



**Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles
(FIBRA): Análisis de su desarrollo dentro del Mercado Peruano Actual**

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

Jennifer Natalí Alcazaba Rafaelo:

Sandy Marisabel Bernal Chahua:

SANDY MARIASABEL BERNAL CHAHUA
D.N.I. N° 47453806

Annie Mariel Pastrana Pérez:

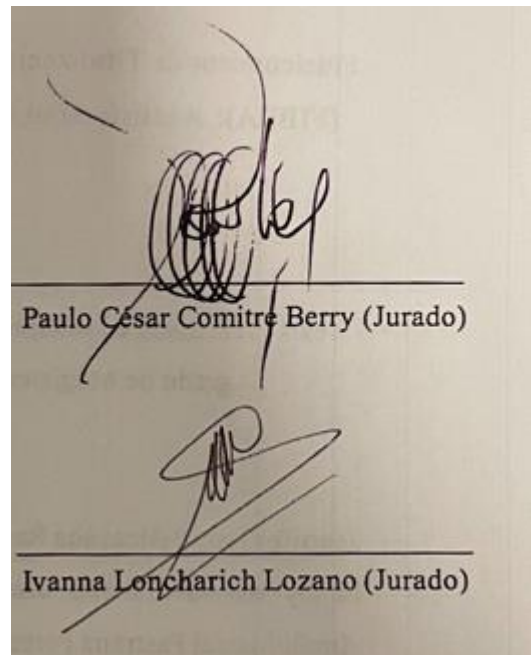
Programa de la Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

Lima, 21 de Setiembre del 2021

Esta tesis

**Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles
(FIBRA): Análisis de su desarrollo dentro del Mercado Peruano Actual**

ha sido aprobada.



Omar Darío Gutiérrez Ochoa (Asesor)

Universidad ESAN

2021

AGRADECIMIENTOS

A Dios, a mis padres, a mi novio y a mis seres queridos
por su acompañamiento, cariño y comprensión

Jennifer Natalí Alcazaba Rafaelo

A mi hermana Katherin, por su motivación y enseñanza,
A mis padres, mi madrina y mi abuelita por ser mi fuerza continua en todo el proceso.

Sandy Marisabel Bernal Chahua.

A Dios, a mi madre por el gran amor y ser mi motivación,
a mi padre por su acompañamiento y protección

Annie Mariel Pastrana Pérez

ÍNDICE GENERAL

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN	1
1.1 Planteamiento del problema.....	1
1.2 Objetivos	3
1.2.1 Objetivo General:.....	3
1.2.2 Objetivo Específico:.....	3
1.3 Metodología	3
1.3.1 Diseño	3
1.3.2 Tipo.....	4
1.4 Justificación	5
1.5 Alcance	5
1.6 Marco Legal	6
CAPITULO II: MARCO CONCEPTUAL	7
2.1 Contexto.....	7
2.2 Antecedentes	9
2.2.1 Internacionales. –	9
2.2.2 Nacionales. –.....	11
2.3 Definición	14
2.4 Partes en un Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces ...	15
2.5 Características	16
.....	18
CAPITULO III: ANÁLISIS COMPARADO	19
3.1 Estados Unidos.....	19
3.2 México	24
3.3 Chile.....	29
CAPITULO IV: ANÁLISIS DE LAS LIMITACIONES Y BENEFICIOS DEL FIBRA	35
4.1 Desde el punto de vista de los originadores	35
4.1.1 Limitaciones.....	35
4.1.2 Beneficios.....	38
4.2 Desde el punto de vista del inversionista	39
4.2.1 Limitaciones.....	40
4.2.2 Beneficios.....	44
4.3 Desde el punto de vista del mercado y el contexto actual COVID 19	46
CAPITULO V: ANALISIS LEGAL – FINANCIERO DEL FIBRA	53
CAPITULO VI: CONCLUSIONES	61

