compra y de venta de tal papel, es el regulado es el que le hace la tarea al inversionista por eso es que tanto el regulador nos regula a nosotros, es el que sabe cómo es la cultura aquí.

7. Como sabes, aparte esta nuestro tema de los fondos de inversión en bienes inmuebles, pero estamos analizando un poco más de cada figura entonces esta norma ha seguido con la finalidad de dinamizar el mercado de valores y está promoviendo que las personas naturales entren, entonces mi pregunta iba ¿porque tanto crees que pueda dinamizarse si el inversionista no tiene una cultura plena de lo que es ese mercado bursátil? o sea no sería un instrumento que pueda masificarse en algún momento porque el mercado de valores en si es muy pequeño es por eso que te preguntaba un poco más por la cultura de los inversionista que tú has podido manejar y que has podido ver.

Mira, yo he tenido reuniones con diferentes empresas inmobiliarias que han ido creciendo a través del tiempo y cuya fuente de financiamiento han sido amigos, familia y ha llegado a un nivel de crecimiento en el cual ellos como empresa inmobiliaria ya no quieren asumir ese riesgo de financiación financiera operativa y lo que hace un fondo es trata de servirle de estructura para que se siga funcionando de igual manera solamente que el inversionista en vez de prestarle a su amigo que es el dueño de la compañía inmobiliaria y que le firme una letra, un pagare, que invierta a través de este fondo y que este fondo sea el que invierta en esta compañía inmobiliaria, si hemos tenido varias de esas reuniones en cuanto a expectativas de crecimiento pero ahí la traba la he percibido más de estas empresas inmobiliarias porque buscan sesgar más rentabilidades, en fondos de inversión la rentabilidad es única a menos que constituyas un fondo por series que sea un tanto más sofisticado pero explicarle eso a los inversionistas es un tanto difícil no comprenden que el concepto del fondo es que todos los inversionista poseen la misma rentabilidad a menos que tú en tu reglamento de participación hayas puesto tengan clase de cuotas y dentro de clases series, en el mercado hay pocos fondos de inversión , he visto dos fondos públicos que tienen esa mecanismo que no está muy difundido pero que te permite sesgar rentabilidades y que harían de repente el producto más interesante para el inversionista pero yo creo que si va a llegar a dinamizar el tema inmobiliario, lastimosamente ya el concepto de crecimiento de la economía, nosotros vemos esto un poco frenado ahora, nosotros lo vemos de lleno porque, por ejemplo nuestro fondo de inversión invertimos en las letras, facturas y ese tipo de cosas. Todos los lunes en nuestros comités de negocios vemos el historial de cobranzas de todas nuestras operaciones y perfiles de nuevas propuestas y por ejemplo clientes que antes te pagan al día ahora te pagan al tercer día, cuarto día o séptimo, ya no hacemos operaciones con ellos entonces el mercado de toma de estos valores cada vez va siendo más selectivo porque la economía se está restringiendo, se está contrayendo.

8. ¿Cuál de los tipos de fondo de inversión tiene mayor demanda?

Que tipo estas definiendo ahí dentro de los que estas mencionando

Renta fija, renta variable

Te hablo de la experiencia nuestra, nosotros manejamos más renta fija mucho más todo es básicamente es renta fija, nosotros tenemos la experiencia de un fondo de inversión que replicaba el índice selectivo de la bolsa eso lo sacamos en marzo del 2008, fue desastroso porque nos agarró la crisis del 2008, fue terrible ese fondo lo tuvimos que liquidar a los dos años, de 10 soles de valor cuota llego a 13 soles en dos meses y después de la crisis llego a 2.50 soles y de ahí lo liquidamos cuando estaba en 7 soles aproximadamente, pero el cliente como te mencionaba no lee mucho las condiciones de las cuales invierte seguía más por la tendencia de todos los clientes de esa época veían la inversión de renta variable como el boom del mercado, clientes que se querían financiar para invertir en la rueda, increíble, y eso se veía acá.

9. ¿Con la mala experiencia ya no quisieras volver a invertir?

El tema de renta variable por más que le especifiques al cliente los temas de riesgo, que están entrando a un fondo bajo su propio riesgo puede estar en la caratula del papel, pero no lo interiorizan o no lo asumen, un cliente bueno durante 10 años tuvo rendimientos positivos y por ahí te interesa meterte a ese fondo y ese fondo por ser un fondo de renta variable puede subir o puede bajar, y cuando baja se acaba la relación, por eso es que nosotros entramos más a fondos de renta fija es más tranquilo, nuestro perfil de cliente es bastante más conservador, la sociedad agente bolsa tiene ya 26 años en el mercado y nace apuntando hacia una comunidad en específico de inversionistas aquí, la comunidad judía porque uno de los racionistas eran judíos entonces apuntan hacia ese perfil que hasta ahora ya nos mantenemos, ya estamos en una 2da generación y el perfil de este inversionista es bastante conservador entonces cuando fuimos creciendo en base a relacionados y otro grupo de clientes que iban llegando pero hemos visto que el mejor índice es la renta fija.

10. Bajo esa perfecta entonces el FIRBI tendría demanda con tus inversionistas porque quienes me han comentado esto si es algo tangible, es algo palpable.

Sí, pero es un plazo mayor y ahora como está el mercado por de tipo de inmobiliario ya no tienes las tasas que te permitían inversiones que... si pues con esa tasa se asumen ese riesgo, nuestro perfil de clientes va más a tomar operaciones de dos años, 3, 4 años ya un fondo inmobiliario es un poco más largo porque va el proceso de inversión y después el proceso de operación y después el proceso de desinversión, el lapso del inversionista también, de nuestros inversionistas es más corto, operaciones largas que tengo son 3 años, 4 años, no entran a mas porque son bastantes conservadores.

11. Y de la experiencia que nos contó que asumieron el fondo de inversión inmobiliaria frente a eso que cree que es más rentable el fondo de inversión inmobiliaria o el de un FIRBI

El fondo inmobiliario del FIRBI o el otro de renta fija, lo que pasa es que en el fondo de inversiones inmobiliaria no ha habido el mecanismo a través del cual dos o tres hagamos un proyecto de un edificio en la avenida Arequipa, se construyó y se vendió lo hicimos con Edifica, perfecta compramos un terreno en Ate de 9mil casi 10 mil metros cuadrado, un complejo habitacional, por la plaza de armas en Santa Clara hasta ahora lo tenemos y esta comprado hace 15 años creo, porque si hubiéramos hecho ese fondo 5 años antes seguramente hubiera sido exitoso en cuanto a ese terreno, este terreno lo tenemos 5 años y lo hemos tratado de vender 3, 4 veces, hay tal oferta de vivienda del tipo que queríamos hacerlo nosotros que al final decidimos vamos a ver si lo hacemos para un mercado, plaza vea, un colegio, una cancha deportiva, hemos pasado por diversos esfuerzos inmobiliarios, en cambio el de renta fija es el día a día de la economía del país porque acá en estos fondos de renta fija integramos todos los sectores económicos del país, tienen mayor renta y tienen menores frustraciones que el riesgo inmobiliario de hecho que sí, entonces ahorita yo me iría más por un renta fija. Ustedes tendrían

que tomar en cuenta el perfil del inversionista conservador como el nuestro, no entraría en operaciones a 8 o 7 años y como te mencionaba la primera generación ya es un tanto mayor entonces la gente mayor no entra a un fondo inmobiliario.

12. *¿Cuál sería la mayor ventaja en administrar un fondo de inversión público ante un privado?*

En el privado no tienes al regulador atrás tuyo, ese es la mayor ventaja puedes tener que ofrecerle al inversionista una mayor renta porque tus costos son menores, con un fondo público es cualquier cosa que te afecta al fondo no en el valor cuota, por ejemplo, hoy tengo asamblea de participes o tengo por ahí un comité de vigilancia, tengo que comunicarle el mismo día al regulador si no lo hago entro a un proceso administrativo por hecho de importancia. Los hechos de importancia se han convertido, hasta hace dos años los hechos de importancia eran 24 horas, ahora es el mismo día y yo por ejemplo tengo directorios, la mayoría de mis directorios son los días jueves a partir de las 6 de la tarde porque en mi directorio son gente de trabaja y nos quedamos hasta las 8 u 8:30 y de ahí tengo que armar el acta para introducirla al sistema de MVNet y a las 9pm si estoy mandando la comunicación al regulador, tengo que enviar reportes, y una serie de cosas. En fondos privados, solo digo: oye por si acaso voy a sacar el fondo X, con tanto de patrimonio, es un fondo de inversiones de renta fija. Solamente me podrían pedir mayor información cuando algún inversionista presentara alguna queja contra el fondo privado y ahí si el regulador puede venir a inspeccionar, pero la principal ventaja es que como tienes menores gastos puedes darle una mayor renta al inversionista, entonces por ejemplo nosotros podemos tener fondos aquí, fondos públicos y privados pero como el cliente sabe que ambos son manejados por el grupo a veces prefieren el privado porque les ofrece mayor taza, o sea ya ni siquiera miden el riesgo de que esta operación, este fondo este regulado, como tienen tanta confianza se van al privado pero si manejar fondos privados es mucho más tranquilo, ustedes no saben cómo es el regulador...

13. *Usted comentaba que casi todas las cuotas siempre están listadas en bolsa, con este tema de la exoneración del impuesto a la renta digamos que los fondos de inversión que administran ¿han tenido mayor participación de inversionistas retail?*

Si, a ver te explico, el fondo de inversión puede ser un mecanismo que le puede traer al inversionista mayores exoneraciones tributarias por ejemplo nuestro fondos de renta fija para personas naturales tiene que tributar el 5% de lo que haya percibido de la capital, para las personal naturales sean domiciliadas o no domiciliadas más las personas jurídicas no domiciliadas, están dentro de ese 5%, las personas jurídicas domiciliadas si están hechas y por ejemplo, una operación que tu inviertas directamente en un fondo inmobiliario, está centrando en una renta de tercera y tienes que tributar como renta de tercera. Un fondo de inversión puede invertir en bonos de estas empresas inmobiliarias o bonos corporativos y estas empresas inmobiliarias invierten su proyecto inmobiliario. Si el cliente fuera directamente a través de estas empresas como son renta de tercera pagan el 29% o 30%, en cambio a través de un fondo de inversión por ejemplo si estas empresas emiten deuda a tasa fija, la ganancia que pueda percibir el fondo está afecta solamente al 5%, entonces el mecanismo del fondo le permite tener ciertas ventajas tributarias y bueno nosotros no tenemos ese tipo de fondos porque no manejamos los fondos de inversión inmobiliaria pero si he leído en la norma, eso es un caso de lo que tu mencionas... un claro caso de que invertir a través de un fondo te puede dar ciertas ventajas tributarias pero la exoneración.

14. *¿La exoneración en si ha generado mayor demanda de las cuotas o es que ha mantenido digamos la misma tasa de crecimiento?*

Nosotros esperábamos ver con ese tema de repatriación de capitales como el año pasado que hubiera mayores inversiones con nosotros pero no, tampoco he visto mucho, no llego a cumplir el cometido lo que quería.

15. *Cuáles serían los riesgos que aplican para los fondos de inversión?*

Riesgos? Que no haya sido dirigente como la labor del gestor de fondo, lo que pasa es que los riesgos de inversión para el participante siempre va a existir lo que tratamos de hacer como gestores es atenuar y aminorar ese riesgo, a través de una debida diligencia en cuanto a la selección de papeles que vas a invertir en cuanto a diversificar el producto, las garantías si es que pudieras tenerlas y riesgo para nosotros como administrador, es lo que te mencionaba inicialmente, muchas veces el inversionista no interioriza que el instrumento que está tomando tiene riesgo entonces lo que nosotros tratamos de hacer es que el rendimiento por el cliente siempre este al nivel de lo que ha sido estadísticamente, históricamente logrado, si tuviera por ejemplo periodo de liquidez el mercado, porque a veces lo tengo, nosotros a veces sacrificamos condicionación de tal manera para que el cliente siga viendo más o menos una renta continua, cuando le ofreces al cliente o el cliente puede observar que el rendimiento del instrumento que le estas dando va creciendo, tiene fluctuaciones, dice: oye, pero si es instrumento de renta fija ¿Cómo va a tener fluctuaciones?, pero las fluctuaciones se dan porque hay periodos de exceso de liquidez en el manejo de la cartera, entonces no vas a poder rentar al máximo esa cartera, entonces esas pequeñas fluctuaciones aunque les parezca increíble suscitan ciertas dudas al inversionista y como fluctúa, no llegan a comprender que esas fluctuaciones por exceso de liquidez entonces lo que se busca en esos momentos es de sacrificar condición de administración de tal manera que vuelva a pegarle a la curva de rendimiento histórico, bueno oficialmente no se puede garantizar una tasa de inversión, lo que nosotros a los inversionistas les decimos es que: mire históricamente tenemos esta tendencia y por lo que vemos en el mercado deberíamos mantenerlo pero no es que se garantiza una tasa fija, entonces riesgos los que te mencione y para nosotros tenemos que ser los más dirigentes posibles para poder ofrecerle un producto al cliente, bastante transparente y seguro para ambas partes, tanto para nosotros como para ellos, yo también con el tema del lavado de dinero tengo que ser recontr dirigente con los clientes que yo recibo, lo bueno que tenemos nosotros es que como este negocio se maneja a través de la bolsa vienen primero a través de la sociedad agente de bolsa y lo filtra pero como lleguen a mi yo también les hago otro filtro, si bien somos empresas que pertenecemos al mismo grupo las estructuras de análisis de riesgo son totalmente independientes de cada empresa, entonces tenemos que filtrar ciertos inversionistas que pudieran llegar o sea antes de que el cliente vaya a depositar a la asociación de bolsa, tiene que estar la cuenta aprobada específicamente no se le puede dar al cliente para que deposite dinero mientras que va haciendo la validación de su cuenta siempre el proceso de verificación es previa, entonces también ahí va el tema, este año estamos empezando con el manejo de la gestión natural de riesgo, el riesgo operacional, el riesgo de mercado y el riesgo de liquidez, entonces también estamos a partir de este año con ese tema de gestión natural de ese riesgo que normalmente la sociedad administradora de fondos, la sociedad agente de bolsa y la sociedad Titulizadora, recién lo van a implementar para el 2019, la gran mayoría de estas empresas que están en el mercado actúan con estos reglamentos a partir del 2019 pero lo que pasa es que nosotros tenemos una empresa dentro del grupo que esta regulara por la Superintendencia de Banca y Seguros entonces dejamos de ser un grupo económico y nos convierte en conglomerado financiero y nos ha adelantado todos los requerimientos que para los demás pueden llegar en el 2019, lo que busca el regulador también es manejar todo tipo de riesgo, operacionales, riesgo que pueden encontrar desde el default en la inversión, un default operativo, error en la liquidación de la operación, filtración de información o que se vaya el servicio eléctrico o que tenga un local de contingencia situado a dos distritos de donde estoy yo de cualquier contingencia, son una serie de requisitos que se están implementando, que ya se implementó para este año que hace que operar a través de estos instrumentos sea de verdad atractivo como para captar la atención del cliente del inversionista que ahora solamente ve como caballo de carrera certificados de depósitos y fondos mutuos.

16. ¿Considera que habría una incompleta o mala regulación respecto a los fondos de inversión? ¿cree que faltaría regular algo?

Por ejemplo, en el tema de la gestión integral de riesgo salió la reglamentación para regularnos, pero la reglamentación era de 3 hojas, 4 hojas en enero de este año ha entrado y no había un

benchmark hacia el cual nosotros como sociedad administradora de fondos podríamos desarrollar manual de riesgos de control operacionales, manual de control de riesgos de liquidez del mercado. Lo que hicimos nosotros fue ver experiencias de otros países, como Costa Rica, Chile, Colombia y comenzamos a captar todo eso, lo que esperábamos nosotros era de repente una mayor guía en cuanto a eso, nos han dejado un tanto, yo entiendo que también el primer año, el segundo año va a ser una especie de pido, te ajusto pero yo creo que debimos haber empezado más formales, o sea nosotros hemos constituido una unidad de riesgo corporativa que está compuesta por 6 personas que se encargan del análisis de riesgo de todos los riesgos para las tres empresas que nos ha costado un montón de esfuerzo y yo pienso que hemos debido de haber recibido una mayor guía después, por ejemplo, en temas de estos fondos un poco más sofisticados de clases, series, la regulación es muy completa compleja entonces trata de diseñar fondos pero al final terminas viendo experiencias de otros países.

ALONSO JAIMES

SENIOR REAL ESTATE ANALYST EN FONDOS SURA

1. *Coméntenos sobre su experiencia con relación a fondos de inversión o FIRBIS*

Fondos Sura tiene oficinas a nivel regional, está en Uruguay, Chile, Colombia y México. En Chile existe hace bastante tiempo el tipo FIRBI, donde creas un fondo, captas capital de los inversionistas y con ese dinero que se levantó del mercado se van comprando inmuebles que, a su vez, van generando rentas por alquileres. Estos alquileres son trasladados a sus inversionistas y así obtienen dividendos de manera recurrente. Al ver esa realidad, el equipo de SURA en Chile que ya manejaba este fondo, trajo como proyecto la idea aquí a Perú y de la mano de la SMV, quien también estaba interesado en promocionar este tipo de vehículos, ya sea como FIRBI o FIBRA, lanzamos en junio de 2016 nuestro propio FIRBI. En aquella época levantamos US\$ 5 millones para la compra del primer activo, que fue de 5 mil mt² de oficinas de los cuales el 30% fue aporte de inversionistas Retail, personas naturales, y el 70% vino de SURA, quien entró como inversionista institucional para poder arrancar esta primera etapa. Inicialmente se tuvo cerca de 40 a 50 partícipes. Luego tuvimos una ampliación en el mes de septiembre de 2016, en la que se colocó la misma cifra, US\$ 5 millones de dólares, pero esta vez ya fue el 100% proveniente de inversionistas retail y así, sucesivamente, se han efectuado cerca de 4 ampliaciones y era mejor forma de hacer que crezca el fondo. Otra ampliación fue colocada en el mes de junio de 2017 donde se levantó un capital de US\$ 17 millones para la compra de cerca de 7 mil o 8 mil mt² de oficinas en San Isidro, en otro edificio que fue el segundo edificio que tuvo el portafolio. En la última ampliación permitió la compra del tercer edificio, el cual costó más de US\$ 30 millones obtenidos tanto de inversionistas retail como de SURA, quien poco a poco ha ido transfiriendo su posición a través de cuotas para más inversionistas retail que están ingresando al fondo.

2. *¿Cuál es la ventaja de este tipo de producto?*

La ventaja es que a todos les gusta invertir en algo que sea tangible y los inmuebles son lo más tangible que puede haber.