CAPITULO VII: ANEXOS	63
----------------------------	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1. Países con adopción de Fideicomisos para Inversión de Renta en Bienes Raíces.	10
Figura 2.2. Países con adopción de Fideicomisos para Inversión de Renta en Bienes Raíces.	11
Figura 2.3. Hoja Informativa FIBRA PRIME.....	11
Figura 2.4. Hoja Informativa Credicorp Capital	12
Figura 2.5. Flujo del Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces.	14
Figura 2.6. Esquema de la Operación de un FIBRA	18
Figura 3.1. Capitalización histórica de los REITs	20
Figura 3.2. Comparativo FIBRAS mexicanas	28
Figura 3.4. Semejanzas entre Fideicomiso de titularización de activos inmobiliarios PEU y los REITs	32
Figura 4.1. Distribución Portafolio FIBRA Credicorp	43
Figura 4.2. Distribución Portafolio FIBRA Prime	44
Figura 4.3. Distribución de los créditos y depósitos en el sistema financiero	48
Figura 4.6. Montos Negociados en mercados extranjeros	50
Figura 4.8. Monto Intermediado en la BVL por Sociedad Agente de Bolsa.....	52
Figura 4.9. Participación por SAB – Total Negociado Enero a Julio 2021	52
Figura 4.10. Montos Negociados en Mercados OTC . 2021.....	53
Figura 4.11. Montos Negociados en Mercados Extranjeros a Julio 2021.....	53

JENNIFER NATALÍ ALCAZABA RAFAELO

Contadora Pública Colegiada con más de 14 años de experiencia profesional en auditoría financiera, auditoría interna, evaluación de riesgos y contabilidad, especialmente orientada a empresas del sector financieros y de medios de pago. Nivel intermedio de inglés.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

Compañía Peruana de Medios de Pagos S.A.C. - NIUBIZ

Prestación de servicios relacionados con operaciones realizadas principalmente a través de tarjetas de crédito y débito con la marca VISA, Mastercard, entre otras.

Head de Contabilidad

Mayo 2020 - Actualidad

Liderar un equipo que tiene por objetivo mantener el adecuado y correcto registro contable de los hechos económicos de la organización, gestionando interacción con las áreas responsables de la información operativa.

Revisar propuestas de mejora en los procedimientos y actividades contables, así como proponer mejoras y plantear soluciones antes nuevos servicios digitales.

Gaveglio, Aparicio y Asociados S. Civil de R.L. – PwC

Empresa dedicada a brindar servicios de auditoría financiera, consultoría, auditoría interna a las principales empresas del país.

Senior Auditoría Interna

Junio 2019 – Mayo 2020

Encargada de equipos de trabajo destinados a la ejecución del Plan Anual de Auditoría Interna de cliente, así como evaluación de controles y procesos bajo la metodología SOX (Sarbanes-Oxley).

Senior Auditoría Financiera

Noviembre 2016 – Mayo 2019

Encargada de equipos de trabajo para la auditoría financiera en entidades del Sistema Financiero, desde la etapa de planificación de la auditoría, procesos, controles, pruebas sustantivas, entre otros.

Deloitte & Touche

Empresa dedicada a brindar servicios de consultoría, gestión de riesgos, implementación de matrices de controles, auditoría interna, entre otros.

Senior Consultor**Noviembre 2013 – Junio 2016**

Encargada de equipos de trabajo destinados a la gestión y desempeño en servicios de auditoría de cumplimiento SOX (Sarbanes-Oxley), evaluación de riesgo operacional, auditoría interna, entre otros.

Diners Club Perú S.A.

Empresa operadora de las tarjetas de crédito Diners Club, el cual permite a los usuarios realizar transacciones de consumos o compras de bienes y/o servicios en sus establecimientos afiliados.

Coordinador de Contabilidad**Abril 2011 - Noviembre 2013**

Participación en los análisis de procesos contables y operativos con el objetivo de identificar brechas comparándolos con la normativa emitida por la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) para empresas emisoras de tarjetas de crédito.

Revisión y análisis de EEFF mensuales y elaboración de presentación de resultados.

Gris y Asociados S. Civil de R.L. - Deloitte

Empresa dedicada a brindar servicios de auditoría financiera.

Senior Auditor**Agosto 2010 – Marzo 2011**

Responsable de equipos de trabajo a cargo de auditorías en empresas del sistema financiera, efectuando revisiones de sus ciclos de negocios, como: colocaciones, depósitos, tesorería e inversiones, entre otros.

Asistente de Auditoría**Agosto 2007 – Julio 2010**

Participación en proyectos de auditoría externa, evaluación de control interno y trabajos de procedimientos especiales previamente acordados, principalmente en entidades del sector financiero.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo	2019 - 2021
UNIVERSIDAD DE LIMA Postgrado en Contabilidad y Finanzas para la Gestión Estratégica	2011- 2011
UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS Título Contador Público	2002 - 2006

SANDY MARISABEL BERNAL CHAHUA

Abogada Colegiada con más de 5 años de experiencia en el rubro empresarial, con especialización en derecho corporativo y derecho registral. Con amplia experiencia en temas de derecho civil, registral, societario, fideicomisos de titulación de activos y sistema de prevención de lavado de activos. Nivel intermedio de inglés.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

Banco de Crédito del Perú S.A.

Empresa dedicada al rubro de prestación de servicios financieros con más de 127 años en el Perú, a su vez subsidiaria del Grupo Credicorp. Proveedor principal de servicios financieros con presencia a nivel nacional e internacional.

Abogada Principal

Diciembre 2020 - Actualidad

Atención de consultas legales a las diversas áreas de la empresa, asesoría legal societaria y civil, elaboración de contratos, supervisión de estudios externos, capacitación de personal y análisis de normas.

ASVID Engineering S.A.C.

Empresa de servicios de ingeniería con más de 5 años de experiencia en el mercado peruano. Dedicado a prestar servicios de electricidad, energía y mecánica de fluidos, con proyectos de electricidad, refrigeración y ventilación mecánica.

Asesora Legal

Abril 2020 - Diciembre 2020

Atención de consultas legales a las diversas áreas de la empresa, así como responsable de la elaboración y revisión de actas y acuerdos societarias.

Asesoría legal en temas contractuales, civiles y mercantiles y seguimiento en materia notarial, registral y de garantías. Consultoría en la constitución de todo tipo de sociedades.

Grupo CORIL Sociedad Titulizadora S.A.

Empresa líder en el Mercado de Capitales con 28 años de experiencia, miembro de la plataforma financiera de Grupo CORIL, con amplia experiencia en servicios y soluciones financieras.

Factor Fiduciario

Mayo 2019 – Febrero 2020

Responsable de estructuración de fideicomisos de titulización como mecanismo de financiamiento y administración fiduciaria de una cartera de más de noventa (90) patrimonios fideicometidos.

Diseño de estrategias para efectivizar el cobro de créditos con cartera castigada, evaluación y análisis de las garantías personales y patrimoniales para el acceso a la emisión de instrumentos de deuda, así como la revisión constante de la Normativa del Mercado de Valores y elaboración de informes legales.

Representante Bursátil suplente de la Sociedad Titulizadora.

Asesor Legal y Coordinadora de Prevención del

Sistema de Lavado de Activos

Julio 2017 – Mayo 2019

Encargada de la elaboración de contratos de fideicomisos de titulización de activos, de garantías de los financiamientos y de la asesoría legal en fondos privados, temas inmobiliarios, emisiones de instrumentos de deuda, tipos de financiamiento y lo relacionado con regulación y cumplimiento normativo con la Superintendencia del Mercado de Valores.

Responsable del cumplimiento en regulación del mercado de valores, remisión y atención de oficios y circulares del ente supervisor, así como de la revisión de la Normativa SPLAFT y de la actualización de los manuales de prevención y riesgos de las Sociedades.

REMAX Expo

Dedicada al sector inmobiliario especializada en inversiones, bienes raíces y alquiler de propiedades y proyectos al interior y exterior.