3. *¿Cuál ha sido la ventaja para el crecimiento del FIRBI?*

La ventaja ha sido una reducción del impuesto a la renta empresarial que es 29.5% al 5% para personas naturales. Eso mejoró los dividendos que recibían los inversionistas retail y ahí fue donde se produce todo el crecimiento de nuestro fondo. Actualmente, nuestro fondo tiene US\$ 74 millones administrados y hemos tenido la Asamblea General de Partícipes a fines de enero con lo cual hemos ampliado el capital autorizado a US\$ 200 millones, permitiéndonos un segundo espacio para seguir creciendo este o el próximo año.

4. *¿Y ese FIRBI que es promovido por SURA, lo gestiona SURA?*

El fondo como tal tiene que tener un gestor. En el caso del FIRBI el gestor es Fondo Sura, quien se encarga a través de una unidad especializada de colocar y promocionar el vehículo. Adicionalmente, tenemos una unidad de inversiones inmobiliarias dentro de SURA que se encarga de manejar el fondo a nivel de activo. Entonces la ventaja o lo que uno busca en este tipo de fondos es que tengas un equipo lo más especializado y que tenga experiencia en identificar cuáles son buenos activos, que tengan la experiencia manejándolos, administrándolos y buscando nuevas inversiones, porque si no tenemos la experiencia en eso te digo vamos a comprar oficinas en un distrito alejado y quizá sea la peor elección porque yo no te puedo asegurar un precio de salida cuando venza el fondo.

5. *¿Cuántos FIRBI tiene SURA en el Perú?*

SURA tiene a la fecha un FIRBI que puede invertir en cualquier tipo de activo: hotel, industrial, educativo, comercio y oficinas; pero el Primer FIRBI que se lanzó invertía solo en oficinas.

Actualmente, se ha creado un segundo reglamento y lo más probable es que en los próximos meses ya los estemos lanzando como un segundo FIRBI, pero ya se ha elegido otro tipo de activos. Entonces en este momento, operativo y con participes, solo hay uno.

6. *¿Se ha podido colocar la mayoría de inmuebles del portafolio que manejan en arrendamiento y cuáles son los plazos que manejan?*

Sí se han arrendado. Nuestro portafolio maneja un plazo remanente de 4 años, que quiere decir que al partir del cuarto año ya tienen que ver algunas respuestas de la red monetaria. Los 4 años son un ponderado de todos los contratos, tenemos cerca de 25 contratos, cada uno con plazo distinto de vencimiento, debido a que sólo invertimos en San Isidro Financiero, San Isidro Empresarial y Miraflores, los 2 distritos y 3 locaciones, aseguran una buena salida de los activos. Se evita invertir en distritos con poco movimiento porque claramente el nivel de vacancia es alto y no va a asegurar un precio de salida, entonces, se busca colocar las cuotas con la seguridad de que en 10 años no va bajar de precio. En cambio, San Isidro es un mercado estabilizado y aunque ahora las rentas están bajando, por la inyección de demasiados metros cuadrados a un sector que de por sí ya tenía un buen crecimiento, es más probable que se coloquen las cuotas. Las rentas son cobradas en dólares y ello se da porque es una práctica del mercado en el sector de oficinas que maneja ese tipo de moneda. Actualmente, se analiza la posibilidad de abrir un segundo fondo porque hay activos que no calzan dentro de este tipo de inversión y tipo de moneda.

7. *¿Tienen planeado al término de estos 4 años seguir arrendándolos o deshacerse de los activos?*

Este tipo de vehículos son dirigidos a activos que te generan dividendos, que no están dirigidos a la tierra propiamente, porque no siempre incorporan el desarrollo del proyecto que asumen todo el riesgo constructivo, estabilizan los activos, luego salen a la venta y para concretarlo se requiere un periodo de 7 a 8 años, por ende, la rentabilidad que te genera este tipo de vehículos va ser muy superior a la que reparten vehículos de rentas, en el primer caso estamos hablando de un margen superior al 12% ó 14 %, mientras que en los de renta estamos hablando de dividendos que van entre el 6% y el 7% más o menos.

8. *¿Tienen planes a futuro de incorporar en su plan ejecución de obras?*

En Colombia y Chile tenemos fondos de desarrollo, somos una plataforma que se está integrando (Colombia, Perú, Chile y Uruguay) y a futuro se está evaluando dicha alternativa de inversión.

9. *¿Cómo funciona la transferencia de los certificados de participación?*

Eso se realiza en el mercado secundario, a través de asesores que les muestran a los participes distintas ventanas que generan aumento de capital. SURA comparte cuotas, pero paulatinamente se han ido transfiriendo. Existe demanda por este tipo de vehículos, dado que los FIRBIS y las FIBRAS, deberían ser la manera más natural de invertir en inmuebles, o sea no debería existir la postura de una persona natural que vaya y compre una oficina, porque estaría asumiendo año y medio o dos años de vacancia, y tiene que pagar mantenimiento, arbitrios, pólizas de seguros, entonces no debería ser algo que debería asumir el inversionista. En ese sentido, si vas a realquilar o conseguir mejores condiciones, un portafolio como el de SURA, puede tener mayor margen de maniobra al momento de negociar cierto tipo de detalles.

10. *¿Coméntanos sobre el diferimiento del pago del impuesto a la renta y alcabala de quien aporta un bien al FIRBI?*

Actualmente, no estamos generando este tipo de figura. En el momento que se aporta el inmueble, se recibe cuotas a cambio y cuando se transfieren a terceros, nacerá la obligación del pago de impuesto a la renta. En el caso del FIRBI de SURA los primeros activos se adquirieron a valor de mercado de una empresa vinculada al grupo y en los últimos se adquirieron de otro fondo que ya estaba cerrando y estaba en periodo de desinversión. Entonces no había en ese

momento una necesidad y tampoco se presentó la oportunidad de que alguien que quiera aportar su activo al FIRBI. SURA ha apostado con las adquisiciones de los tres edificios a conseguir posiciones controlantes, en dos de ellos si se ha logrado. En el primero no porque se tiene un copropietario, pero estás hablando de un edificio que tiene solamente dos propietarios, que son dos institucionales y que no se van a deshacer del activo en el corto plazo, entonces ahí es donde puedes tener margen de utilidad. En el caso de los edificios de Platinum y Navarrete se tiene posición controlada, pero para poder comprar un edificio, necesitas más de US\$ 30 millones, por lo menos. Actualmente, seguimos buscando activos, pero en este momento lo que menos hay son activos estabilizados o sea que no será tan sencillo para nosotros y para los otros fondos que quieren salir al mercado porque eso es algo que está retrasando a todos aquellos gestores que todavía no lanzan FIBRAS o FIRBIs.

11. *¿Qué garantiza la colocación del FIRBI?*

El inmueble es quien va garantizar si tienes éxito en la colocación, las zonas de ubicación de los inmuebles, el tipo de calidad de los arrendatarios, la diversificación, entre otras. Es distinto tener un portafolio donde el mayor contrato representa solo el 10% de tus ingresos a tener un portafolio o empezar con uno donde el más grande representa el 50%; así empezamos y esa fue una de las razones que le transmitimos a la Asamblea General de ir creciendo como fondo. Nuestro objetivo es que ningún contrato supere el 5% y así manejar mejor la renovación de contratos.

12. *¿En proporción, quiénes invierten más en este tipo de fondos, las personas naturales o las personas jurídicas?*

Este fondo de rentas ha sido dirigido a inversionistas Retail, el 100% son personas naturales con tickets desde los US\$ 25 hasta más de US\$1000 y tenemos cerca de 500 partícipes entonces está bastante diversificado en cuanto a monto invertido.

13. *¿Por qué apostó SURA por un FIRBI y no por un FIBRA?*

La FIBRA de por sí es costosa porque tienes que hacerla a través de fideicomiso, te genera sobrecostos y no había ningún beneficio para hacerlo a través de una FIBRA, en cambio el fondo no generaba ese sobrecosto de tener que, primero, pasar los activos a un fideicomiso; segundo, los primeros activos que compramos se dieron en bien futuro, por ende, tampoco no podías constituir una FIBRA porque eso implicaba que tenías que pasar la propiedad Fideicomiso.

14. *¿Sabes si tuvieron o de algún caso que han tenido problemas de inscripción de los bienes a nombre del FIRBI?*

No, aunque les cuesta entender un poco la figura porque un FIRBI tiene un RUC, existe como empresa, pero no es una persona jurídica registrada en SUNARP, sino que cuenta con una Resolución de la SMV aprobando las operaciones del fondo y nombrando a una gestora como su administrador. Entender eso para los administradores es un poco complejo y, a veces, demora el trámite, pero dentro de la partida del inmueble si aparece como titular de la propiedad el FIRBI y su número de RUC y el administrador del FONDO. Sin perjuicio de ello, todas las municipalidades te generan trámites, creo que se está poniendo cada vez más exigente con lo que pide a nivel de seguridad; de ahí salen cosas que no teníamos mapeadas y se han tenido que hacer inversiones adicionales.

15. *¿Si los certificados de participación lo transferían por el mercado secundario lo hacen a través de un mecanismo centralizado o en forma privada a través de sociedades agentes de bolsa?*

Lo que se hace es internamente, a través de fondos o al azar, se buscan a través de los asesores de inversionistas que estén interesados en ingresar al FIRBI y se suscribe un contrato privado entre el partícipe que sede sus cuotas y el que las está comprando, ahí no participa el FIRBI. En

cuanto al precio de transferencia, pueden usar como referencia el último valor cuota o que ambas partes definan el precio.

Lo ideal es que, más adelante, salgas a bolsa y tengas un mecanismo, donde tengas un vehículo mucho más líquido. Si bien en esta primera etapa todavía no se ha concretado, en el corto plazo estamos evaluando ingresar a la BVL.

16. *¿Consideran que es rentable recibir activos de parte de inversionistas, o sea de los futuros participantes?*

Lo que pasa es que hay una restricción del 5% y que un partícipe no tiene que tener más del 20% del capital o patrimonio del fondo, entonces el 20% sobre US\$ 73 millones no es una cantidad que permita comprar grandes activos. Los casos de edificios que hemos visto en ese momento que estamos evaluando son de empresas o personas naturales que en este momento quieren hacer líquido el activo que tienen, entonces no es de su interés colocar el activo y recibir participación, ellos quieren sus recursos y bajo esa manera se están evaluando las inversiones.

17. *¿Qué tanta acogida tiene el FIRBI?*

El año pasado en el 2016 empezamos en Junio y hemos llegado a los US\$ 11 millones de patrimonio neto administrado, eso quiere decir que a la fecha tenemos de US\$ 73 a US\$ 74 millones, o sea el año pasado hemos hecho más de US\$ 60 millones de dólares de crecimiento y a la fecha la participación de SURA como institucional dentro de los crecimientos que han habido ya es casi nula; entonces ha habido bastante acogida del producto y que sigamos creciendo a orden de US\$ 60 millones, depende mucho de los activos que hay en el mercado. Sucede que actualmente en el mercado hay grandes actores, que realizan inversiones de largo aliento y no se desprenden así nomás de sus activos; entonces entras a competir con otro tipo de edificios que son empresas creadas solamente para este activo o personas naturales de otro patrimonio que tienen toda la propiedad y que no siempre están dispuestos a vender o no lo hacen al precio que calce con la colocación.

18. *¿Conocen algún caso que hayan perdido la condición de FIRBI?*

No, hasta ahora no. En realidad, somos el único FIRBI que opera en el mercado, tenemos siempre mapeado los requisitos y no estamos dispuestos a perder la condición de FIRBI teniendo 500 partícipes.

19. *¿Conoce si los demás fondos de inversión tienen expectativas de lanzar FIRBIs?*

Claro que sí, porque al final el FIRBI, como tal, es parte de una diversificación dentro de tu portafolio. Si tienes US\$ 100 mil, no diría invierte todo en un FIRBI, porque no es la idea de diversificación que uno deba tener. Entonces, hay otras sociedades de inversión, que están detrás del FIRBI, pero como te comento, lo difícil no es lanzarlo lo difícil es meter activos al fondo, entonces, quienes tienen muchos partícipes están manejando este tipo de activos porque tienen equipos inmobiliarios, como, por ejemplo, las AFP que tienen también una unidad que se dedica a esto y, por ahí, algunos institucionales que también lo tienen. SURA desde hace tiempo vienen haciendo ese tipo de inversiones, lo importante fue encontrarnos con un nicho, que fue el tema de las oficinas, y ahora estamos buscando los otros asset class donde el grupo invertía, y donde ya tenemos experiencia.

20. *¿Crees que hay que hacerle alguna modificación al FIRBI normativamente o es que hay algún vacío?*

Se han hecho mejoras importantes, por ejemplo, una de las mejoras que hubo fue que, si tu ibas a la norma en Chile, te especificaba explícitamente que lo que se distribuía era la utilidad neta, pero todo aquello que era distribuible, que quiere decir, que, si bien el valor razonable de tus inversiones se iba con el resultado, eso no es lo que tienes en caja, no es algo tangible. La norma peruana te decía solamente la utilidad neta es como la utilidad neta el valor racional está dentro de eso, entonces el primer año tuvimos que distribuir como US\$65 mil del valor razonable y

tuvimos que tomar caja que teníamos destinada para CAPEX. Al final si nosotros somos los únicos y pasan 10 años y no existen otros FIRBIS, lo dinámico va ser que existan más FIRBIS dentro del mercado para que el ingreso y la salida de activo sea mucho más rápido, haya mucha más demanda de los activos, entonces, ahí ya la diferencia va ser, no tanto de los activos que tengas, si no del tipo de gestor y track record que tengas atrás.

21. *¿El tipo de FIRBI que manejan es perpetuo o tienen plazo definido?*

Se maneja un plazo de 8 años. Definitivamente salir a la venta de los activos no es algo que haces en 6 meses, por eso lo estamos pensando hacer 2 años antes, ¿Qué es lo que yo creo que va a suceder?, que esto se va a ir 10 años más, si hubiera en este momento personas que quieren salir y estamos hablando de US\$ 1 millón, 2 millones, 3 millones de dólares, ahí entrará una empresa del grupo a comprar su participación y hacer lo que ha hecho tiempo atrás, que es comprar las cuotas que quieren salir con un descuento y luego volver a recolocarlos. Para el segundo fondo, lo que estamos evaluando es si será perpetuo o lo seguimos sacando en un periodo de 10 años, igual para que sea perpetuo tiene que tener como tal... Esto no es un fondo mutuo, donde tú mañana vas a salir, o sea esa no es la idea, pero si se han creado ventanas de liquidez donde cada 6 meses o 3 meses se pagan rendimientos, por el 1% del inmueble administrado se abre la ventana para que...

22. *Si la condición es que no vendas el inmueble dentro de los primeros 4 años, pero después de ese período puedes transferir el inmueble, al ser una inversión representativa ¿se va a poder recuperar la inversión en 4 años o tiene que ser un proyecto mucho más largo?*

Haces efectiva esa inversión y luego les devuelves a ellos las cuotas que han colocado, esa es una manera. La otra manera es que entre una empresa del grupo como market maker y pueda comprar esa participación. Ambas se realizan después de superado el cuarto año puedes hacerlo en cualquier momento. Actualmente, parece que no está en la cabeza de ninguno de los partícipes, querer ver si estamos desinvirtiendo el fondo.

23. *¿Cuándo se aporta la propiedad de un inmueble al FIRBI, la norma habla del pago diferido del Impuesto de Alcabala diferido y del Impuesto a la Renta, en el caso que el FIRBI haga la adquisición del bien, en ese momento es donde se debe pagar los referidos impuestos?*

El diferimiento es cuando alguien aporta el inmueble, cuando compras el activo y lo integras, en este caso, si tú metes el activo al fideicomiso ahí será el diferimiento del impuesto, pero si el fondo lo compra no aplica porque paga inmediatamente.

24. *¿Cuál es su opinión respecto a las modificaciones tributarias o de los beneficios tributarios que se vienen para los FIRBI?*

Las modificaciones son válidas, pero no está pensado en que el FIRBI compre activos y que sean bienes terminados, pero cuando estamos hablando del mercado de oficinas, lo que sucede es que puedes alquilar oficinas estando como bien futuro, se termina todo el edificio y si tienes el certificado de INDECI, al día siguiente puedes empezar a declararlo, con unos requisitos que el edificio esté inscrito en registros públicos, entonces, este diferimiento del alcabala debería darse ya seas FIBRA o FIRBI, creo que también debería darse un espacio de mejora.

25. *¿Considera que la FIBRA o FIRBI incentivan el sector inmobiliario?*

Por ejemplo, actualmente, hay un gran boom para hacer hoteles ¿Por qué? Porque hay un gran déficit de habitaciones en el Perú y comparando eso en la región, tienes un índice de ocupación que está por encima del 70 a 75%. Lo que primero tiene que haber es siempre un traslape entre estos fondo que solamente hacen desarrollo y existir un segundo tramo que van a ser los fondos que van a comprar activos estabilizados, o sea no tienen que ver personas naturales en el intermedio que te compren esos activos esterilizados, los que tienen los activos tendrían que ser siempre los fondos dedicados a red, entonces es la mejor forma que les comentaba para que la persona de pie tenga una participación dentro de algo tangible. Todos los meses nosotros calculamos el valor cuota, que va a ir creciendo conforme el Fondo siga generando rentas. El

resultado operativo que se va acumulando, va creciendo, cuando decides distribuir todo este resultado acumulado y vas a llegar nuevamente al valor del patrimonio más el valor racional, que sí es algo que no puedes distribuir porque no es tangible, entonces lo que se hace es una asignación por partícipe de la bolsa total que se va a distribuir, por ejemplo, si mi valor cuota crece US\$ 6 este mes y distribuyo, voy a distribuir US\$ 6 dólares por cuota, entonces, del monto que se va a distribuir, se hace la atribución del impuesto a la renta a cada partícipe, a todos aquellos que tengan 5%, sin hacer cálculos sobre el 5%; a aquellos que no, por ejemplo, si hubieran personas jurídicas o personas vinculadas, que no tienen el beneficio tributario. La distribución de utilidades en el FIRBI de SURA se empezará a hacer de manera trimestral. El año pasado se hizo 4 veces en el año. La última distribución del año la haces posterior a la emisión de los estados financieros auditados, para el FIRBI y por el reglamento los estados financieros tienen que ser auditados por cualquiera de las Big Four y, después que la Asamblea aprueba estos resultados, se hace la última distribución que finalmente son los resultados acumulados no distribuidos. En el 2017, la distribución se hizo en noviembre y diciembre porque la última distribución fue con corte del 31 de octubre y obviamente manejar 500 clientes ya es algo bastante pesado, entonces es un poco más tedioso; entonces en la medida que siga creciendo el número de clientes, toda la parte operativa tiene que ir creciendo y se requerirá implementar otros sistemas.

26. ¿Cuánto demoró la colocación del FIRBI en el mecanismo centralizado de negociación?