Asesora Legal**Enero 2016 – Julio 2017**

Responsable de la elaboración de contratos, revisión de poderes, partidas y títulos archivados del Registro de Propiedad Inmueble, así como la asistencia permanente a la Gerencia General y la capacitación del personal.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS

2019 - 2021

Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

COLEGIO DE ABOGADOS DE LIMA

2017- 2017

Diploma en Derecho Registral y Notarial

UNIVERSIDAD DE SAN MARTIN DE PORRES

2009 - 2014

Bachiller de la Facultad de Derecho

ANNIE MARIEL PASTRANA PEREZ

Contadora Pública Colegiada por el Colegio de Contadores de Lima con 9 años de experiencia profesional con especialización en gestión tributaria empresarial, con sólidos conocimientos en implementación de Normas Internacionales de información financiera orientada a empresas industriales. Liderando equipos de trabajo para la entrega de información financiera oportuna y la evaluación para un adecuado planeamiento tributario.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

PEVISA AUTO PARTS S.A.C.

Empresa industrial con 45 años en el mercado, se desenvuelve en el sector de auto partes, es productora y exportadora de empaquetaduras destinadas a motores a gasolina y/o diésel, también se dedica a la comercialización de mercadería, principalmente baterías y neumáticos y rodamiento.

Contador General

Enero 2019 - Actualidad

Liderar equipo de trabajo con el objetivo de registrar las partidas contables de acuerdo a la realidad, tomando como base la aplicación de las NIIFs para la presentación de Estados Financieros y demás información requerida por la gerencia financiera. Responsable de la declaración de impuestos y entrega de información a la administración tributaria.

Analista Contable

Octubre 2012 – Diciembre 2018

Encargada de analizar las partidas contables de acuerdo con NIIFs, preparación de información financiera tratamiento de inmueble maquinaria y equipo a valor razonable, participación en la elaboración de los Estados financieros y encargada de la preparación y presentación de los PLE (libros electrónicos).

INMOBILIARIA Y ADMINISTRADORA MOLSA S.A.C.

Contador General

Enero 2014 – Diciembre 2018

Liderar equipo de trabajo encargada de la presentación de Estados financieros de acuerdo con NIIFs.

DENTILAB DEL PERÚ S.R.L.

Empresa industrial dedicada a la fabricación de descartables médicos, dedicada también a la importación para la comercialización de productos que no producía, sus principales clientes eran ESSALUD mediante licitaciones y clínicas privadas.

Analista Contable

Diciembre 2011 – Diciembre 2012

Implementación de un nuevo sistema contable NAVASOFT. Analista de cuentas, registro contable del proceso productivo y encargada de presentación de PDTs mensuales y conciliaciones bancarias.

Asistente Contable

Enero 2010 – Noviembre 2011

Participación en estudios contables liquidación de impuestos y cálculo de beneficios sociales.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS 2019 - 2021

Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DEL PERÚ 2017- 2017

Diplomado en Especialización Avanzada en Aspectos Financieras y Tributarios de las NIIFs.

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS 2016 - 2016

Especialidad en Gestión Tributaria Empresarial

UNIVERSIDAD DE SAN MARTIN DE PORRES 2009 - 2014

Título Contador Público

RESUMEN EJECUTIVO

En aras de promover la inversión en el mercado bursátil; así como de brindar un soporte normativo especializado para la inversión en bienes y raíces, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), ha dictado normas que permiten el desarrollo de la inversión nacional y extranjera, a través de la creación de nuevos mecanismos de inversión en renta de bienes inmuebles: el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIBRA) y el Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI), los cuales constituyen medios de financiamiento para la compra de bienes inmuebles y/o desarrollo de proyectos inmobiliarios que tienen como fin otorgar una rentabilidad periódica por su arrendamiento a sus tenedores titulares de los certificados de participación emitidos por el Fideicomiso y/o Fondo, respectivamente.

El presente trabajo desarrollará el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIBRA) y analizará el impacto generado en los inversionistas del Mercado de Valores, en calidad de demandantes del producto; así como en los desarrolladores y promotores de Proyectos inmobiliarios.

En ese sentido, a partir del presente trabajo, las autoras pretenden analizar los ventajas y desventajas de los FIBRAS para el aprovechamiento del producto como vehículo de inversión bursátil que, sin duda representa beneficios para quienes demandan financiamiento para la compra y/o desarrollo de proyectos inmobiliarios, como para quienes requieran diversificar su cartera de inversiones.

Por lo que la investigación de la presente tesis tiene como finalidad brindar aportes que coadyuven al desarrollo y aplicación de los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles en el mercado peruano, para lograr el éxito que el referido vehículo de inversión ha obtenido en países como Estados Unidos, México, Colombia y Chile.

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN

1.1 Planteamiento del problema

Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), el sector construcción en el Perú ha mostrado cifras de crecimiento económico en los últimos años, lo que ha contribuido con el desarrollo económico del país, influyendo además en el crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI); por lo que se considera que la contribución del sector construcción en la economía ha sido considerable, lo que a su vez generaba un impacto dinamizante en dicho contexto, razón por la que resultaba atractiva como oportunidad de negocio tanto para el sector público como para el privado.

El Banco Central de Reserva en su Reporte de Inflación del 2019, señaló que el PBI del sector construcción creció en un 3.8 por ciento en los meses de Enero y Octubre del 2019, ello debido a la inversión privada que hasta la fecha viene apostando por dicho rubro, a consecuencia del incremento de la demanda de edificaciones destinadas a la vivienda, oficinas, locales comerciales, proyectos retail y otros según la Cámara Peruana de la Construcción - CAPECO.

Sin perjuicio del crecimiento del PBI, se debe destacar que el reporte anteriormente indicado también reflejó el estancamiento de la inversión pública y la disminución de la inversión privada en relación con años anteriores, por lo que, el Estado ha dispuesto dinamizar proyectos mineros de grandes infraestructuras, recuperación de la propuesta Mi Vivienda, el impulso de los proyectos retail, entre otros, con el fin de promover la inversión en el sector construcción.

En ese sentido, para activar el rubro construcción y fomentar la inversión privada se dinamizaron los vehículos de inversión privados, con ventajosos beneficios tributarios y financieros, los cuales son los Fideicomisos de Titulización para la Inversión en Renta de Bienes Raíces – FIBRA, los mismos que han sido adoptados por conocidas empresas del mercado peruano como el Banco BBVA, Credicorp Capital, LATAM REIT, entre otras; no obstante, no han tenido la acogida esperada, en tanto

desde el 2018 hasta la fecha de elaboración del presente trabajo, únicamente se han constituido tres (3) Fideicomisos de Titulización para la Inversión en Renta de Bienes Raíces: PRIME, CREDICORP CAPITAL y THE LATAM REIT.

Por tanto, es posible advertir que los gestores, desarrolladores y constructores están obviando la alternativa de financiamiento propuesta por la Superintendencia del Mercado de Valores a través del Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles a pesar del crecimiento del sector construcción y su posible mayor desarrollo en los próximos años.

Del mismo modo, se observa que durante el 2020 el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Inmuebles denominado LATAM REIT tuvo planeado realizar una emisión de US\$48.3 Millones de los cuales US\$32.2 serían colocados mediante oferta pública inicial, mientras que la diferencia mediante aporte de sus socios fundadores; no obstante, el Fideicomiso no logró colocar la oferta propuesta por lo que se vio en la necesidad de cancelar la misma hasta nuevo aviso.

En ese sentido, surge el gran cuestionamiento del por qué los gestores y desarrolladores continúan optando por los medios de financiamiento tradicionales cuando en la actualidad existen nuevos vehículos de inversión con beneficios tributarios no otorgados a otro tipo de instrumentos de financiamiento; así como por qué los inversionistas no optan por ampliar su cartera de inversiones ante nuevas propuestas con rentabilidad comprobada, que les permite diversificar riesgos y obtener liquidez constante; a través del cobro de utilidades como es el caso del FIBRA, que genera utilidades anuales las cuales pueden ser distribuidas incluso de forma trimestral.