Cuando se lanzó el primer fondo, SURA entró por casi el 70% de US\$5 millones en el mes de junio de 2016, en el mes de marzo de 2017, había terminado de transferir toda su participación, o sea estamos hablando de 7 a 8 meses. La última estamos hablando de un 70% sobre US\$ 5 millones, o sea que tampoco no es la gran cosa, la última participación que colocó, fue más o menos US\$20 millones en el mes de octubre, y para Febrero ya había colocado todo. Entonces, el nivel de aceptación y demanda definitivamente ha crecido pero hay que entender que el primer grupo de clientes que entró asumió un 29.5% del costo de la renta y al siguiente año bajó a 5%, de por sí eso lo hace mucho más atractivo para los clientes, entonces hará crecer la demanda.

27. ¿Qué pasa si venden los activos antes del 4to año?

No, no puedes propiamente.

28. ¿Por qué ahora el FIRBI puede enfocarse en diferentes inmuebles?

El sector vivienda no está tan bien como en años anteriores donde la gente compraba, porque al año siguiente subían 2 dígitos el precio de tu inmueble, entonces la gente apostaba a eso y por eso había bastante demanda en el sector vivienda. Actualmente, casi todos están haciendo hoteles, entonces, los desarrolladores, que tienen la expertise en eso, solo les faltaba hacer fondos, lo cual calzaba perfecto con toda la integración del negocio.

29. ¿En el caso de SURA, la totalidad de los inmuebles están arrendados?

Sí actualmente el 100% está arrendado, igual si buscas fondos de renta, especialmente en mercados de México que es el más desarrollado en esto, no vas a encontrar un solo fondo que tenga 100% de ocupación, al final vas a tener una vacancia de largo plazo del 5% o 7% más o menos, entonces cuando ya tienes un fondo estabilizado con muchos años vas a apuntar eso. En algún momento vamos a tener una vacancia, pero la idea era enfocarnos en distritos, como en el que estamos, porque al final todas las empresas en alguna etapa de su vida van a querer terminar en San Isidro. ¿Por qué también les interesa trabajar en Miraflores? Porque está dirigido a otro tipo de segmento, de clientes y a otro tipo de empresas, el coworking, por ejemplo, es un sector que también interesa mucho al cliente, porque toma muchos mt², pero también son otro tipo de contratos, el coworking que viene y te busca 6 mil mt², te debe poner ciertas cláusulas dentro del contrato que hay que revisarlas bien y analizarlas bien.

30. ¿Cuál crees que son las desventajas del FIRBI?

El cliente tiene que darse cuenta el objeto de inversión del FIRBI o al giro del negocio donde se invierte y se está expuesto a un riesgo inmobiliario y, como tal, está expuesto a que cuando venzan los contratos exista un reajuste de la renta, dependiendo de cómo te encuentre en el ciclo inmobiliario, puede ser hacia abajo o hacia arriba, entonces las personas lo que menos puede pensar es que esto es un depósito a plazo y que todo va ser estable hasta el vencimiento del fondo. Se ha identificado que a las personas les gusta invertir en inmuebles y eso es algo que todo el mundo no quiere hacer, entonces, ahí se ha identificado un nicho de clientes con los que vas a lidiar pero a medida que son más especializados los inversionistas tienes que tener un equipo de asesores.

31. ¿EL FIRBI puede invertir en el extranjero?

En Colombia, por ejemplo, la normativa para FIRBI, restringe eso, tiene que ser todo a nivel local, pero quien sabe más adelante eso se abre y puedes invertir en oficinas acá y nosotros lo podríamos hacer porque tenemos los equipos radicados halla que pueden no solamente evaluarlos sino también hacerle un seguimiento a los portafolios. Por ejemplo el fondo de desarrollo que han lanzado en Colombia está dentro de su alcance que pueden invertir determinado porcentaje en los 3 países, cuál es el tema es que, ellos esperaban, su fondo está dirigido no a Retail sino a institucionales, entonces la institucional tiene que tener apetito por asset class y recién hay tu puedes entrar con tu fondo Colombiano acá en Perú, que sucede que la gran mayoría de proyectos inmobiliarios de vivienda donde han invertido dinero los institucionales no les salió bien, por qué, porque estos proyectos están dirigidos a segmentos, segmentos C, segmentos D, que realmente con todo lo que ha sucedido les ha afectado bastante la capacidad de ahorro y el banco ha empezado a restringir las aprobaciones de los créditos hipotecarios, entonces al no tener venta de los proyectos que sucede, la inauguración de venta, el proyecto se empieza a largar y por ende se alargan los flujos y la TIR de tu proyecto se empieza a caer, entonces si tu empezaste a ofrecer TIR de 20 de 25, terminaste en 10, 12 o 13, entonces el sector institucional prefiere invertir en otro tipo de asset class, mucho más líquidos y tal vez dentro del mismo segmento,

32. En México que hay mucha acogida darles incentivos tributarios a inversionistas de otros países, ¿Creerías que sería razonable incorporar ese tratamiento en la norma peruana?

Todo tiene que ir de la mano porque al buscar activos para el portafolio, se tiene que buscar también la base de inversionistas que inviertan y hagan crecer tu fondo. Si finalmente si viene alguien de México, donde México se administran fondos de US\$ 1 billón y el FIRBI tiene US\$70 millones, esperarías encontrar un fondo mucho más grande para poder invertir el dinero, porque alguien que invierte en un fondo US\$ 1 billón no invertiría en un fondo chico de US\$ 70 millones, porque la escala y diversificación es muy grande.

33. ¿Alguna reflexión para el FIRBI?

El objeto de FIRBI SURA es seguir creciendo, a medida que se crezca la valla para el resto de fondos de inversión será más alta. En otros países, como España, por ejemplo, ha sucedido que existen bancos que tienen muchos m2 de inmuebles y entran en etapa de desinversión, entonces ahí ingresan fondos mucho más grandes y compran todos estos m2, haciendo crecer su portafolio y hacerlo atractivo para los inversionistas por la diversificación que generan.

ASESORA LEGAL EN LARRAINVIAL

1. *¿Qué le parece a usted la constitución de Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles como vehículo para impulsar el sector construcción/inmobiliario y promover el mercado de valores?*

Me parece una iniciativa que dinamizará el mercado de valores, otorgándole a potenciales inversionistas una gama más amplia de productos para invertir y a su vez, impulsará el desarrollo del mercado inmobiliario mediante el levantamiento de capital necesario para desarrollar proyectos innovadores de renta ya sea para proyectos de renta habitacional o de oficinas o estudiantil o proyectos que sean mixtos, los cuales atenderán a la demanda para este tipo de productos en una ciudad que se encuentra en constante crecimiento.

2. *¿Qué riesgos identifica usted en los activos inmobiliarios como inversión del FIRBI?*

Todo fondo de inversión inmobiliario está expuesto a una serie de riesgos que el inversionista deberá tomar en consideración antes de suscribir cuotas de participación en el mismo. Podemos dividir los riesgos en 2, aquellos relativos al país y los riesgos inherentes del Fondo. Los riesgos de invertir en un fondo de este tipo por el lado país, se resumen en riesgos por el marco político-económico, riesgo por el factor cambiario y riesgo de modificaciones en las normas tributarias. el último factor de riesgo es importante ya que los partícipes tributan el 5% de las utilidades obtenidas, lo cual hace a un fondo FIRBI tener una ventaja sobre un fondo regular de inversión en bienes inmuebles el cual es considerado como renta empresarial tributando el 30%.

Respecto de los factores de riesgo relativos al fondo, tenemos los siguientes:

Riesgo liquidez

Al tratarse de un fondo cerrado, los partícipes sólo podrán redimir la totalidad de sus derechos en la fecha de liquidación del fondo. Esto implica que las necesidades de liquidez sólo se podrían satisfacer a través de la venta de las cuotas, sujeto a las condiciones y restricciones para la enajenación de las cuotas incluidas en el presente reglamento de participación y en la legislación aplicable. Dicha liquidez no puede asegurarse por el fondo.

Riesgo por oportunidades de inversión limitadas

La actividad de identificar, evaluar y realizar inversiones inmobiliarias atractivas es altamente competitiva e involucra un alto grado de incertidumbre. No es posible asegurar que el fondo podrá encontrar y realizar inversiones que satisfagan sus objetivos de inversión, por lo que, si el fondo no logra realizar inversiones inmobiliarias o realiza inversiones inmobiliarias en términos menos favorables, la rentabilidad del fondo y sus partícipes pueden verse afectadas.

Riesgo contractual

El fondo podría incurrir en pérdidas al ser sancionado u obligado a indemnizar daños como resultado del incumplimiento de obligaciones contractuales de sus contrapartes. Adicionalmente, pueden existir fallas en los contratos y transacciones que sean celebrados y los documentos que lleguen a regir las relaciones con cualquier co-inversionista o con terceros. Estas condiciones podrían afectar negativamente el desempeño de las inversiones del fondo.

Riesgo de contingencias ocultas en las inversiones del fondo

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, la SAFI llevará a cabo un proceso de auditoría (due diligencie), en desarrollo del cual se analizarán los aspectos legales, contables,

⁸⁹ Indicó que las respuestas a cada pregunta correspondía netamente a su opinión personal.

contractuales, tributarios, laborales, regulatorios, financieros y técnicos de las inversiones inmobiliarias en los que el fondo planea invertir, es posible que el proceso de auditoría no detecte pasivos y/o contingencias ocultas que, una vez detectadas, podrían afectar considerablemente el valor de las inversiones y, por lo tanto, la rentabilidad del fondo.

Riesgos de tasa de interés e inflación

El incremento en las tasas de interés y la inflación podrían afectar las inversiones inmobiliarias del fondo, aumentando el costo financiero de los proyectos y, en consecuencia, disminuyendo la tasa de rendimiento real de las inversiones o reduciendo los recursos disponibles para la distribución de utilidades para los partícipes.

Riesgo en posiciones minoritarias

El fondo podrá invertir en inversiones inmobiliarias en posiciones minoritarias teniendo influencia limitada sobre las decisiones de negocio en dichas inversiones inmobiliarias. Estos negocios o sus administradores podrían tener intereses económicos que difieran de los intereses del fondo o podrían estar en posiciones bajo las cuales no les es posible proteger el valor de las inversiones inmobiliarias del fondo y/o su operación. lo anterior podría resultar para el fondo en la pérdida de valor de sus inversiones inmobiliarias y/o en la imposibilidad de realizar operaciones de salida exitosas.

Riesgo legal y administrativo

Las inversiones inmobiliarias del fondo estarán expuestas a los riesgos legales asociados a dicho sector. dichos riesgos están relacionados, por un lado, a los trámites de saneamiento de las propiedades (títulos de propiedad, derechos de posesión, casos de superposición, etc.) y, por otro lado, al otorgamiento de los permisos y licencias para disponer, administrar o arrendar los bienes raíces.

Cambios en la ley aplicable, regulación, interpretación de la regulación o decisiones judiciales vigentes podrían afectar el otorgamiento o vigencia de dichos permisos y/o licencias y por lo tanto el desempeño de las inversiones inmobiliarias del fondo.

Riesgo de desvalorización de las inversiones inmobiliarias

Existe la posibilidad que las inversiones inmobiliarias puedan estar expuestas a percepciones de desvalorización por parte del mercado, como resultado de la comparación con inmuebles de diseño y/o tecnología más reciente y novedosa, o por la reducción temporal en la demanda generada por expectativas negativas sobre el futuro, en cuyo caso la realización de las bienes raíces se podrían ver afectadas, impactando directamente en el retorno de las cuotas de fondo.

Riesgo de estrategias de salida ineficaces

No obstante la SAFI tenga a su disposición diferentes opciones de venta de las inversiones inmobiliarias, resulta imposible predecir el resultado de las mismas y/o el desempeño del mercado en el momento en que se pretenda realizar una desinversión. si el fondo no logra ejecutar una estrategia de salida exitosa declaradas su disolución y liquidación, el valor de las inversiones podría verse afectado.

Riesgo de realización comercial

El valor de una propiedad inmobiliaria está afectado por la liquidez relativa de dicho bien, o su capacidad de ser convertida en dinero en un plazo y bajo condiciones de precio razonables, en comparación con el mercado en el cual se ubica. la evolución de los ciclos inmobiliarios en la economía peruana muestra que el riesgo de realización de un inmueble puede ser, en

determinados periodos, elevado, y que se podría requerir un alto grado de tolerancia de plazo o de reducción del valor esperado para, efectivamente, realizar una propiedad inmobiliaria. Tomando en consideración lo señalado en el párrafo precedente, el inversionista en las cuotas deberá evaluar el impacto que podría tener en la rentabilidad del fondo, y como consecuencia en el valor de sus cuotas, una posible demora en la realización de los bienes que integran el fondo.

Riesgo de inversión en el fondo

Los principales riesgos a los que un inversionista está expuesto al ser partícipe de un fondo de inversión con las características del presente fondo, son: (i) la eventual inadecuada ejecución de la política de inversión del fondo, cuya responsabilidad recae sobre el comité de inversiones y la SAFI; (ii) la falta de solvencia de los arrendatarios o tomadores temporales de los bienes raíces que conforman parte de las inversiones inmobiliarias del fondo, situación que perjudicaría el flujo de ingresos del fondo; (iii) el desalojo de los arrendatarios o tomadores o la recuperación de los bienes raíces para su recolocación en el mercado; (iv) la recolocación de los bienes raíces en el mercado de renta; (v) la posible falta de liquidez en las cuotas del fondo en el mercado secundario, y por lo tanto una eventual dificultad de poder realizar dichas cuotas a través de su transferencia, lo que se podría traducir en una disminución del precio de mercado de las cuotas; (iv) la posible falta de liquidez de las propias inversiones del fondo, lo cual podría suponer una limitación en la estrategia de salida de las inversiones del fondo, en caso esta sea instruida y (v) la pérdida de los beneficios e incentivos tributarios del fondo.

Riesgo en la valoración de las inversiones inmobiliarias del fondo

Las inversiones inmobiliarias del fondo serán valoradas de acuerdo con lo dispuesto para el efecto en el presente reglamento de participación. No obstante, lo anterior, por la naturaleza de las inversiones inmobiliarias, así como por su duración, los resultados de las valoraciones podrían diferir del valor real de dichas inversiones inmobiliarias. Ciertas decisiones del fondo incluido la decisión de realizar distribuciones anticipadas de recursos podría realizarse en función de estos resultados, eventualmente afectando los intereses de los partícipes.

En particular, debe anticiparse que, durante la vigencia del fondo, el valor de las cuotas de participación pueda estar incluso por debajo de su costo de inversión, como consecuencia del efecto contable de registrar los egresos de operaciones y gastos del fondo durante un periodo en el cual éste aún no genera ingresos.

Riesgo de crédito de arrendatarios o tomadores de los bienes raíces.

Puesto que el objeto de adquirir inversiones inmobiliarias es otorgarlos en arrendamiento, usufructo, cesión en uso u otras figuras legales similares a terceros, existe el riesgo de impago o demora en este de parte de los potenciales arrendatarios o tomadores. Si bien la SAFI y el comité de inversiones tomarán todas las previsiones para mitigar este riesgo, los factores macro o microeconómicos que afecten a los arrendatarios podrán repercutir en el pago de sus rentas al fondo perjudicando así su flujo de ingresos futuros y por tanto su rentabilidad.

Riesgo de terminación anticipada de contratos de arrendamiento y recolocación.

Los contratos de arrendamiento, usufructo, cesión en uso u otros similares relacionados a las inversiones inmobiliarias realizadas por el fondo pueden ser resueltos o terminados antes del fin de su plazo original lo cual generará al fondo la tarea de recolocar dichos espacios al menor tiempo posible para no perder rentabilidad y mantener los flujos de las inversiones inmobiliarias estables. Esta tarea podría ser dificultosa si es que a dicho momento existiese una alta vacancia, los precios de arrendamiento por m² ha disminuido, existen problemas macro o microeconómicos que afecten a ciertos sectores u otros que impidan su rápida recolocación o la mantención de los mismos flujos percibidos con anterioridad.

Mercado secundario de las cuotas del fondo.

Si bien las cuotas se encontrarán inscritas en la bolsa de valores de lima y se negociaran ante dicho mecanismo centralizado no se puede asegurar que se desarrolle un mercado secundario líquido y profundo para dichas cuotas. Ante un eventual escenario en el que los partícipes requieran vender o disponer de sus cuotas éstos podrían perder valor importante de las mismas en caso no exista un mercado desarrollado y líquido para ello. Ni la SAFI, ni el gestor externo ni ninguna de sus personas relacionadas, afiliadas o que forman parte de su grupo económico tienen la obligación de crear un mercado secundario para facilitar la venta en el mercado secundario o asegurar una venta a precios favorables.

El valor de las cuotas en la bolsa de valores de lima podría diferir del valor de las cuotas proporcionado por la SAFI producto de la valorización de su patrimonio neto. en ese sentido, el inversor debe tomar en consideración que la formación de precio de mercado de las cuotas en la bolsa de valores de lima depende de factores distintos a los de la valorización del fondo por lo que sus cuotas podrían diferir negativa o positivamente.

3. *¿Considera que el FIRBI ha tenido acogida entre los inversionistas y cuál considera que es su motivo?*

Es aun prematuro determinar la acogida del FIRBI entre inversionistas institucionales y personas naturales ya que son recientes los cambios en la legislación que permiten que las cuotas de participación de fondos de este tipo listen en bolsa y pueda observarse su liquidez en el mercado secundario. Asimismo, a la fecha los fondos FIRBI que ya se encuentren en etapa operativa y listados en bolsa son limitados.

4. *Entre el FIBRA y FIRBI ¿cuál considera más conveniente? ¿por qué?*

Depende del tipo de inversión que se quiera realizar, un Fondo de Inversión en bienes raíces, abre una gama de posibilidades ya sea para incorporar dentro de la política de inversión operaciones de landbanking, desarrollo de proyectos inmobiliarios para la venta y también desarrollo de proyectos para rentas. El fondo de inversión en renta de bienes inmuebles te limita al último y ello debido a que si bien ambos son fondos cerrados, el obtener los ingresos mensuales provenientes de rentas permite a las cuotas de participación ser más atractivas para inversionistas que buscan más liquidez dentro de su inversión y poder obtener retornos y transferir sus cuotas fácilmente.

5. *Entre el FIBRA y FIRBI ¿cuál resulta más costoso, y si cree que de eso depende su elección o rechazo de parte de los inversionistas?*

En mi experiencia, los costos en los que incurre el inversionista que piensa invertir tanto en un FIBRA como un FIRBI son similares, las Sociedades Administradoras de Fondos usualmente cobran una retribución fija que oscila entre el 1.00% y 1.5% del capital suscrito del Fondo y también se cobra una retribución variable cuando se supera un benchmark (lo determinan la SAFI y lo aprueban los partícipes en el Reglamento de Participacion del Fondo)

6. *¿Cuáles cree que son las ventajas del FIRBI?*

La ventaja principal del FIRBI es la posibilidad de que sus cuotas se puedan cotizar en bolsa y la tributación de un 5% en vez de ser considerado una renta empresarial.