Por lo que, mediante el desarrollo del presente trabajo analizaremos en un marco comparativo los fideicomisos de titulización desarrollados en países extranjeros como Chile, Colombia y México, donde el referido mecanismo de inversión es usado con mayor frecuencia que en nuestro país y donde el marco legal es semejante al de Perú.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo General:

Analizar las ventajas, limitaciones legales, tributarias y financieras que incentivan y desincentivan la aplicación de los fideicomisos de titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, como instrumento de financiamiento e inversión.

1.2.2 Objetivo Específico:

- 1) Identificar las causas por las que los Fideicomisos de Titulización para inversión en Renta de Bienes Raíces no han sido adoptados por los inversionistas nacionales y extranjeros, ni por los desarrolladores inmobiliarios en el Perú.
- 2) Analizar las necesidades e incentivos de los desarrolladores inmobiliarios e inversionistas para aplicar instrumentos financieros distintos a los FIBRA y evaluar cómo introducirlos a la inversión a través del Mercado de Valores.
- 3) Estudiar la legislación comparada para identificar las diferencias entre los beneficios y limitaciones legales dispuestos para los Fideicomisos de Titulización para inversión en Renta de Bienes Raíces, lo cual nos permitirá adoptar medidas regulatorias adicionales para su promoción y ejecución.
- 4) Proponer modificaciones regulatorias necesarias que incentiven la aplicación de los FIBRA y la inversión en el Mercado de Capitales.

1.3 Metodología

1.3.1 Diseño

En la presente investigación se empleará la metodología cualitativa mediante:

- Teoría fundamental.
- Estudio de FIBRAS realizadas nacionales y extranjeras.

- Datos estadísticos del sector inmobiliario.
- Otras herramientas y técnicas para la obtención de información relevante adicional.

1.3.2 Tipo

Hemos estructurado la investigación según el método analítico deductivo, de la siguiente manera:

- Marco teórico y conceptual, el cual nos permite establecer las definiciones y los criterios utilizados en el desarrollo del presente trabajo.
- Análisis de los informes elaborados por los reguladores de estos instrumentos, tales como: SMV, SUNAT, BCRP, MEF, así como estadísticas del BCRP, INEI y CAPECO.
- Evaluación de experiencias internacionales de financiamiento de empresas inmobiliarias; con la revisión de otros casos de América Latina se puede aprender sobre las mejores prácticas aplicadas en otros países de la región, especialmente en México.
- Revisión de la bibliografía relacionada, con la finalidad de actualizar conceptos y profundizar en los mismos, tales como revistas, publicaciones y libros.
- Realización de entrevistas a profesionales con amplia experiencia, a efectos de proceder a estudiar y analizar su perspectiva y objetividad en casos similares al propuesto, perspectivas bajo las cuales podremos desarrollar el presente trabajo de tesis, en relación con los objetivos generales y los objetivos específicos planteados.
- Revisión de diversos temas de forma interdisciplinaria, que se encuentren involucrados de forma subyacente al problema que planteamos desarrollar, para plasmar ventajas y desventajas en el uso del vehículo de inversión.
- Finalmente, requeriremos asistencia de un profesor de la maestría experto en la materia, con la finalidad de brindarnos lineamientos que coadyuven al inicio y desarrollo de la investigación del problema materia de la presente tesis.

1.4 Justificación

Esta investigación busca identificar los incentivos y desincentivos, de los desarrolladores inmobiliarios e inversionistas, que promueven y limitan la adopción de los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces – FIBRA; con la finalidad de determinar las modificaciones necesarias para su aplicación.

Nuestro trabajo se encuentra orientado a evaluar los beneficios y desventajas de la regulación actual y los motivos por los cuales no han sido aceptados por los inversionistas en comparación de su adopción en otros países donde el mecanismo de inversión es usado con frecuencia para el desarrollo de proyectos inmobiliarios e inversión en el Mercado de Valores.

A diferencia del fideicomiso de titulización de activos, el cual suele ser usado también para la adquisición de bienes inmuebles y el financiamiento de proyectos inmobiliarios, los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces – FIBRA - ofrecen incentivos tributarios diferentes y con mayor ventaja para su aplicación; así mismo representan una alternativa de inversión y rentabilidad periódica de acuerdo a la distribución de efectivo y la apreciación de los bienes del fideicomiso; por lo que resulta necesario determinar la causa del reducido interés hacia el mecanismo de inversión en cuestión.