7. *¿Cuáles cree que son las desventajas o limitaciones del FIRBI?*

Considero que una limitación del FIRBI podría ser que el mercado peruano aun no esté lo suficientemente desarrollado como para que pueda sostener proyectos de renta de bienes inmuebles en los que pueda invertir el Fondo, este tipo de Fondos para ser rentables necesitan levantar un monto considerable de capital, lo cual significa que al levantar el capital necesitan haber proyectos en el pipeline que requieran ese nivel de inversión.

8. ¿Qué tipo de impacto considera usted que ha tenido en el mercado de valores el FIRBI?
Es prematuro aun determinar el impacto que tendrán los FIRBIS en el mercado de valores peruano.

9. ¿Por qué cree que el límite mínimo de inversionistas es diez (10) no vinculados entre sí para constituir el FIRBI?

La intención del regulador ha sido la de precisamente otorgar el dinamismo en el mercado de valores y la entrada de personas naturales o family offices ofreciendo diferentes productos de inversión. La idea es establecer este límite para promover la liquidez de las cuotas al momento de hacer transferencia de las mismas en la BVL y así evitar concentración de grupos económicos como inversionistas de un solo fondo.

10. ¿Cuál considera que debe ser la estrategia para asegurar los flujos de renta en el FIRBI?

Eso dependerá mucho del equipo gestor que utilice el FIRBI y son quienes ejecutarán la política de inversión del Fondo. Asimismo, los fondos cuentan con un comité de inversiones los cuales aprobarán los proyectos presentados por el equipo gestor y esos proyectos que se someten a evaluación y aprobación deben contar con una estrategia clara y delimitar las contingencias respecto de cada proyecto.

11. ¿Cuánto es la rentabilidad esperada del FIRBI, o cuánto ha sido el promedio de rentabilidad del FIRBI desde su lanzamiento al mercado?

No podemos garantizar la rentabilidad del FIRBI y aún no hemos tenido la experiencia ya que recién hemos logrado la inscripción del Fondo en la SMV. Lo esperado es una rentabilidad del 11% a 12%.

12. ¿Considera que el FIRBI impulsa realmente las inversiones en Bienes Inmuebles y dinamiza el sector construcción/inmobiliario, conforme al objetivo de la norma?

Si, la posibilidad de atraer a inversionistas garantizándoles una rentabilidad constante proveniente de rentas en bienes inmuebles dinamiza al mercado y abre la posibilidad de desarrollar proyectos innovadores que hoy se pueden observar en ciudades como México y otras ciudades con una densidad urbana mayor.

13. ¿Considera que se debe realizar algún cambio en la normativa de FIRBI?

Atendiendo a la realidad peruana y al número limitado de actores en el mercado de valores, yo reconsideraría la limitación del número de partícipes y las vinculadas que pueden ser partícipes de un fondo FIRBI.

14. ¿Cómo minimizan el riesgo de pérdida de condición del FIRBI?

Estos riesgos se mitigan mediante los límites establecidos en el Reglamento de Participación del Fondo, uno de los requisitos para mantener la condición de FIRBI es tener al menos el 70% invertido en activos propios de su objeto e inversión. En ese sentido, la Sociedad Administradora junto con el Gestor Externo del Fondo deberán cumplir con ello a fin de no perder la condición de FIRBI. Resulta claro que durante la etapa de conformación del portafolio del FIRBI luego de su colocación primaria, no se podrá cumplir a cabalidad con este límite razón por la cual en el reglamento de participación del Fondo se otorga un waiver o excepción que permitirá estar por debajo de este límite mientras se conforma el portafolio del fondo y a su vez la norma señala que el Fondo tiene 12 meses para conformar su portafolio y cumplir con esta exigencia. Por otro lado, el Reglamento de participación también obliga a la SAFI y gestor externo a distribuir el 95% de sus utilidades. Todos los requerimientos se encuentran regulados en el Reglamento de Participación del Fondo y son exigencias normativas a los cuales el gestor externo y la SAFI se obligan a cumplir.

15. ¿Conoce usted sobre algún de pérdida de condición del FIRBI? ¿A qué se debió o cuál fue la condición incumplida?

No tengo conocimiento de algún caso de pérdida de condición.

16. *¿Qué tipo de activos considera como inversión más riesgosa para un FIRBI?*

Los mayores riesgos se encuentran los problemas o contingencias que pueda tener el socio del Fondo en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, es por ello que se hace una evaluación exhaustiva de los socios con los que el Fondo se asociara para el proyecto y un due dilligence adecuado de los bienes inmuebles que serán adquiridos.

17. *¿Tiene conocimiento si los FIRBIS actuales han tenido inconvenientes registrales, por la característica de patrimonio autónomo, en cuanto a las inscripciones de los inmuebles aportados al Fondo?*

Tanto en FIBRAS como FIRBIS el mayor inconveniente registral es el tema de representación. Los fondos son patrimonios autónomos que carecen de personalidad jurídica y por ende es la SAFI quien actúa en representación de los mismos. En la adquisición de bienes inmuebles a nombre del Fondo quienes suscriben los documentos legales para la inscripción son los representantes de la SAFI quien a su vez representa al Fondo, esto usualmente genera observaciones por parte del registrador pero las mismas son fácilmente superadas una vez que se le explica la operativa de fondos de inversión y que las facultades de representación no solo se limitan a la sociedad en si sino que se extienden también a los fondos administrados.

18. *Considera usted que ¿en Perú debe exonerarse del impuesto a la renta a aseguradoras de fondos de pensiones y a las personas naturales extranjeras (o no domiciliados) que inviertan en los FIRBIS?*

Si, los fondos de pensiones actualmente se encuentran exonerados y esta exoneración les permite aprovechar oportunidades de inversión como los FIRBIS que finalmente, repercuten en beneficio de todos los peruanos que mantenemos nuestros aportes en estos fondos de pensiones que a su vez invierten en fondos de este tipo.

ANEXO 17: ENTREVISTA A EXPERTOS EN EL SECTOR INMOBILIARIO

FERNANDO TORRES TASSO

GERENTE GENERAL DE CORPORACIÓN TASSO & ANTEPARRA

1. *¿Considera que ahora hay una burbuja inmobiliaria?*

No. Considero que nunca hubo una burbuja inmobiliaria y lo sustento con algunas cosas: económicamente el Perú ha crecido, en el año 2000 ó 1999, el Perú exportaba al mundo 7.000 millones de dólares anuales que era poco; en el año 2011-2012, el Perú ya exportaba casi 49.000 millones de dólares, había un crecimiento en la economía, habíamos pasado a exportar 7 veces más, estábamos exportando más, eso trajo riqueza. Otra cosa, el Perú tiene una inflación en los últimos años desde el 2000 a la fecha en promedio de 2.5 a 2.8, eso a un país le da estabilidad. El Perú tiene reservas internacionales en los últimos años que nos permitirían vivir así 8 meses o un año sin exportar nada, eso da estabilidad. Por otro lado, tenemos un sistema financiero sólido, en el Perú no nos podría ocurrir lo que ocurrió en EEUU, en el año 2008 ó 2009, porque le prestaban dinero a gente que no trabajaba, aquí hay más control. Lo que sí hubo fue que en el Perú se equipararon los precios con los del mercado inmobiliario internacional; es decir, en Santiago, en el año 2000 el mt² costaba US\$ 2000 y en Lima US\$ 500 mt², cuando hubo el crecimiento la gente tuvo más disponibilidad, la clase media del Perú que es la que hoy ha crecido sustancialmente, se ha reducido la pobreza y la pirámide que antes era bien marcada ahora es así, entonces, la clase media se ha fortalecido, que es lo importante de un País.

2. *¿Qué tipo de vivienda/inmueble cree usted que tiene mayor demanda?*

En la actualidad, yo tendría que decirte que la vivienda familiar/residencial, porque se calcula que todavía hay una demanda insatisfecha. Se calcula que hay 500.000 personas que quieren comprar vivienda y el problema está en que todavía no tienen los recursos para hacerlo.

3. *¿Consideraría como una alternativa para dinamizar el sector construcción/inmobiliario, uniformizar los criterios municipales para poder habilitar el tema de los procesos?*

En el Perú no existe una política de tierras, el Estado no contribuye con tierras. Entonces, al no haber muchas tierras que te den altura para construir esto ha hecho que se encarezca la tierra, al encarecerse la tierra entonces el constructor hace departamentos de menor medida. Es importante uniformizar parámetros, zonificación, costos, plazos, TUPAs. Las trabas Municipales generan desincentivos al desarrollo inmobiliario. El país ha crecido desordenadamente por falta de regulación. Adicionalmente, algo que me parece correcto, es que para construir se requiere de una pre aprobación de la empresa de distribución eléctrica de la zona y de la empresa de agua y saneamiento, para ver la capacidad de agua y de luz. Otra cuestión, resulta el parámetro municipal, al no haber altura para construir, los constructores buscan terrenos donde los haya y no siempre generan las rentas adecuadas porque se les pone un precio que ya no calza.

4. *¿Ha escuchado o conoce sobre FIBRA y FIRBI?*

Sí conozco sobre el FIBRA, pero no sobre el FIRBI.

5. *Y de lo que sabe y ha podido conocer de FIRBI, ¿Cuál cree que podría ser más rentable, más eficaz?*

FIBRA es un fideicomiso que te permite arrendar bienes raíces que viene funcionando bien. Está pasando por un momento complicado, pero creo que ha ido dirigido principalmente a arrendamiento de oficinas. El conocimiento que tengo respecto del FIBRA es desde un punto de vista operativo. Normalmente, me encargo de buscarles inmuebles para que ellos compren,

inviertan y luego arrienden. Mi opinión podría ser muy sesgada en ese punto de vista. El FIBRA funciona, tengo entendido que han recuperado la inversión o cumplido sus propósitos. Sin perjuicio de ello, en cuanto al FIRBI, puede que haya un problema de mentalidad de parte del desarrollador peruano que es muy cortoplacista, por lo que quiere construir, vender rápido y empezar otro proyecto. Considero que hay muy pocos empresarios que tienen una visión de largo plazo. No obstante, el negocio inmobiliario es un negocio de plazos medianos y largos, si yo programo vender este edificio en tres años y hago mis cálculos para tres años tengo que venderlo, construirlo y venderlo en el plazo, porque si me paso un mes, se está perdiendo dinero y es una regla básica que eso no ocurra. Ahora bien, en el caso el inmueble se destine al alquiler, el tema es más complejo porque, actualmente, tenemos una sobreoferta de oficinas, pero hoy llegamos a cobrar 25 por mt² y hay oficinas que cobran 11 o 13 dólares el mt², y son oficinas premium, las cuales están calificadas en A+. Invertir en ese fondo, ahora no será muy atractivo, salvo que haya un mix con viviendas y locales comerciales. Lo que sí considero es que hay demanda de locales comerciales y almacenes; también en proyectos de locales industriales, almacenes. Conozco empresas que han comprado terrenos y han construido almacenes para sus negocios y también para arrendar. Una buena oportunidad, sería construir en Lima un parque industrial como lo hay en otras ciudades.

6. *Hace algunos años, en un artículo, se consideró que había mayor demanda de viviendas en Provincias ¿Se sigue creyendo eso o ha cambiado? ¿Cuál es más atractivo, invertir en Provincia o en Lima?*

Lima es más atractivo porque tiene 10 millones habitantes, un tercio de la población del país, pero, por ejemplo, en Piura, se están desarrollando proyectos inmobiliarios grandes. Chiclayo, Arequipa, Trujillo, Huancayo y Cusco son plazas interesantes. Sin embargo, creo que en este momento habría que ser muy selectivo con las ciudades de provincia, pero en algún momento se va a retomar el crecimiento. Hay otras ciudades que falta explotar, como Moquegua e Ica que son buenas plazas. Otro problema que hay provincia, actualmente, es la morosidad y la informalidad que hay en provincia y eso genera incentivos en los desarrolladores.

7. *¿Podemos llegar a la conclusión que no es solamente emitir una norma para dinamizar las inversiones en un sector determinado que en la práctica -por la situación del país- podrían dirigirse a empresas que colocan los bienes dentro del fondo para después alquilarlos o deducir impuestos, sino que deberían verse este tipo de fondos como un marco para diversos proyectos?*

Claro, no creo que sea un problema de normas, se podrían llegar a desarrollar proyectos inmobiliarios interesantes, pero no están muy difundidos los alcances del FIRBI.

8. *¿Cree que es más efectivo invertir en inmuebles que en otros instrumentos financieros o tener el dinero en el banco?*

Yo creo que siempre es más atractivo invertir en inmuebles. Los inmuebles, sobre todo terrenos no se deprecian. Siempre comprar inmuebles es ventajoso, solo hay que ser paciente porque la economía es cíclica, porque hoy está arriba y mañana abajo, pero cuando esté arriba es momento de vender, cuando esté abajo comprarás a bajos precios. Otro factor es tener visión del lugar en dónde comprar el inmueble. El inmueble puede demorar en venderse, pero es negocio, siempre comprar tierra, comprar inmueble va a ser un negocio. Las personas compran tierras lejos de la ciudad, ¿para qué? Ellos saben que en algún momento llegará la gente a vivir por ahí y su inversión rendirá los frutos esperados. Muchas empresas con propiedades usan sus locales para el desarrollo de los negocios. Sin embargo, otros grupos económicos, tienden a no comprar nada y alquilan todo. Todo depende de la política. Yo sí compraría, si hoy yo tendría liquidez que me esté sobrando la invertiría en propiedades porque en algún momento va a subir, sobre todo tierra.

9. *¿Considera que este tipo de fondo de inversión genera interés de parte del sector inmobiliario y construcción?*

La idea es desarrollar un producto que sepa que lo voy a alquilar pronto. Antes los constructores dejaban las oficinas en gris, ahora hay las terminan y amueblan para darle valor agregado y generar que se arriende rápido, a fin de recuperar la inversión. Sin embargo, eso te va a encarecer el producto, si antes alquilarlo vacío te costaba 12 dólares el mt², ahora implementarlo y amoblarlo vas a tener que alquilarlo en 15 o 16 dólares, ¿eso te va a afectar en el mercado? Porque ya la gente no quiere demorarse dos meses en implementar una oficina y menos en comprar algo que te va a implicar mayor desembolso.

10. ¿Y sobre el tiempo promedio de recuperación?

Considero que el tiempo de recuperación de una vivienda dada en arrendamiento está entre 13 y 14 años, pero todo depende del distrito. Existen otros distritos que te proyectan mayores plazos de recuperación.

ANEXO 18: ENTREVISTA A EXPERTOS EN MATERIA TRIBUTARIA

MOISÉS ARATA

SOCIO DEL ESTUDIO DE LA FLOR, GARCÍA MONTUFAR ARATA & ASOCIADOS ABOGADOS

1. *¿Considera que actualmente en el Perú hay una burbuja inmobiliaria?*

No, porque de alguna manera los precios de suelo se han detenido. Al contrario lo que hay es una especie de procesión inmobiliaria.

2. *¿Qué mecanismos creería usted que ayudarían a fomentar el sector inmobiliario y fomentar el crecimiento económico?*

Fuera de los incentivos tributarios, se necesita una política urbanística orientada a definir qué tipo de ciudad queremos tener una ciudad horizontal que siga creciendo o ciudades verticales. Si las normas de zonificación ayudan y se pone orden para evitar, por ejemplo, las invasiones, vamos a tener posibles compradores de proyectos inmobiliarios y vamos a cambiar la mentalidad de las personas.

3. *¿Desde su experiencia qué tipo de inmueble considera que tiene mayor demanda para renta, arrendamiento?*

El tema es especulativo. Compras tierra para tenerla cuatro años y después venderla a un precio distinto. No tanto comprar tierra para hacer un proyecto. Ahora ha fallado el cálculo que se hizo en el 2013, por ejemplo, y el valor de la tierra no ha subido mucho. Los que han ganado mucho en estos momentos son los que hacen proyectos como tierra para almacenes, que les genera un flujo de ingresos. Los que compraron tierra para almacenes necesitan poca inversión y el arrendamiento genera grandes ingresos.

4. *¿Desde su experiencia usted cree que un desarrollador inmobiliario, preferiría captar recursos de un fondo de inversión o un crédito bancario?*

Cada día se ve la combinación de los dos, el promotor inmobiliario combina el apalancamiento a través de los créditos bancarios y de los fondos de inversión (inversionista del proyecto).

5. *¿Considera que la inversión en inmuebles respecto a otros instrumentos como valores, es más rentable?*

No necesariamente, pero más seguro, menos voluble. Todo aquél que compró un inmueble en los últimos 4 años por lo menos ha mantenido el valor adquisitivo de su dinero. No ha perdido. Lo que se ha estacionado es el crecimiento continuo, pero no se ha perdido. El que vendía a 1500 dólares el metro cuadrado no venden a 1100 dólares, ese escenario no ha pasado.

6. *¿Considera que la informalidad en la propiedad en el Perú es una desventaja o una limitación para el sector inmobiliario?*

Claro que es una desventaja es precisamente, la razón por la que las personas se encuentran en un escenario en donde: si tengo que escoger entre endeudarme con el banco a una cantidad de años o tomar una invasión y construir poquito a poquito, sin intereses. El que toma esa decisión (invasión) lo hace a su vez porque muchas veces no califica para un crédito, tiene un trabajo informal y no califica para ser cliente de un banco. El tema de la vivienda social debe promoverse más y eso solo se logra cambiando la zonificación para que se pueda construirse verticalmente. Creo que el estado no está cuidando el flanco del urbanismo a cargo de las Municipalidades. La ciudad no está dispuesta a una reurbanización.

7. *¿Considera que los trámites municipales (licencia de construcción de obra, conformidad de obra, zonificación) son una carga al desarrollo del sector construcción? ¿Cómo cree que podría mejorar?*

Definitivamente, uno de los problemas más serios que tenemos es la diversidad de normas en aprobadas por las municipalidades que manejan parámetros disímiles. Además, hay algunas Municipalidades que son más estrictas que otras. Se necesita crear una especie de burocracia urbanística que pueda compartir conocimientos de expertos. Los gerentes de desarrollo urbano deberían haber pasado por estándares calificados, una instancia superior en temas urbanísticos, tenemos una comisión técnica provincial pero quizá haya otra manera de organizar una segunda instancia más profesional.

8. *¿Cómo ve la expectativa de inversiones inmobiliarias a nivel nacional?*

De momento, no se está viendo mucho. Comparativamente con el periodo del 2008 al 2013 y parte de 2014, tuvo un franco crecimiento. En Lima y provincia se sigue moviendo el lote de vivienda, de habilitación, tierra y casa propia.

9. *¿Considera que es una ventaja del FIRBI el aplazamiento del pago del alcabala?*

El alcabala le puede dar liquidez al Fondo, quien será responsable del pago de dicho impuesto al vencimiento del diferimiento. Cuando uno habla de precios bastante altos, sigue siendo significativo el costo del alcabala para cualquier proyecto inmobiliario, dado que es un 3% más del precio del inmueble.

10. *¿Estos FIRBI o fondos de inversión, ponen como mínimo al menos 4 años para transferirlo después de comprar el inmueble, ¿por qué?*

Es que han pensado en garantizarle al bonista, que va a poner su dinero en el fondo, como un ahorro a plazo fijo. No lo veo compatible con los plazos de proyectos. En el caso peruano la norma dice que puedes invertir en inmuebles que se encuentren dentro del territorio. En el caso de México, al parecer sí ha sido un éxito, pero habría que indagar a detalle qué producto final están colocando e identificar el activo. Entonces podría pensarse que, si se enfoca quizás en el rubro de Centros Comerciales o de hoteles, tal vez haya todavía mucho por hacer. Hace falta ese tipo de inversión en provincia, donde puede haber una oportunidad. En vivienda no veo cómo se compatibiliza, en cambio en comercio, turismo y otras cosas, sí.

ROBERTO POLO CHIROQUE

GERENTE SENIOR TAX&LEGAL - PRICE WATER Housse COOPER

1. *¿Quisiéramos saber cómo es tu experiencia con los fondos de inversión?*

A ver, yo acá en la oficina he tenido la oportunidad de trabajar asesorando a sociedades administradoras de fondos de inversión, a varias incluidas algunas que administraban fondos de inversión inmobiliaria bajo el régimen especial de los FIRBIS y creo que es una industria que está en crecimiento no solamente la inmobiliaria ahora sino también encontramos mucho interés por ejemplo en fondos para operaciones de Factoring. Está muy de moda ahorita, está moviéndose mucho el sector por ese lado, pero digamos si estoy familiarizado con los fondos de inversión desde el punto de vista de la sociedad administradora, no como inversionista ya quisiera yo tener plata para invertir en un fondo de inversión, pero por lo menos por la administradora.

2. *¿Y desde lo que ha podido ver desde el lado de las SAFIS, cree que es conveniente para un inversionista invertir en bienes inmuebles o de repente puede ser más beneficioso invertir en esto o de repente buscar otro crédito bancario?*

Ósea es un instrumento, yo creo que es sumamente atractivo para un inversionista que tiene capital ¿Por qué? Porque tú tienes diversas aristas que analizar en una inversión, una de ellas es el retorno, otra de ellas es la diversificación y otra es la plusvalía que se genera por la tenencia del valor, ya en el caso de un FIRBI yo creo que tienes todas o potencialmente puedes tener todas, porque tienes un título que te va a rentar en función a alquileres y de por sí esa rentabilidad es mayor que la de un interés bancario o incluso un fondo mutuo, entonces tienes ahí un flujo que digamos es un poquito más alto. En teoría debería ser así. Luego, dentro del mismo FIRBI puede digamos diversificarse la inversión en oficinas, viviendas, hotel, centro comercial, parque industrial, entonces hay una diversificación por sectores y tercero al ser titular de este certificado de participación no solamente puedes obtener una ganancia producto de lo que te distribuyen sino también del valor que tiene ese título que en el mercado puede apreciarse, por lo tanto no es lo mismo invertir al inicio cuando tienes uno o dos proyectos que luego ya cuando hay muchos proyectos alrededor del mismo fondo no es cierto? Y tu título vale mucho más, puedes también venderlo y si no me equivoco tenemos vigente un servicio a la venta de certificados a través de la bolsa, que estaría exonerada esa ganancia no.

3. *¿Cuál cree que de los tipos de fondo de inversión tenga mayor demanda aquí en el Perú?*

El tema es que los fondos de inversión no son digamos, a diferencia de los fondos mutuos, no son instrumentos o vehículos masivos, son para un número más reducido de personas y digamos estadísticamente el principal público han sido los inversionistas institucionales llámese AFPs y empresas de seguros, recién si no me equivoco con el fondo inmobiliario FIRBI, de SURA, es que se ha abierto un mercado también para que entren muchas personas naturales a adquirir este vehículo no, yo creo que este FIRBI sería un instrumento interesante para las personas naturales por los beneficios tributarios que se le han dado.

4. *¿Le parece que la constitución de FIRBIS sería un gran impulso para el sector de construcción inmobiliaria?*

Creo que digamos, va atado, creo que sí podría ser una... ¿El tema es que qué es primero? El desarrollo inmobiliario y después el desarrollo de los FIRBIS o primero el desarrollo de los FIRBIS y después el desarrollo inmobiliario. Creo que van de la mano, no es que la construcción impuso los FIRBIS o los FIRBIS impusieron la construcción. Creo que conversan, van de la mano pero si naturalmente tendría que ser un incentivo para el desarrollo de más entidades inmobiliarias y como hemos conversado hace unos minutos no solamente de oficinas y viviendas para el desarrollo de más entidades inmobiliarias sino para otras cosas más.

5. *¿Ve algún riesgo con los activos inmobiliarios como inversión?*

Pero es el riesgo que tiene cualquier inversionista, o sea no es un riesgo particular del fondo de inversiones, es un riesgo de la actividad inmobiliaria en general, ósea no hay un riesgo particular, no identifico yo un riesgo particular.

6. ***¿Consideras que el FIRBI ha tenido acogida entre los inversionistas?***

Como digo ya quisiera yo tener la suerte de tener capital para invertir en FIRBIS, lo que me han comentado es que en efecto tu sabes que tenemos sólo dos FIRBIS en nuestro medio. Uno si no me equivoco es del Grupo enfoca, no enfoca no, miento, el grupo DIVISO y el otro es de SURA, hasta donde yo tengo entendido por lo menos el de SURA si tiene demanda de persona natural, tan es así que iban a realizar una segunda llamada de capital para que más gente invierta

7. ***¿Y cómo ve la diferencia entre el FIBRA y el FIRBI? ¿Cuál cree que podría ser más rentable o menos riesgoso?***

Creo que los han querido hacer hermanos, y digamos la diferencia ya no viene tanto por un tema si, la regulación de un fideicomiso, es que hasta por la SMV están regulados por la misma norma, entonces llegamos al punto de que tan oneroso es tener un fondo, que tan oneroso es tener un fideicomiso de Titulización de repente por ahí podría haber alguna diferencia que afecte la rentabilidad, pero en el manejo de financiamiento yo te diría que no debería haber grandes diferencias. Tributariamente han tratado de equipararlos también, entonces no debería haber por regulación algo que me incline a mí a invertir en un fideicomiso o en un fondo, no debería ser esa la consecuencia, como te digo no tenemos todavía hoy en día un FIBRA en el país entonces ex post, todavía no podemos decir si funcionó igual o generó algún costo adicional no, porque todavía no hay ninguno en funcionamiento como para comparar, sé que hay proyectos que están dando vuelta ya, algunos más aterrizados que otros pero formalmente todavía no tenemos ningún FIBRA.

8. ***Sí, porque nos entrevistamos con alguien que tiene muchos años en el sector inmobiliario y no conocía lo que eran los FIRBIS más sí los FIBRA. Los FIBRA si había escuchado porque también lo habían ayudado a colocar inmuebles y todo eso.***

Claro lo que pasa es que hoy en día hay algunos fondos inmobiliarios que se han denominados FIBRAS, ojo, fondos, no fideicomisos que coloquialmente se les ha denominado FIBRAS, entonces la gente si ha escuchado del FIBRA y además porque viene de MÉXICO y en México se les conoce como FIBRAS. Y en México no tienen la FIBRA en el fondo de inversión tiene la FIBRA del fideicomiso porque viene del ángulo que es el REIT y el trust, el fideicomiso en México se le conoce también como FIBRAS ya que en el Perú algunos fondos tomaron la denominación de FIBRAS entonces por eso puede haber sonado más el de una FIBRA no necesariamente referido a los fondos de inversión que regulatoriamente...

9. ***¿Consideras que existe una mala o una incompleta regulación de los FIRBIS?***

Creo que se podría mejorar, en el aspecto tributario creo yo que todavía hay algunas mejoras que están pendientes, nosotros tenemos la oportunidad de hacérselas llegar al MEF, no hemos visto que todavía, hay una reglamentación que ya salió que soluciona algunos temas principalmente vinculados valga la redundancia con el tema de la vinculación porque de una lectura más o menos rápida de la norma uno podría entender que el hecho de que un inversionista se considere vinculado con la administradora podía ser que todo el vehículo pierda el beneficio y eso se ve claramente en la norma, fuimos con ese mensaje y afortunadamente se entendió porque en el reglamento ya quedó claro que si algún inversionista cae en estas causales de pérdida solamente se va a afectar su inversión y no a todo el fondo, correcto, pero hay otras cosas por ejemplo ya no para la rentabilidad del 5% sino para cuando nace la obligación de pagar el impuesto a la renta por el aporte del activo porque tenemos una regla de diferimiento para los FIRBIS y para los FIBRAS y la regla más o menos te dice que la obligación nace cuando transfieres la propiedad de inmueble o cuando se enajene cualquiera de los certificados entonces ahí el punto que nosotros cuestionamos es como debo interpretar la norma porque te dice transferencia de propiedad y la propiedad es una sola entonces tendrías que transferir tu

todo el inmueble para que se genere la obligación, qué pasa si transfieres el 50% del inmueble, nace una obligación parcial o no todavía no nace, literalmente no habría nacido porque no transfirió la propiedad que es una sola, del otro lado si transfieres un certificado que tal si te dieron 10, no transfieres todo, debería nacer por un porcentaje, la norma te dice cuando transfieras cualquiera de los certificados entonces te podría llegar la interpretación literal a situaciones inequitativas para uno u otro lado, entonces ese tema me parece que es importante porque si bien en claro, el público objetivo no es el que aporta y en verdad ese beneficio o diferimiento del aporte por ningún lado estuvo en las discusiones previas, sólo apareció en la norma, lo que siempre se solicitaba era, oye dale un beneficio a los que invierten, a las personas naturales que quieren una nueva alternativa de inversión entonces me parece que si desde el punto de vista tributario hay unas cosas que hay que seguir puliendo.

10. Y de ahí estaría un poco vacío porque te dicen cuando transfieras el certificado de participación que corresponde ese inmueble, pero como dices tu no, que pasaría si en realidad transfiero 1 o 2 o transfiero todos, entonces de una manera u otra creo que obligas a la persona a no transferir por partes tu certificado, a transferirlo en bloque y es diferente negociar un precio en base a una obligación que en base a una facultad

Claro totalmente

11. Justo que hablabas del diferimiento de los pagos cuando aportas, el FIRBI te dice que yo puedo aportarlo y a su vez después de 4 años puedo transferirlo, entonces ahí el tema el impuesto a la renta que se genera cómo una obligación y que está diferido para el final y yo al adquirirlo al que se hace la transferencia retorne a mi se genera una alcabala, ¿cómo hacemos con el pago ahí? ¿Igual tengo que pagar renta que me tocó al final y en ese momento pagar la alcabala?

Claro, date cuenta cómo funciona, en realidad la transferencia del inmueble dentro del fondo genera dos obligaciones, primero la que diferiste desde el momento 1 al aportar y segundo la renta ya porque si bien te han diferido el pago del impuesto del aporte inicial, ese activo ya está en el patrimonio del fondo, entonces si el fondo transfiriere nuevamente es otra venta, entonces vas a tener la renta y el alcabala del aporte inicial y la renta y el alcabala de la transferencia que se hace al nivel del fondo, entonces, para esta segunda no tienes ningún tratamiento especial y solamente vendiste y tienes que atribuir la ganancia que te hace participe y el alcabala lo pagara como corresponde el adquirente

12. ¿Entonces sería esto como una forma de compensar ahí esos impuestos? O es que cuando retorne el inmueble tienes que pagar igual, y del otro lado quien tocaría, porque tu vuelves a ser el comprador

Claro, pero no, digamos, no cobra la figura de una compensación o consolidación porque son dos transferencias distintas en dos momentos distintos, son dos sujetos distintos, no podría operar una consolidación ahí de doble acreedor creo yo

13. Y ahí quien paga la alcabala si te vuelve a transferir el fondo, el fondo tendría que pagar el alcabala?

No, el fondo calcula, determina y retiene

14. Ósea, pero te retiene el valor de la renta que supuestamente se genera en esa operación

Exacto, a nivel participe

15. ¿qué tipo de impacto consideras que ha tenido el FIRBI en el mercado capital?

Todavía ninguno, porque tenemos como te digo poquitos, en teoría debería llegar a impulsar, por lo que te comentaba inicialmente, es un título súper potente que te permite diversificar y tener dos tipos de rentabilidad, la del alquiler, la de renta pasiva y la de la plusvalía que se puede generar con los movimientos del título, entonces claro, cuando nosotros conversábamos esto con nuestros amigos de México, ellos consideran, para ellos es un instrumento no de renta fija

sino de renta variable se comporta como una acción, ellos quieren ver que se comporte como una acción, entonces a la medida que tengamos más FIRBIS o FIBRAS, esto redundaría en mayores títulos que esto es lo que quisieron, finalmente si te das cuenta en la norma que promueve esto hay una ley de promoción de capital. Todavía no se ha dado, pero digamos, es eso es a lo que apuntaría

16. *Y que crees que ha sucedido, por que ha tenido tanta acogida en México y en Chile incluso porque veo que hasta centros comerciales construyen bajo esa figura y en Perú a pesar de que la norma ya tiene varios años atrás y que se ha ido puliendo todavía no terminar de despegar*

Mira, creo que, si bien en Chile y en México es, ya son desarrollados en ese tema, los que nos comentaban en México, no fue tan rápido, el primer FIRBIS O FIBRA, demoro su tiempo, sus 5 o 6 años en madurar las ideas y recién ahora creo que estamos en 12 FIBRAS en México pero digamos, no fue inmediato por el volumen que transan, es bien relevante, el tema es que no fue de la noche a la mañana, o sea tomo su tiempo, yo no sé si este año salga uno más acá, pero me imagino en la medida como hay en el mercado general, ahorita sabemos que el mercado está medio parado, no es una industria que venga caminando sola, tiene que ir de la mano con todo el entorno

17. *¿Has conocido un caso de pérdida de condición de FIRBI?*

No

18. *¿Cómo crees que podrías minimizar el riesgo de perder la condición?*

Bueno hay que tener un Compliance bien riguroso porque ya la SMV sacó la regulación de como calcular la participaciones para los inversionistas y también a nivel MEF establecieron las consecuencias y como subsanarlas, porque te piden por ejemplo que el 70% de tu patrimonio este invertido en bienes inmuebles y tienes un periodo de gracia inicial que debes cuidarte de no excederte, si te excedes tienes que reiterar rápidamente porque digamos puedes perder, diría que de todas maneras tendría que haber una organización una SAFI que se encargue de eso, un área legal que este de la mano con el área financiera viendo rigurosamente que todos los ratios se cumplan, algunos requisitos que afectan a algunos inversionistas pero hay otros que van de la mano al patrimonio que van a hacer que se pierdan para todos si tiene que haber alguien legal financiero revisando permanentemente esta situación

19. *¿Tienes conocimiento si ha habido algún problema o inconvenientes registrales al momento de la inscripción de los FIRBIS?*

No tengo conocimiento.

20. *¿Consideras que en el Perú debe exonerarse el impuesto a la renta a aseguradoras de fondo de pensiones y a personas naturales extranjeras o no domiciliadas que inviertan aquí en los FIRBIS?*

¿Fondos de pensiones extranjeras te refieres o fondos de pensiones locales?

No, locales

Creo que las aseguradoras tienen su propio régimen exoneratorio ya en función de que estas inversiones respalden sus reservas ya tienen una inafectación o sea no necesitarían una adicional creo yo. Ahora en las personas naturales no domiciliadas yo creo que no podríamos establecer un beneficio solamente para las personas no domiciliadas. Yo creo que si vas a establecer un beneficio tiene que ser general, maso menos como el que tenemos hoy día que el que tenemos aplica tanto para las nacionales como extranjeras, parecería un tanto discriminatorio hacer exoneración solamente para no domiciliadas.

21. *En México también se hacía el tema de exoneración, tu crees que sería bueno también exonerar a las personas domiciliadas y las AFP nacionales y extranjeras, porque esas son las inversionistas institucionales más grandes y México ha crecido porque recibe AFP de otros países, entonces es por eso también que sus FIBRAS han salido adelante. ¿Esto se podría aplicar aquí?*

Claro, es un tema que está en discusión porque hace no mucho lo que anunciaron a nivel del MEF fue la intención de establecer mesas naciendo primero con la región del Mila para tratar de manera homogénea a todos los inversionistas institucionales tipo AFP de ese sector. Yo creo que podríamos empezar viendo así, por contrato recíproco, por ejemplo, un AFP peruana invierte en Chile, México, Colombia y le dan un tratamiento de excepción exoneratorio, Perú por reciprocidad también debería hacer algo parecido. Lo cierto es que no son pocos los países que a una administradora de fondos de pensiones local o extranjera las inafectan de todo tributo, o sea también es un tema que no es digamos novedoso, no es raro encontrarte con un país que un fondo de pensiones lo inafecte.

22. *¿Tributariamente que resultaría más beneficioso para el inversionista, aportar bienes inmuebles al FIRBI o portar valores dinerarios?*

Depende que tenga en su patrimonio. Yo creo que es una muy buena opción aportar inmuebles a un FIRBI, ahora tienes que ponerte a pensar una cosa, el FIRBI, no quiere cualquier inmueble, el FIRBI, quiere inmuebles estratégicos, entonces es poco probable que una persona natural tenga los inmuebles que quiera un FIRBI, para esto del negocio, porque no es tan fácil como decir “Yo tengo un terreno y ya voy a hacer un FIRBI,”, tiene que ser estratégico.

23. *Si me pongo a pensar si yo tengo un inmueble que sería más beneficioso, que saldría menos de mi bolsillo, ¿el dinero o el inmueble? Y yo me he colocado en el caso en el que aportó mi inmueble al FIRBI, y eso tiene una tasación de valor de mercado, pero aparte de eso resulta que yo si bien es cierto no voy a pagar hoy el impuesto a la renta, lo voy a pagar más adelante pero también es al final dinero que debo sumar en el flujo de salida para el FIRBI, al igual que el alcabala, sin embargo el FIRBI, solamente me va a contar el valor de mercado y voy a recibir las participaciones por ese valor de mercado. Entonces al final yo como inversionista pensaría que está saliendo más dinero de mi bolsillo porque voy a tener que pagar la renta, el alcabala por certificado de participación que al final solo van a reflejar el valor de mercado del inmueble, a diferencia que, si yo aportó el mismo dinero solamente como dinero, no me genera ningún tributo aparte.*

Lo que pasa es que, es válida tu reflexión, pero date cuenta de que el certificado que tu recibes no va a valer lo que vale hoy día que recibas el inmueble hasta la fecha que tus vendas el certificado, ese certificado va a crecer en valor, entonces el flujo que tu recibas por tu certificado seguramente va a ser mayor que el valor de mercado del inmueble del día 1.