1.5 Alcance

A partir de la presente tesis se obtendrá un explícito panorama de los motivos por los cuales los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces no han obtenido los resultados esperados, en la medida que no han dinamizado el mercado de valores ni han logrado ser considerados como fuente de financiamiento rentable para los demandantes de inversión en valores mobiliarios, para en función a ello desarrollar medidas alternativas que permitan su despegue en el mercado nacional.

1.6 Marco Legal

- Ley del Mercado de Valores desarrolla los puntos básicos del Proceso de Titulización de Activos, el régimen aplicable a las Sociedades Titulizadoras y a los Fideicomisos de Titulización.
- Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, el cual establece las normas generales de los patrimonios fideicometidos, la oferta de los valores emitidos en virtud de la constitución de los patrimonios autónomos y a los Fideicomisos de Titulización para la Inversión en Renta de Bienes Raíces en el Perú.
- Ley que promueve el desarrollo de Mercado de Capitales - Ley Nro.30532 - la cual otorga un trato particular a las rentas del Fideicomiso de Titulización para la Inversión en Renta de Bienes Raíces con el objeto de apoyar en el desarrollo del mercado de capitales.
- Resolución SMV 009-2019-SMV/01, la cual modifica el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos en función a la ampliación de información adicional respecto a los FIBRA.
- Mediante Decreto de Urgencia N°005-2019, que modificó la Ley N°30341, Ley que fomenta la liquidez e integración del mercado de valores, se extendió la vigencia del régimen de exoneración prevista en esta última Ley hasta el 31 de diciembre de 2022. Se incluye dentro del ámbito de la exoneración del Impuesto a la Renta a las ganancias por venta a través de un mecanismo centralizado de negociación supervisado por la SMV, de valores representativos de deuda certificados de participación de FIRBIS y FIBRAS.

CAPITULO II: MARCO CONCEPTUAL

2.1 Contexto

El rubro inmobiliario engloba los rubros de vivienda, oficina, retail, almacenes, entre otros. De conformidad con el 23° Estudio denominado: “El Mercado de Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y el Callao”, dentro de la actividad edificadora en el Perú, el tipo de edificación con mayor participación en la economía es la vivienda. En segundo lugar, se ubican las edificaciones destinadas a otros usos como centros educativos, hoteles, esparcimiento, edificaciones institucionales, parques de estacionamiento. Encontrándose en tercer lugar las oficinas y retail.

Cabe precisar que, la construcción de oficinas se desarrolla en función a la demanda de las empresas que requieren de ambientes corporativos para su adquisición, en modo de arrendamiento. El crecimiento económico del país permite la actividad del sector construcción, el cual está en función de la oferta y demanda de sus adquirentes, demandantes, ofertantes e inversionistas.

En la actualidad, el desarrollo económico del país ha permitido la evolución del mercado de oficinas prime en Lima, encontrándose situados los mismos en las zonas más céntricas de la capital, tales como San Isidro, Miraflores, San Borja, Chacarilla, Magdalena, Surco y la Molina, distritos clave para los desarrolladores inmobiliarios quienes han advertido en los mismos cierta afinidad con las necesidades de sus clientes.

Las empresas de servicios, entre ellas las de seguros, finanzas y construcción, son las principales demandantes de las oficinas prime, pues las mismas corresponden a actividades básicas cuyo desarrollo se encuentra influenciada con el desarrollo de la economía del país.

Por otro lado, cabe mencionar que durante el 2019 se han venido desarrollando diferentes tipos de proyectos inmobiliarios para compra y/o arrendamiento, dirigidos en su mayoría a personas jóvenes, quienes en aras de lograr su independencia y realización vienen arrendando inmuebles que mejor se acomoden a sus necesidades básicas, en

lugares céntricos y cercanos a sus centros de estudios, centros de trabajo o comercio en general. En ese sentido, muchas personas vienen adquiriendo inmuebles para su posterior arriendo a terceros con el fin de obtener ganancias de la rentabilidad que dicha operación pueda generar.