Lo mismo va a pasar con el dinero

Si sin duda, vas a recibir certificado, tu entregas el inmueble y en ese momento generas una operación grabada con el impuesto, sólo que todavía no estás en la condición de pagar, entonces ahí no te has desprendido de efectivo y cuál es la regla de todo efectivo, ese dinero ya estas ganando con el hecho de no haberlo dado al fondo porque ese dinero que tu ibas a meterlo al fondo lo has destinado a cubrir otra necesidad o a otra inversión, entonces en esa ecuación está faltando esa rentabilidad que no esta medida, el costo de oportunidad si quieres del dinero que no invertiste seria ese impuesto a la renta porque igualito tu certificado va a crecer en valor sólo que en un caso te ahorras ese impuesto a la renta y ese alcabala del día hasta el final versus el que haces con ese dinero en el momento que dejar de aportar.

24. *Te genera rentabilidad aparte que si yo lo que tengo es únicamente el inmueble ahí no hay razón de ser de pensar en una segunda opción porque no me voy a generar un crédito para poder aportar ese dinero al fondo.*

Claro, pero fijate de la siguiente manera, si yo lo vendiera a un tercero hoy tendría que pagar el impuesto automáticamente, este me sale la ventaja de patear el impuesto un tiempo, recibir fondos y ahí yo tendría que hacer mi finanza y provisionar de esos fondos que recibo

25. *¿Qué opinas sobre la exoneración de IGV a los fondos de inversión?*

¿La última que salió? Me parece que, si bien no tiene que ver con el tema de FIRBI, lo que hace digamos es, nivelar la cancha para todos porque ese un beneficio que estaba para los fidecomisos de titulación, entonces siendo hoy día el fondo que tributariamente tiene el mismo tratamiento, no resultaba muy consistente que sea un beneficio a los fidecomisos y no a los fondos de inversión que adquiere en cartera bancaria, entonces lo que me parece que han hecho es poner la cancha plana para todos.

26. *¿Cómo crees que puede masificarse las constituciones de FIRBIS para desarrollar el sector construcción?*

Yo creo, ósea no es que necesitemos una medida para desarrollarlo, creo que ya las condiciones están, lo que creo que naturalmente tiene que pasar es que vayan, que salga uno ¿No es cierto? Lo que ya están ahorita son fondos que venían con la norma anterior o sea no se han constituido por el beneficio, sino que ya estaban y ya estando constituidos les ha salpicado esa norma del beneficio, yo creo que en la medida que se mande el primero van a empezar a salir pero nuevamente esto va de la mano con la coyuntura que tengamos, si a la pregunta de qué medida, yo creo que las condiciones ya están dadas para el sector construcción está muy golpeado ahorita por cuestiones extra que no tienen mucho que ver con la regulación sino con otro tipo de actos.

27. *No sé si es viable de repente también promover de alguna manera, no sé si la palabra sería promover de alguna manera, falta bastante educación en mercado de valores, entonces de repente podría masificarse o incrementarse este tipo de figura si alentamos eso a los fondos privados porque hay de repente personas que no tienen un monto tan grande, pero si entre varios pueden hacer un proyecto*

Es una cuestión importante si nosotros no tenemos alguna formación básica financiera ¿No es cierto? La gente que sale del colegio no tiene nociones, en la universidad los que tienen la oportunidad de estudiar una carrera y no en todas hay un curso de esto ¿No es cierto? Ahora, hay que ponernos a pensar también en la realidad de nuestro país no? Creo yo que las personas que invierten en fondos de inversión, hoy en día son personas que tiene un conocimiento ya en lo que es la inversión en valores y ellos normalmente van de la mano de su bróker, entonces yo no creo que ese instrumento en una etapa inicial vaya a ser masivo porque ni siquiera lo son hoy en día los fondos mutuos, o sea creo que gradualmente podría llegar a eso como otros países, pero es un proceso no? Creo que primero tiene que entrar a las personas naturales con alto patrimonio, no es cierto que naturalmente invierten asesoradas por alguien y ya luego si vaya con alguien, yo creo que ese público objetivo todavía tiene en los fondos mutuos un mercado que copar, me parece que esa va a ser el orden natural, si porque ¿cuál es el ahorro tradicional del que ahorra? ¿Su plazo fijo, colchón o inmueble directo no? Fondo mutuo recién está empezando a ser, sobre todo a los conservadores no? Pero creo que tendría que ser así.

28. *¿Qué mejora tributaria incluiría a la ley de impuesto a la renta o a ley de fondos de inversión para captar mayores inversiones de particulares?*

Quizás la que comentaron ustedes, ver la posibilidad de a los fondos de pensiones no solo locales y extranjeros, tratar de incentivar con algún fondo quizá, valgan verdades tampoco es que las rentabilidades que ofrece el mercado sean wow entonces si a eso tú le sumas una retención el 30%...

29. *Claro, tendría que ser algo que mitiga eso y de repente sea una inversión atractiva para poder pelear...*

Eso sería por ejemplo un análisis adicional importante que ustedes podrían incorporar en su estudio no? Como tratan los países de la región sobre todo a los fondos de pensiones extranjeros del mundo tributario, si tiene la misma carga cualquier persona jurídica o más bien tienen un beneficio y eso generaría valor agregado para un punto de vista político.

30. *¿Consideras que puede aplicarse la figura de alquiler venta en los FIRBIS? ¿Y de ser así crees que afectaría a los estímulos tributarios concedidos o distorsiona ya la figura?*

El alquiler venta que va a depender pues no? Porque o puedes vender antes de los 4 años entonces por ahí podría tener un problema regulatorio y perder la condición no? Eso se te castigaría

31. *¿Y si es alquiler venta, en qué etapa empiezas a imputar, perderías el beneficio del pago diferido porque estas transfiriendo dentro del cuarto, o sea no es transferir, es alquiler – venta, o sea desde cuando tendrías la obligación de pagar impuestos?*

El tema es ver ahí quien asume el riesgo de la pérdida del bien, si con la primera cuota el vendedor ya perdió el riesgo, ya lo vendiste. En qué momento te refieres al riesgo va a determinar cuando ya se realizó la venta, por más que lo llames alquiler- venta, quien tenga el riesgo de pérdida del bien, es el propietario, desde la cuota 1 la responsabilidad es del arrendatario.

32. *¿Cuáles crees que son las ventajas del FIRBI?*

¿Ventajas desde el punto de vista del inversionista?

En general, de la figura en sí

Yo creo que representa una alternativa de inversión atractiva porque te da la posibilidad, una opción más de donde rentabilizar tu flujo, tus ahorros o como quieras verlo, ya les decía yo teóricamente ese instrumento te va a dar más que cualquier otro que tengamos acá, teóricamente la renta de alquiler es mejor, va a ser más alta, además tienes bajo la regulación a un equipo especializado que está a cargo de seleccionar los proyectos, administrar las inversiones, ellos tienen que estar ocupados siempre de ver la rentabilidad del inversionista, entonces tienes a un equipo de profesionales que va a estar viendo eso y lo otro que les digo también es importante no hay que descuidar el incentivo tributario, el 5% es una tasa, digamos la más baja que tenemos hoy en día en el país, eso versus 0 porque 0 estamos exonerados, tienes 5 por esta renta, tienes 0 si vendes el activo, el título.

33. *Sí eso es básicamente y bueno la alcabala también, que el porcentaje es, pero ganas que sea diferido*

Claro eso es para el que aporta el inmueble, el universo de inversionistas va a ser más los que invierten la plata y en teoría eso está cómo título de renta variable en el mercado, el sueño me imagino del que creo esto, FIBRA, FIBRIS allá afuera y de haberlo traído acá es que tengas más títulos en nuestra bolsa y por eso te decía que colateralmente no se cuál sería el nombre correcto va de la mano con la construcción también, pero a lo que llama este instrumento es a que crezca nuestro mercado.

34. *¿Qué desventajas o limitaciones encuentras?*

Desventajas... a ver, hay un tema que, si es importante, y que puede afectar tributariamente, ¿el beneficio se ha dado solamente para quién? Para las personas naturales y por rentas de arrendamiento ¿Qué va a pasar cuando el inmueble se venda? ¿Qué tipo de renta va a ser esa? Va a ser tercera porque el fondo de inversión es un fondo de empresarial, por definición un fondo inmobiliario es un fondo empresarial, por eso la norma puso este beneficio del 5% para la renta de alquileres, pero si se vende los inmuebles esa renta ya no va a ir con 5%, va a ir con 29.5% para cada partícipe, te obliga a no transferirlo o tienes que tener otro tipo de medidas

para avisarle bien al participe, y si tú haces la venta directamente, sigues con tu 5% y si tu fueras quien vende tu propiedad, es 5%, esa distorsión nunca se terminara de solucionar.

35. *¿Algún riesgo en particular que encuentres en los FIRBIS?*

A medida que la SMV haga bien su labor, las SAFIS que se animen a hacer esto son, tienen unos requisitos que cumplir para constituir al comité de inversiones, yo no creo que encontremos casos de corrupción o algo medio turbio, ¿técnicamente yo no creo que sea un tema de riesgo no? Siempre se tiene que saber cómo toda inversión que no está garantizada, con los seguros tu cubres cualquier desastre, pero una caída del mercado inmobiliario, pierdes todo.

36. *¿Crees que hay una burbuja inmobiliaria ahorita?*

No, no creo que haya una burbuja, los precios se estabilizaron, es más, lo que uno está viendo ahora en los sectores medios está subiendo y en los sectores altos está bajando pues nadie compra, lo que pasa es que está revalorizándose el sector de acá porque está céntrico, es buen negocio comprar una propiedad y alquilarla por acá.

37. *¿Cuál consideras que es la mayor ventaja en la administración entre un fondo público o un fondo privado?*

El tema de ser un fondo privado te libera de muchas cuestiones formales con los de ECMB, es mucho o más fácil manejar un fondo privado, además tienes del otro lado inversionista institucionales, por una cuestión de quien invierte, por una cuestión de los requisitos que se te pide

38. *¿Y en función a eso, porque uno es supervisado y el otro no, pero eso generaría más confianza en un fondo público?*

Es que depende del inversionista, este es un sector, como nuestro mercado es chiquito, yo creo que todos se conocen entonces apenas sale nuevo bono o fondo ya está conversado, ya lo ofreciste al mercado, ya conoces al que dirige la mesa de esta AFP, de seguros de familias office, ya tienes una demanda más o menos conocido, el mercado como digo es chico entonces funciona para los fondos privados perfectamente.

JORGE PICÓN GONZÁLEZ

SOCIO DE ESTUDIO PICON & ASOCIADOS

1. *¿Cómo ha sido su experiencia en relación a los fondos de inversión?*

En el Perú, en el sector inmobiliario específicamente, los fondos de inversión han sido un vehículo de captación de recursos, entonces, hoy en día estamos con un mercado acelerado en el cual los capitales que estaban destinados a fondos de inversión han bajado sustancialmente, pero diría que entre el 2010 al 2016 debe haber sido un importante vehículo de los grandes proyectos de inversión. Como estructura legal es un buen mecanismo para la captación de fondos, sobre todo al ser una entidad que goza del principio de transparencia tributaria, permitía captar fondos de entidades inafectas como AFPS, entonces era un vehículo muy bueno ya que la transparencia fiscal tiene confiabilidad. Uno no tiene un beneficio tributario con el fondo pero mantiene su calidad tributaria, porque de lo contrario si yo me metiera a un proyecto de inversión siendo una Afp o siendo una entidad de esta naturaleza, automáticamente tendría que pagar el 30 o el 29.5% lo cual reduciría mi utilidad, esto me parece que es una enorme ventaja.

2. *En cuanto a los nuevos vehículos que salieron, tanto FIRBI como FIBRA, ¿cuál cree que tendría más rentabilidad?*

Mira, no creo que sea estadísticamente correcta la afirmación, pero he tenido la oportunidad de implementar el tema de FIRBI, uno de los grandes problemas que tú tienes en las empresas es que en la década de los 2000 los valores inmobiliarios crecieron tanto, tú tienes una enorme cantidad de casos en los cuales las empresas compraban soles de oro o el inti millón y los tienen como activos pero con un costo de adquisición tributario bajo a nulo y estamos hablando de inmuebles que valen potencialmente millones de dólares, entonces ese vehículo funciona específicamente para ese tipo de situaciones; no es que te exonere, pero te permite manejar los beneficios que los inversionistas podrían tener, por sus calidades como Afps y algunos fondos específicos.

3. *Ósea, ¿eso generaría una plusvalía efectiva respecto de la moneda actual?*

Lo que ocurría es que tú en los ochenta te comprabas un inmueble por el equivalente de la época a USD 100,000 y es algo que ahora puede valer 20 millones, el único detalle es que la propiedad estaba a nombre de la SUNAT. El gran problema es que aún las normas de ajuste por inflación o restricción de la inflación que hubieron en los ochenta no logró reflejar el enorme valor de la devaluación, traducido a soles de hoy lo que costó USD 100.000 dólares es el equivalente a 5.000 soles de costo de inmueble. Obviamente nadie quiere vender el inmueble para darle el 30% del precio al estado, ni hablar. Entonces, para esos casos, se buscan vehículos como estos en los que tú dices: ¿puedo generar una rentabilidad, puedo obtener una ganancia de inversión? Sin que me gatille, el pago del impuesto a la renta. Por ejemplo, uno de los grandes problemas cuando quieres rentar un inmueble y dices no puedo tenerlo dentro de la estructura legal porque el acreedor me puede embargar y tú lo quieres sacar, el pago del alcabala se convierte en el gran “pero” porque es el 3% del precio, entonces ¿Cómo lo saco para que mis inversionistas estén garantizados? Estos vehículos como los fideicomisos, me permiten protegerme, decir esto ya está destinado, no me lo puedes embargar y se renta en cabeza a esta entidad que distribuye a estos señores sin el pago de un costo y cada quien lo hace, entonces es una mezcla de figuras bien interesante, proteges el activo y generas una alta rentabilidad respetando la utilización de cada inversionista.

4. *Se dijo que se constituyeron los FIRBIS con la finalidad de promover el mercado de valores e impulsar el sector inmobiliario y construcción ¿Cree que su finalidad se ha dado o no?*

No, es muy difícil, lo que pasa que una medida legal no puede ir en contra del mercado. Es decir, si estás en un mercado en una evidente desaceleración con una recesión, qué importa que me exoneren de impuestos si no puedo vender las oficinas, no puedo vender los departamentos,

entonces, en realidad, este tipo de incentivos son herramientas que en un mercado con una dinámica propia; o sea, esto puede ser un pequeño acelerador pero no es un motor en sí mismo, hay que ser claro, este año está exonerado lo que es bolsa de valores, entonces no me vas a decir que por eso nuestra bolsa de valores se ha vuelto más dinámica, simplemente el cobre ha subido, decir que eso ha acelerado la bolsa es mucho.

5. *Sí, justo tuvimos la oportunidad de entrevistar a un gerente de SURA y nos comentaba eso, que los certificados de participación para el momento de meterse al mercado secundario no habían sido canalizados a través de la bolsa de valores, entonces, en ese escenario ellos no tendrían ningún tipo de beneficio tributario respecto a la exoneración.*

Es que para que tú entres a esa bolsa hay costos fijos, hay mercados como los del primer mundo donde la persona de a pie te compra en la bolsa, acá en el Perú tienes una bolsa tan pequeña que en realidad más se concede la clase media alta y la clase alta que son las más golpeadas con la fluctuación actual, ahora lo que está pasando con el tema de del sector construcción y el inmobiliario, está afectando a esa clase que es que invierte. Tienes inversionistas institucionales como las Afps o los externos, pero la persona natural que invierte son las antes mencionadas.

6. *Y justamente las exoneraciones apuntan ahora a las inversiones de personas naturales*
Quieren dinamizar un mercado, pero no se puede hacer a contracorriente; es decir, si el mercado está en baja, una norma tributaria no te va a incentivar, lo máximo que puede hacer es ser un empujón hacia una tendencia ligera de alza, pero como estamos ahorita no, definitivamente puede ser que la norma sea buena en el mediano plazo, pero hasta el momento tienen que ser proyectos contados con la mano, de gente que ya ha invertido y lo está utilizando como un vehículo para protegerse de sí mismo y no para captar inversionistas nuevos.

7. *¿Cuál creería que son las ventajas o limitaciones del FIRBI?*

Mira, toda norma tributaria tiene un enorme límite y es que las ventajas tributarias siempre se van a dar en un mercado formalizado, nuestro mercado tiene un serio problema de informalidad, no se puede ir contracorriente. Segundo, funciona como un mecanismo de promover un mercado que está en alza y te diría que uno de los problemas que tiene el FIRBI y todos los fideicomisos que no tienen otros países es que aquí es un negocio de pocos, aquí está la fiduciaria, un par de bancos y un par de empresas regulados por la SBS. Y finalmente la persona ve en quién confía y tiene que pasar un primer filtro de la SBS, y eso quiere decir que no puedes ser un FIRBI con poca plata porque el costo fijo para ser fiduciario es alto.

8. *En cuanto a los incentivos tributarios que salieron para el FIRBI y FIBRA, ¿Qué tanto benefició o mejoró la operatividad de FIRBI en el país?*

Ya existía fideicomisos, pero hicieron un producto un poco más a mediada del mercado inmobiliario en un momento en el que está en plena aceleración, entonces es una norma muy bonita que utilizada en mejores tiempos podría ser utilizado, en este momento tiene una aplicación limitadísima. Por ejemplo, el mercado de las facturas negociables ha demorado 7 años en tomar vuelo. Un mercado como el FIRBI, siendo una buena medida bien pensada sólo va a funcionar con un mercado inmobiliario en auge y en este momento, las pocas empresas inmobiliarias que quedan lo hacen con capital propio, la gente no invierte en un proyecto inmobiliario por mucho que no cobren impuestos, de qué sirve que nos lo cobren si no se puede vender el inmueble. Los bancos hoy te financian las oficinas con 50% de preventa, antes era con 15% o 20%. El FIRBI funciona para levantarte capital. Un proyecto inmobiliario generalmente tiene 3 capas de financiamiento: preventa, crédito bancario y venta. En este momento se ha roto completamente esa estructura. Por eso digo que funciona en teoría, pero no como un mecanismo que dinamice el mercado.

9. *En cuanto a los incentivos tributarios, la norma establece que las personas naturales van a pagar una tasa de 5% para las rentas de arrendamiento, pero si el fondo vende el inmueble en el transcurso de los 4 o 5 años de generar los frutos suficientes, la renta que*

estaría pagando finalmente sería de 29.5? y eso, en realidad, en un escenario normal, si yo tuviera un inmueble y lo tendría que vender, la renta que pagaría al respecto, la diferencia es considerable.

Un inversionista ve la línea final, la utilidad después de impuestos, si el impuesto fue 5 o 29, yo al final voy a ver qué me conviene más después de impuestos. La lógica actual, que es a lo que el FIRBI apunta, no es a liquidar inmuebles sino a que se invierta a mediano y largo plazo y que la gente se quede como inversionista. Una vez más, estamos en un momento en el cual la legislación peruana no ha terminado de entender que el mundo está cambiando, la globalización en la que estamos. El mercado americano está cambiando completamente, el impuesto a la renta que tenemos nosotros está en 29.5% y están ofreciendo un negocio inmobiliario que se llama FIRBI que te garantiza 20 años de alquiler de una tienda tipo kfc que es difícil en un mercado de esta naturaleza. El legislador peruano siempre está tratando que no le cierren la puerta, pero esas dudas hacen que el mercado no crezca. Una vez más, el tema tributario por sí mismo no va a mover el mercado, lo puede ordenar, pero nada más. Le falta criterio al legislador para promover el mercado, desde el tema tributario están viendo cómo sacarle la vuelta. En principio, entiendo que apuntan a que la persona termine invirtiendo en vehículos que sean de largo plazo, pero el mercado peruano no es de largo plazo. Ahora, no sabemos si el presidente va a sobrevivir hasta marzo, ¿tú invertirías a 20 años en el Perú? Entre invertir acá e invertir en Estados Unidos, prefieres ir a Estados Unidos o a Europa. Es absurdo que quieras competir y tributariamente no tienes incentivos de manera absoluta en el mercado local. Te exoneraría si vas a invertir en inmuebles nuevos con tal de financiar el proyecto, pero entonces dices ¿por qué vas a exonerar? Si se hace un edificio, el edificio va a pagar IGV, va a generar trabajo, la acción limitada del estado limita toda la dinámica detrás de la construcción. Si yo termino promoviendo el mercado inmobiliario a través de un financiamiento y le digo a un inversionista que no pague los impuestos, estoy dejando recaudar.

10. ¿Por qué apostar por un FIRBI y no por un Fondo de Inversión?

Cada uno tiene sus ventajas. No he encontrado un aumento determinante, pero el FIRBI tiene la ventaja de manera expresa que una persona natural puede meterse y pagar un 5%, cosa que en el fondo primero paga el impuesto y luego tiene la utilidad; ese es un gran incentivo, pero eso es bajo la premisa que la persona tuviera la capacidad económica de invertir en nuestro fondo que no es la realidad del mercado actual. Si tú eres un inversionista (persona natural), el FIRBI conviene, pero si eres institucional me parece que es inadecuado.

11. En todo caso, el hecho de haber retribuido el 5% como incentivo a la persona natural y no a la persona jurídica, podría optar por cualquiera de las dos de manera más sencilla

Cuando tú incentivas la inversión debes entender el efecto en cadena que la inversión puede generar. Si no hay inversión, no hay edificio, si no hay edificio, no hay trabajadores, no hay cemento, no hay hierro, no hay nada.

12. Tributariamente, ¿Qué sería más beneficioso para un inversionista, aportar dinero o aportar inmuebles?

Si una persona natural tiene un inmueble, evidentemente si lo has comprado antes del 2004 estás exonerado, lo óptimo sería venderlo a una empresa, sería lo más sencillo. Una persona que se compró cinco lotes en Lurín para hacer un proyecto inmobiliario grande, no puede venderlos porque automáticamente va a caer en eventualidad al tercer inmueble, entonces el mejor camino es a través de estos vehículos y va a tener más rentabilidad con 5%, en estos casos funciona muy bien la compra de terreno; si no fuera el caso, cualquier vehículo serviría.

13. ¿Por qué a cuatro años?

El licitador peruano piensa en pequeño, piensa en el detallito que le está sacando la vuelta, no ve la inversión a largo plazo. Pensando en la licitación extranjera, específicamente en México; encontramos no un sustento convincente de que los cuatro años fueran ideales, pero la idea de generar o de evitar que a través del FIRBI se empiecen a vender inmuebles y se afecte la

revalorización de la propiedad. Se dice que en México funcionó esta figura de inversión, por la política de exoneración de impuestos un tanto parecida de alguna manera; lo que hicieron fue captar inversiones de AFPS a nivel mundial con las exoneraron del impuesto a la renta y generaron que vayan a invertir al país y se desarrollaron un montón de proyectos. También tuvimos la oportunidad de conversar con personas de la SBS y nos dijeron que básicamente la idea del FIRBI había nacido en función de la norma mexicana y eso nos genera una inquietud: si bien las AFPS están exoneradas del impuesto a la renta.

14. *¿Cree que generaría un mejor atractivo de inversión a las AFPS extranjeras si vienen a invertir a Perú y se le exonera también el impuesto a la renta?*

Como decía antes, todo inversionista ve la línea de utilidad después de los costos, quiere decir que si el impuesto no se compromete con un costo determinante y disuasivo y el riesgo no es alto, van a venir a invertir. El problema que tenemos aquí es tributario; mundialmente las tasas de impuestos están bajando en países con mucha estabilidad. Nuestra estabilidad política se dispara de manera espeluznante, en un contexto como este nadie va a querer invertir a mediano plazo; entonces tienes que optar por métodos agresivos, no un paraíso fiscal pero renunciar al impuesto a la renta y el capital que se hace para invertir en grandes obras o grandes proyectos, exonerar al inversionista hace todo el sentido del mundo. Tienen que facilitarles el camino, una inversión razonable inmobiliaria dura 10 o 15 años y sigue siendo una inversión inmobiliaria, no es una compra venta.

15. *¿Qué mejora legislativa haría?*

Siendo claro, al que hay que exonerar es al inversionista inmobiliario, el FIRBI no distingue las obras, yo lo que haría es exonerar las rentas que se dediquen a hacer proyectos en determinados rangos de inversión y después de eso te exoneró, siquiera por 5, 10 o 15 años, pero el legislador tributario debe llegar a la conclusión que si no incentiva al inversionista el resto de la cadena no se va a dar, tributariamente eso es lo que se debe hacer, garantizar la inversión y al mismo tiempo no grabarla o grabarla de manera muy conveniente.

16. *En función a la cultura bursátil, sobre todo en los inversionistas no institucionales*

Creo que cuando empezaron a tomarle el gusto, vino la ruptura al 2008 y todo el mundo salió.

17. *De alguna manera lo de CLAE destruyó la confianza, todo el mundo creció con esa idea de que si opta por invertir en algo diferente a un banco hay un riesgo de perder el 100%.*

Todos los bancos locales crearon un fondo y la gente que compraba productos con bancas locales, perdió dinero. Aún a través de un banco, no es seguro. Si revisas lo que pasó con los fondos mutuos que era lo más sencillo de invertir, los que eran completamente variables, se derrumbaron, la gente había puesto 100, había un momento en que había 60 a los tres meses y de ahí perdió 80. Entonces la gente no quiso más inversión.

18. *El tema de los certificados de participación que se venden o transfieren de manera parcial, donde se debe pagar la totalidad de los impuestos ¿cree que es correcto o debería darse por el monto o porcentaje que se está transfiriendo?*

Una vez más, el legislador peruano siempre quiere sacar la vuelta. Al final no debería ser un problema que se transfiera el 5% de inversión, si es la ganancia proporcional, si estoy declarando, no entendería por qué voy a pagar por todo el certificado. En teoría cada certificado podría costar 100mil o 200mil dólares sin ningún problema, que me lo impidan o me quieran cobrar por todo el certificado... simplemente son trampas.

19. *Claro, y eso no cumpliría el objetivo de darle liquidez*

Cuanto tú eres inversionista no solo te fijas en no perder el capital y en que no me agarres la rentabilidad, sino que les permitas salir sin mayores costos, en este caso no los están dejando salir.

20. *Cuándo un inversionista aporta un bien inmueble, ¿lo hace también por oferta pública?*
No, el aporte de inmueble no debería ser por oferta pública, tú lo aportas al fondo y se coloca sobre el monto y ese fondo hará un proyecto sobre el inmueble. La oferta pública solo puede ser por la liquidez no por inmueble.

21. *¿Cree que es un limitante el hecho de tener que contar como mínimo con diez inversionistas no vinculados?*

Primero es necesario que el negocio funcione, así sea con un grupo económico pero empiezas a no limitarte cuando empiezas a sacarle un poco la vuelta, ¿de qué me estoy protegiendo al limitarte? ¿De que no haya qué? ¿Un consenso para reducir un impuesto? Yo no le encuentro ninguna lógica, estamos obsesionados con la vinculación, que no es un tema, que es una condición de las empresas que puede afectar el precio, ¿por qué tendría que ser una limitante? No tiene ni pies ni cabeza.

22. *Sobre la exoneración del IGV a los fondos de inversión, ¿cree que hubo alguna repercusión o todo se podría mantener de la misma manera?*

Estamos hablando básicamente de intereses y rentabilidades, no vería por qué el IGV va a darle valor agregado. La lógica del valor agregado quiere decir que al momento de vender, que si se construyó inmuebles y los vendo, tendría que pagar el IGV sin lugar a dudas. Muchos legisladores tienden a proteger el IGV, el cual grava como el nombre lo dice, grava el valor agregado, pero si entra dinero, sale dinero, no hay valor agregado.

23. *¿Considera que puede aplicarse en la figura del alquiler venta?*

¿Desde el punto de vista del aportante o del fondo?

Desde el fondo

¿Cómo un leasing? ¿Con los beneficios del leasing o un alquiler venta? Un alquiler-venta sin beneficios tributarios. No veo por qué no, la idea del FIRBI es explotar un negocio inmobiliario el cual puede finalmente rentarse, venderse, en distintos casos vas a mirar distintos negocios. Considerando que son 4 años y que yo en el 2020 tengo que pagar el impuesto a la renta por un inmueble que yo he incorporado a un patrimonio y que no me ha generado la rentabilidad necesaria ni siquiera para cubrir el impuesto a la renta.

24. *¿Podría ser una opción como para dinamizar el sector inmobiliario este tema de la figura de la liquidez con la posterior venta?*

¿De qué estamos hablando? ¿De oficinas?

Es que en realidad en este tipo de fondo de inversión no limita su activo de inversión. Por el tema de oficinas habíamos visto que había una alta tasa de vacancia, en el caso de vivienda podría ser una opción este tipo de fondo. Tú dices que se genere un alquiler-venta a las personas. Yo no lo vería como un problema, el único problema es que estas entrando a riesgos distintos, pero si el fondo total asume el proyecto de vender los departamentos y el banco toma la posta y se encarga de financiar al comprador y se encarga por 20 años del tema, no habría problema. Si yo hiciera un alquiler-venta, tendría que ponerme en el equivalente total de 20 o 25 años y no creo que el producto haya sido pensado de esa manera. Si estás pensando en captar a personas naturales, la persona natural invierte en un plazo de 5 máximo 10 pero que vaya a meterse en un fondo de inversión por 20 o 25 por el mismo inmueble, me parece que no se adapta mucho a lo que normalmente un inversionista de esta naturaleza haría. Este tipo de situaciones como al alcabala, tampoco le encuentro sentido. Es el típico disuasivo de los negocios inmobiliarios.

25. *¿Porque en el caso del FIRBI solamente hay tres?*

Normalmente están yendo por oferta directa.

1. *¿Qué le parece a usted la constitución de Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles como vehículo para impulsar el sector construcción/inmobiliario y promover el mercado de valores?*

En este punto hay temas por corregir. Considero que el FIBRA podría tener más desarrollo que el FIRBI porque es un vehículo de inversión más flexible y respecto de él se han definido estímulos tributarios con plazos determinados. Asimismo, los inversionistas extranjeros tienen mayor conocimiento del funcionamiento de un FIBRA porque es más usada a nivel mundial.

2. *¿Considera que el FIRBI ha tenido acogida entre los inversionistas y cuál considera que es el motivo?*

El FIRBI no ha tenido la acogida esperada y los inversionistas normalmente efectúan consultas legales sobre el FIBRA, debido a que la ventaja de este último vehículo de inversión es que al haber transferencia en dominio fiduciario al fideicomiso se paga una vez el Impuesto de Alcabala (cuando se aporta al fideicomiso) y no como en el FIRBI que se pagan dos veces el Impuesto de Alcabala (una con el aporte del inmueble y otra con su transferencia). Asimismo, el FIRBI origina costos altos de administración y por ello se requiere de un número considerable de inmuebles para que las rentabilidades que estos produzcan cubran dichos costos. Actualmente, hay FIBRAS que están en proceso de evaluación, en donde se analiza la posibilidad de constitución y el esquema del fideicomiso.

3. *¿Cuáles cree que son las ventajas del FIRBI?*

No encuentro muchas ventajas en el FIRBI. En el caso del FIRBI, los inversionistas se deshacen de la propiedad y la transferencia representa un costo al efectuarse el pago del impuesto de Alcabala. Por el contrario, en el caso del FIBRA el inversionista o el titular no se deshacen de la propiedad, sino que aísla sus bienes en un patrimonio autónomo (fideicomitido) que posteriormente puede retornar a su esfera jurídica.

4. *¿Considera que el límite mínimo de 10 inversionistas no vinculados entre sí es una desventaja para el FIRBI?*

Considero que la idea de dirigirlo como mínimo a 10 inversionistas se sustenta en que la idea de captar una mayor inversión de personas naturales y no concentrar la inversión en determinados grupos económicos, debido a que el límite que ha considerado la norma es de 20% como máximo de titularidad de los certificados de participación y ello desalienta la inversión por parte de inversionistas extranjeros e institucionales. Cabe agregar que, el límite se forjó con el afán de atraer inversiones particulares.

5. *¿Considera que se debe realizar algún cambio en la normativa de FIRBI?*

Si, principalmente considero debe equipararse con los beneficios del FIBRA, como, por ejemplo, permitiendo que el FIRBI se beneficie vía la inafectación del primer pago del Impuesto del Alcabala, es decir, cuando el inversionista efectúa la transferencia de propiedad como aporte al fondo de inversión. Si bien, la inafectación afecta la recaudación de las Municipalidades, es algo que el Estado debe evaluar para el desarrollo de estos vehículos de inversión.

6. *Considera usted que ¿en el Perú debe exonerarse del impuesto a la renta a aseguradoras de fondos de pensiones y a las personas naturales extranjeras (o no domiciliados) que inviertan en el FIRBI?*

Los fondos de pensiones extranjeros no están inafectos en el Perú, pero podría equipararse el beneficio de inafectación en virtud al principio de reciprocidad de otros países, lo cual resultaría de la suscripción de Convenios a suscribirse con otros Estados.

7. *¿Qué mejora tributaria incluiría en la Ley del Impuesto a la Renta o Ley de Fondos de Inversión para captar inversionistas retail?*

Incluiría la uniformización de tasas y los aspectos temporales relativos a los estímulos fiscales.

ANEXO 19: ENTREVISTA A EXPERTOS EN REGULACIÓN Y MERCADOS

OMAR GUTIERREZ

SUPERINTENDENTE ADJUNTO DE LA SMV

1. ¿Cuál consideraría usted que es la mayor ventaja que tiene la administración de un fondo público y un fondo privado?

En general, para el inversionista, la ventaja del fondo público es que tiene un estándar mínimo de información al que se va acceder, a diferencia de un fondo privado donde dependerá de la capacidad de negociación del inversionista para efectos de qué información vas a obtener, y, si no cumplen con la promesa, estás ante una situación de incumplimiento contractual. En cambio, en el fondo público hay un tercero, que es el regulador, que va a asegurar de que eso se cumpla y si no se cumple hay una sanción administrativa que se aplicará, sin perjuicios del incumplimiento contractual, con lo cual tienes más incentivos de que tu contraparte, tu agente, cumpla con darte la información correcta, eso sería el primer elemento, esto sería el primer elemento. Segundo elemento: liquidez, en teoría, en un fondo público, con información pública, al margen de que tenga o no tenga mucha negociación o mucha liquidez, al ser conocido por más inversionistas, todos tienen que tener información pública, con ello se puede establecer un precio mejor, y tú puedes venderlo también a un precio más o menos adecuado, no tan especulativo porque estás negociando con información. Esos dos elementos son las ventajas principalmente de un fondo público y privado. Claro, el fondo público tiene un cumplimiento de regulación y el fondo privado no lo tiene, pero si queremos en el fondo privado el agente es mucho más álgido, tienes que tener mucho más cuidado para que tu gestor realmente cumpla lo que dice que tiene que cumplir, tus inversionistas estén contabilizados, en el fondo público hay estándares para eso, esas son básicamente las ventajas o diferencias.

2. ¿Cuál cree que de los tipos de fondo de inversión que existe en nuestro país tendrá mayor demanda?

El FIRBI es un fondo muy abierto, tiene un montón de cosas, tiene fondos inmobiliarios, de facturas, de deuda privada que tiene gran cantidad de crecimiento importante pero fundamentalmente por la demanda de los fondos, es decir los ofertantes de dinero, llámese en nuestro mercado a los inversionistas institucionales, ya que en nuestro mercado son los grandes jugadores de los fondos de inversión y todos estos productos han estado siendo buscados principalmente ser colocados a esas instituciones, la Afps compran fondos inmobiliarios, de facturas, tiene fondo inmobiliario, de facturas, los Firbi o los fibras también tienen un potencial de crecimiento interesante, si nos remitimos a México donde las FIBRAS son muy buenas.

3. ¿Considera rentable la constitución de fondos de inversión?

Es que más que el fondo, más que el vehículo, el tema es en qué vas a invertir. La figura puede ser interesante, porque puede ser eficiente porque permite que una persona con mucho o poco patrimonio, contrate a un tercero, a un agente para que se dedique a la gestión de ese dinero, de esas inversiones y rentabilice, ejemplo: las AFPs en vez de invertir directamente en una acción pequeña o con volumen pequeño, lo que hacen es dejar de invertir en esos productos con altas rentabilidades de 10 o 20 millones, entonces un fondo sí sirve para que esa oportunidad de inversión no la pierdas, contratan el fondo de inversión y la Afp le pone 50 o 100 millones y se olvida y él que se dedique a la gestión, ganas todos, él gana su comisión, la Afp gana la rentabilidad que desea y las empresas pequeñas obtienen el financiamiento que necesitan.

4. ¿Cuáles son los riesgos de los fondos de inversión?

Igual que otro negocio, el primer y principal riesgo de todos es el riesgo del negocio donde estoy invirtiendo propiamente dicho. Un segundo riesgo puede ser con agencia, es sobre el tema del gestor, qué tan bien y qué tan mal actúa el gestor y todo lo demás, es algo que se trata de mitigar en el caso de los gestores supervisados por la SMV, se mitigan, no se eliminan, pero se

mitigan en una gran medida. El riesgo del negocio tiene que ver con mercado, liquidez y todo lo demás.

5. *¿Cómo ve los activos inmobiliarios dentro de los fondos, rentables o riesgosos?*

Es bien difícil de generalizar; si me hablas de un conjunto habitacional en la correntera del mar es riesgoso, un edificio de oficinas en San Isidro quizás es menos riesgoso. Depende de qué activo me estés hablando. Normalmente el activo inmobiliario es más estable que otro tipo de inversión, porque los agentes inmobiliarios normalmente buscan ingresos por rentas y por valorización del activo propiamente dicho. En teoría, los activos deberían tener una revalorización vegetativa, pero si tienen esa valorización, no se suele depreciar salvo situaciones muy excepcionales.

6. *A la fecha, ¿qué impacto cree que ha tenido el FIRBI en nuestro país?*

A ver, ha creado mucha expectativa en nuestro país, tenemos ya dos FIRBIS que se lanzaron incluso antes de los beneficios tributarios que se implementaron el año pasado, incluso algunos de esos han tenido un exceso de inversionistas, cosa que se debió colocarse en un segundo FIRBI en el mercado y ahora con los beneficios tributarios hay varias sociedades que están trabajando en productos similares, son varios en trámite y algunos otros que van a entrar en algunas semanas, ni siquiera meses.

7. *¿El FIRBI realmente impulsa las inversiones en bienes e inmuebles?*

Nosotros creemos que sí, porque finalmente es la figura básica o más común cuando hay desarrolladores de inmuebles que no tienen los recursos o quieren obtener los recursos adicionales del mercado para poder desarrollarlos y tener una plusvalía en el inmueble y generar valor; ejemplo básico, alguien tiene un terreno y quiere construir un centro comercial pero no tiene suficiente dinero para invertir, ¿qué haces? Le puedes poner un FIRBI, desarrollas un producto, levantas dinero y comparten el riesgo tanto el aportante del inmueble como los inversionistas, emites los certificados, construyes y finalmente lograste una construcción de algo sobre un inmueble que antes no tenías porque tú como dueño del inmueble no tenías los medios para hacerlo y los otros no tenían la seguridad para prestarte plata a ti, entonces en el FIRBI tienes una figura que puede alinear a nivel de intereses para sobrellevar evidentemente y el firbi lo que busca es justamente eso, desarrollo inmobiliario, para desarrollar aun cuando compres bienes ya maduros simplemente para alquilarlos al mercado, igual estás moviendo el sector inmobiliario, alguien va a tener esa plata y esa plata va a invertirse nuevamente en inmuebles, en fin.

8. *¿Considera que hay alguna diferencia con el Fibra?*

En el Perú, la regulación empezó primero con los FIRBIS, pero en algún momento también se dijo que querían estandarizarnos a nivel internacional, y a ese nivel el FIBRA es un fondo de inversión compuesto por un patrimonio autónomo, lo que pasa es que el de afuera, el inversionista extranjero, no conoce lo que es un patrimonio autónomo y ellos lo conocen como el TRUST y en español es el fideicomiso. Entonces a ellos les da más seguridad un fideicomiso que un patrimonio autónomo, aunque legalmente es lo mismo, pero es un tema hasta de marketing, entonces dada esa situación es que se buscó que estructuralmente una Titulización y un fondo de inversión pueden sonar bastante similares, por esa razón es que se implementa el FIBRA como tal, la ventaja es que ya teníamos una figura de fideicomiso ya definidas y sobre esa base se hizo la figura. Ahora, qué ventajas tiene uno sobre otro hay que ver cuánto cuesta uno, en comparación con el otro, el capital, la complejidad de contratos, algunos elementos, etc.

9. *¿Hay más participantes en el FIBRA?*

Claro, pero esa no es una ventaja de costos, en los dos hay participantes. A ver, en la SAFI son expertos inmobiliarios, es el que va a gestionar y que de alguna manera es parte del paquete que se está ofreciendo a los inversionistas, ellos entran pensando en quién es el experto inmobiliario

que está atrás, la sociedad Titulizadora se dedicará a toda la gestión de ahí pero el que tiene el negocio, el manejo de todo, es el gestor.

10. Y desde el punto de vista registral, en su experiencia, ¿ha conocido caso de limitaciones por parte de los registradores para la inscripción de esos inmuebles que pasan al patrimonio autónomo del fondo de inversión o del fideicomiso?

No he tenido noticias que en el caso de los dos FIRBIS existentes haya habido inconvenientes en ese aspecto, no sé si en los demás, hasta ahorita no han surgido, no hemos identificado ninguno.

11. ¿Cómo se puede minimizar el riesgo de perder la condición de FIRBI?

Con una adecuada gestión de parte de la sociedad emisora, que tengan las reglas claras, que se sepa lo que hay que hacer, había una posibilidad que todavía no está a su alcance que era el tema de que el flujo de caja pudiera ser insuficiente para la distribución de dividendos y eso se corrigió en la penúltima corrección que hicieron que había que considerar en los activos los flujos de cajas, que no considera prácticas contables no monetarias, porque habían partidas de depreciación u otras que generaban que tu ganancia sea mayor y por tanto si tu ganancia era mayor, tenías 100 de utilidad real pero 80 de flujo de caja y tenías 95 por repartir, entonces tuvo que vender un estacionamiento del edificio para venderlo y repartirlo, no tenía lógica. Lo demás depende de ellos, la colocación, la dispersión, todo eso, es un riesgo que va a generar que si tú tienes 12 meses para llegar a 70/30, el riesgo es que te demores en la construcción, a medida que tú vas a poniendo fierro y cemento, eso se va activando en objeto de inversión; hay un montón de pasos previos, cuando los FIBRAS se lancen para poder construir inmuebles deben ser mucho más maduros. Una cosa es decir ahí puedo construir un edificio y otra es tener la licencia, el dinero y construir. Eso va a obligar a los desarrolladores a crear FIRBIS y FIBRAS más consolidados, a punto de iniciar construcción, lo cual reduciría el riesgo de inversionistas. Se está regulando éste tema, en esta primera generación se enfocan en que el producto pegue de manera más sencilla, ahora tenemos el producto tal cual con poco riesgo. Ahora debe desarrollarse el producto, que el mercado lo conozca y luego se creará una segunda generación con más riesgos, con más incidencia como lo tiene México.

12. En la pregunta anterior destacó que el mayor riesgo del flujo de caja para pagarlas utilidades a los inversionistas. ¿Ha visto esto antes?

Esto también saltó en México con el tema del estacionamiento, lo detectamos y lo corregimos. Hasta ahora nadie ha perdido con FIRBI, los dos productos ya colocados están bien.

13. ¿Los incentivos tributarios otorgados realmente ayudan a promover las inversiones en este sector?

El incentivo es clarísimo para las persona naturales, para las personas jurídicas se mantiene. Lo que pasa es que cuando el sector privado piensa en los temas tributarias, siempre piensa en beneficios y la visión que tiene que tener el estado en esos casos, si quiere promover determinado sector, pero quiero evitar que sea mal utilizado por otro sector de la economía, dentro de ese esquema ayuda a masificar el tema de FIRBI y ayuda a la gente que en lugar de invertir con los riesgos que se supone usando ahorros o créditos, diversifica los riesgos, con los incentivos se paga tal cual. Las demás recesiones tributarias que ha habido, creo que hay unas cosas que se pueden mejorar, la finalidad que tenía era evitar que se mal utilice el producto; por ejemplo, cuando una constructora familiar hace su FIRBI o FIBRA y se beneficia, dado ese riesgo es que se ponen esas restricciones, quizá algunas son mejorables. ¿Eso incentiva? Sí, incentiva la oferta y la demanda. Finalmente, esos beneficios tributarios si generan incentivos para que el producto se desarrolle.

Digamos que recién se está dinamizando...

Claro, la figura de Titulización o de fondo de inversión es tan abierta que permiten esas figuras y toda la vida se han podido hacer pero recién se están utilizando esas figuras.

14. *¿Cómo describiría su experiencia en los fondos de inversión?*

Mi experiencia es de supervisión, no tengo experiencia de inversión. Los fondos de inversión son unos productos que sirven para canalizar recursos institucionales de grandes jugadores a través de fondos a las pequeñas empresas, entre otros. Toda la vida de a hablado de democratizar el mercado de valores, entre otros, hacer que las pequeñas empresas entren al mercado de valores, desde capital semilla, capital de riesgo, facturas, para todos los fondos, la forma de canalizar a esas pequeñas empresas son estos vehículos intermedios llamados fondos de inversión. Es un mercado con un interesante potencial donde mucho es solamente esto, quizá por esa razón el mercado SAFIS es donde no están las entidades financieras, sino básicamente inversionistas con manejo de portafolio. Es un producto para democratizar la oferta para pequeñas y medianas empresas, además de proveer fondos es un mecanismo para canalizar las inversiones de instituciones permitiendo altos retornos de inversiones de alto riesgo. Es un mercado muy importante.

PABLO PALACIOS DELGADO

ASESOR LEGAL DEL MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS

1. Coméntenos sobre su experiencia con relación a fondos de inversión y ¿qué ventajas identifica sobre ellos?

Mi experiencia en el mercado financiero se remonta al año 2001. Pero se hizo más intensa cuando trabajé durante 5 años en una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión como asesor legal. Manejábamos fondos de inversión diversos: Renta Fija latinoamericana, Renta Variable (tanto en dólares, como en moneda local de aquellos países en donde el fondo operaba), en Bienes Raíces, en Energía, etc. Los fondos de inversión están bajo la administración de entidades supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores. Eso ya es una ventaja sobre otro tipo de inversión no regulada. Adicionalmente, los fondos de inversión públicos están inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, lo que les da transparencia. Para un inversionista un fondo de inversión implica la diversificación de sus inversiones, sin necesidad de estar muy pendiente del fondo mismo, dado que está manejado por gente profesional en gestión de inversiones. Normalmente generan mayor rendimiento que lo que se puede lograr en el sistema bancario. No obstante, se debe considerar que los fondos de inversión son inversiones de largo plazo. Dependiendo de la tolerancia al riesgo, se puede invertir en un fondo de más o menos riesgo.

2. Desde su experiencia ¿Por qué un inversionista no institucional debería preferir invertir a través de un fondo de inversión y no mediante otro vehículo de inversión?

La respuesta pasa por el rendimiento esperado sin tener que preocuparse tanto en la inversión. Lo pongo así: invertir en el sistema bancario a largo plazo o en bonos soberanos ofrece intereses muy bajos, invertir arrendado un inmueble propio genera que el inversionista esté muy pendiente del contrato y de su inquilino para que el arrendamiento no le signifique una pérdida (el riesgo puede ser mayor al calculado). Invertir en un fondo de inversión significa depositar plata en una cartera de inversiones que puede ser internacional con lo que el riesgo está mitigado, a la espera de un buen rendimiento.

3. Desde su experiencia ¿Cuál de los tipos de fondo de inversión tiene mayor demanda?

Tratándose de personas naturales, los fondos de inversión en bienes raíces, los de renta fija y los de energía, dado que todos tienen activos subyacentes propios del mercado de renta fija. En mi opinión es por la aversión al riesgo. Todavía no somos un mercado consolidado y todavía hay cierta desconfianza en instrumentos financieros, incluso cuando medie un fideicomiso.

4. ¿Qué tipo de fondo de inversión le parece más rentable en nuestro país?

Eso depende del periodo en el que atraviese la economía. Como todo, es cíclico. Los fondos que invierten en inmuebles eran muy rentables hasta el año 2014. A partir del año 2015 el mercado inmobiliario cayó y se hizo menos rentable. Los fondos que invierten en renta variables están sujetos a los vaivenes del mercado. Fueron muy afectados en el año 2008, y luego crecieron pero igual soportaron algunas caídas. Aunque en suma son muy rentables en el largo plazo. Especialmente si invierten en acciones con comportamiento contracíclico (por un lado metales y por otro banca o distribución de energía). Prueba de ello es que el fondo de las AFP que más crecieron en los últimos 10 años fue el fondo 2. Es decir, el balanceado o de riesgo medio. Recién el fondo 3 está siendo más rentable que los dos primeros. Cabe mencionar que todas las AFP invierten en Fondos de Inversión de toda clase. Ahora bien, si el fondo de inversión tiene la opción de invertir en el Perú y en el extranjero, entonces es más apetecible, dado que la economía peruana no siempre está alineada con la economía mundial. Muchos fondos de inversión tienen la posibilidad de invertir en derivados financieros solamente como

mecanismo de cobertura. Tener esta posibilidad le da flexibilidad al fondo. Lo importante es estar consciente de que la inversión es de largo plazo y que el balance siempre será positivo.

5. *¿Considera rentable administrar fondos de inversión inmobiliaria?*

Sí, considerando que el inversionista no institucional peruano considera las inversiones en bienes raíces como muy seguras. Vale decir, rentables y a la vez seguros.

6. *¿Qué obstáculos encuentra usted en la constitución de fondos de inversión?*

La estructuración de un fondo de inversión es un tema delicado que en el Perú se ha hecho casi siempre a partir de experiencias extranjeras. Adicionalmente en su mayoría se han diseñado para inversionistas institucionales y no pensadas en personas naturales. La legislación recientemente se ha hecho profusa y cada vez se requiere mayor conocimiento legal del mercado, eso conlleva a que pocos estudios jurídicos estén capacitados para partir desde cero. Pero el mayor reto no es la constitución, sino el conocimiento del mercado de los futuros inversionistas. Veámoslo así, nuestro mercado financiero es pobrísimo en comparación con los países de la Alianza del Pacífico. Nos hemos salvado por poco de un *downgrade* de mercado emergente a mercado frontera.

7. *¿Cree que existe una adecuada cultura bursátil?*

No. Es deficiente comparándonos con la mayoría de nuestros vecinos. Nuestro mayor reto es la difusión de los beneficios del mercado de valores. Tener una mayor liquidez y profundidad del mercado de capitales es esencial para desarrollar nuestra economía. El mercado de valores es un mercado alternativo al mercado bancario en donde se las empresas consiguen financiarse a tasas menores y los inversionistas logran mayores rendimientos, pues se elimina la intermediación financiera indirecta.

8. *¿Qué le parece a usted la constitución de Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles como vehículo para impulsar el sector construcción/inmobiliario y promover el mercado de valores?*

Me parece fenomenal. Tuve el privilegio de ser parte del Fondo de Inversión en Bienes Raíces LVC (lanzado en el año 2008), antes de que salgan las normas sobre FIBRA y FIRBI y me parece un producto espectacular. Si bien es cierto es un fondo privado y no cotiza en bolsa (desde el inicio estuvo destinado únicamente a inversionistas institucionales). Colocamos US\$ 80 MM en solo 4 años. Fue tal el éxito que se constituyó un nuevo fondo por US\$ 162 MM. Se construyeron varios edificios prime (dedicados a renta), se edificaron varios complejos habitacionales de interés social, Centros Comerciales en provincias, etc. Esto dinamizó el sector construcción y por la diversificación del portafolio el riesgo era controlado. Además les significaba a los inversionistas la posibilidad de colocar grandes volúmenes de dinero en un fondo de bajo riesgo y de rendimiento medio-alto. Hoy en día, ya con una legislación *ad hoc* y con una difusión adecuada, se puede dinamizar aún más el mercado de valores. Lo que hace falta son Sociedades Administradoras capacitadas para ganar espacio en el mercado de valores.

9. *¿Qué riesgos identifica usted en los activos inmobiliarios como inversión del FIRBI?*

El saneamiento físico legal es el principal riesgo. Es muy común el caso de superposiciones, tierras que requerían habilitaciones urbanas, terrenos que eran reclamadas por dos o más dueños, etc. Conseguir los permisos municipales es otro problema. Tengamos en consideración que las municipalidades son entidades muy politizadas y en muchos casos con mucha corrupción. También hay que tener cuidado de los traficantes de terreno y lavadores de activos. Todos estos riesgos se mitigan con un buen *due diligence* y un efectivo Comité de Inversiones. Otro de los inconvenientes es el poco o nulo conocimiento en Registros Públicos de estos productos. Y el mercado de enajenación de bienes inmuebles está sujeto a la interpretación un registrador público.

10. *¿Considera que el FIRBI ha tenido acogida entre los inversionistas y cuál considera que es su motivo?*

Aún no. El principal motivo es que no entienden el producto. Hace falta difusión y sobre todo explicar sus beneficios. Pero ello va de la mano de la credibilidad de los agentes de nuestro mercado de valores.

11. *¿Cuál de los vehículos de inversión considera menos riesgoso para el inversionista, el FIRBI o el FIBRA?*

Probablemente lo sea el FIBRA por ser una figura que está más difundida a nivel internacional. El fideicomiso puede otorgar una ventaja comparativa ya que es una institución conocida y que garantiza transparencia para el inversionista. Pero es un poco temprano para señalarlo. Recién estamos iniciando y nuestro mercado tiene sus particularidades.

12. *Entre el FIBRA y FIRBI ¿cuál considera más conveniente? ¿por qué?*

En un mercado tan poco desarrollado es prematuro decirlo. No hay experiencias que brinden elementos suficientes como para aseverarlo. Sin embargo, el FIBRA probablemente despegue primero dado que el Fideicomiso le otorga una confiabilidad a los ojos del inversionista. Pero en realidad, la estructura puede variar ligeramente, pero muchas veces la confianza va más por el lado de la Sociedad Agente que de la conveniencia de la figura en la que se invierta.

13. *Entre el FIBRA y FIRBI ¿cuál resulta más costoso, y si cree que de eso depende su elección o rechazo de parte de los inversionistas?*

La exoneración del pago del impuesto de Alcabala podría decantar en el FIBRA como el instrumento más barato, pero un inversionista no mide su decisión en función de costos, sino de resultados. Es decir, de rendimiento esperado. Si se muestra al FIRBI como el Fondo de mejor resultado, entonces el inversionista recurrirá a él. El problema es que no hay data sobre la cual comparar, salvo las experiencias de otros países en los que conviven estos dos vehículos de inversión.

14. *¿Cuál considera que debe ser la estrategia para asegurar los flujos de renta en el FIRBI?*

Depende de si se trata de arrendamiento de oficinas o locales comerciales o de venta de inmuebles construidos con recursos propios. En el primer caso, basta con un buen contrato que tenga buenas cláusulas de salida (drag along tag along), arbitraje bien definido, un socio estratégico en la administración de los inmuebles y un seguimiento exhaustivo a los contratos. En el segundo caso se puede precisar de un fideicomiso de administración dependiendo de cómo se haya armado el esquema de construcción de inmuebles. Si es en consorcio, asociación en participación. Dependerá mucho de la estructuración de la inversión.

15. *¿Considera usted que sería un buen incentivo para captar mayores inversionistas si en el Perú se exonera del impuesto a la renta a aseguradoras de fondos de pensiones y a las personas naturales extranjeras (no domiciliados) que inviertan en fondos de inversión?*

Tal vez en un primer momento, sí. Pero toda exoneración debe ser temporal. Tal vez lo mejor es una tasa muy baja. Veamos cómo están nuestros vecinos y apliquemos la misma fórmula. Hay que tener en cuenta que nuestro espejo son los países del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Hoy en día (con tasas bajas a nivel mundial) tenemos que ser lo más competitivos posibles para poder captar inversión extranjera.