Al término del 2020, el sector construcción reflejó un crecimiento considerable del 23.1%, sumando así cuatro meses de crecimiento continuo, y una retracción del 13.9%, mucho menor al originalmente estimado. Resultados que auguran un sustantivo crecimiento de dos dígitos para presente año, según CAPECO.

Si bien la suspensión de actividades originadas por el COVID-19 ha impactado en diversos sectores económicos de la Sociedad, las mismas han sido dejadas sin efecto a la fecha, por lo que se vienen reanudado progresivamente las labores de los distintos segmentos económicos; así como las necesidades de la población de adquirir la propiedad y/o posesión de bienes inmuebles que mejor se ajusten a los cambios surgidos a consecuencia de la pandemia, como rentas más cómodas, espacios más amplios, espacios con menor cantidad de personas que dificulten el contagio del virus, entre otros. Así mismo, los centros comerciales y supermercados vienen buscando nuevos espacios que les permita posicionarse en el Mercado, apostando por espacios más cerca de sus consumidores, llegando cada vez más cerca de ellos, con el fin de satisfacer sus necesidades y requerimientos, razón por la que la demanda de centros retail, comercio y depósitos continúa incrementándose tanto a nivel local como nacional.

Es así que encontrándonos ante un incipiente desarrollo y evolución del sector inmobiliario tanto para las construcciones para vivienda, como para arrendamiento; resulta pertinente aplicar nuevas opciones de inversión a las tradicionales, siendo el mercado bursátil una buena alternativa tanto para empresas como para inversionistas que buscan un “Win – Win”.

En ese sentido, a continuación analizaremos a los Fideicomisos de Titulización para la Inversión en Renta de Bienes Raíces, como fuente de financiamiento y mecanismo de inversión especializado en el sector inmobiliario que ofrece el Mercado de Valores; así como, las razones del por qué existiendo normativa especializada y con amplios

beneficios financieros y tributarios, las empresas desarrolladoras no han adoptado por listar en bolsa para el financiamiento de la adquisición y/o desarrollo de sus proyectos inmobiliarios; así mismo analizar las razones por las que los inversionistas no diversifican su cartera en certificados de participación que los convierta en titulares de un patrimonio autónomo que les asegure un retorno inevitable a corto y/o largo plazo, predictibilidad en los flujos de sus rentas, ventajas fiscales y distribuciones periódicas de las utilidades; a pesar de tener conocimiento de las actuales proyecciones del sector inmobiliario, sector que ha reflejado no aminorarse ante las limitaciones impuestas por el COVID-19 sino más bien refleja una exitosa reactivación en su rubro.

2.2 Antecedentes

2.2.1 Internacionales. –

Los Fideicomisos de Titulización para Inversión de Renta de Bienes Raíces (FIBRA) tiene como origen los Real Estate Investment Trust (REITs).

Los REITs son vehículos de inversión inmobiliaria eficientes tributariamente que generan rentas de forma regular; a través de dividendos, que se encuentran listados y negociados en las Bolsa de Valores de aproximadamente 38 países.

Dichos REITs cuentan con un carácter principalmente inmobiliario y son invertidos en edificaciones industriales, oficinas comerciales, hoteles, residencias, entre otros.

Su principal característica es que deben distribuir la mayor parte de sus resultados entre sus partícipes, por lo que puede ser considerado como instrumento atractivo para inversionistas de renta, pues brinda un dividendo relativamente elevado asociado a la liquidez en Bolsa y a la apreciación de capital de los propios títulos.

Los REITs en EE. UU. y otras geografías no se encuentran gravados a nivel corporativo. Según el país, los REITs son conocidos como: US REITs (EE. UU.), Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces o FIBRA (México), UK-REITs en Reino

Unido, J-REITs en Japón, G-REITs (Alemania), SIIC (Francia), SOCIMI (España), entre otros.

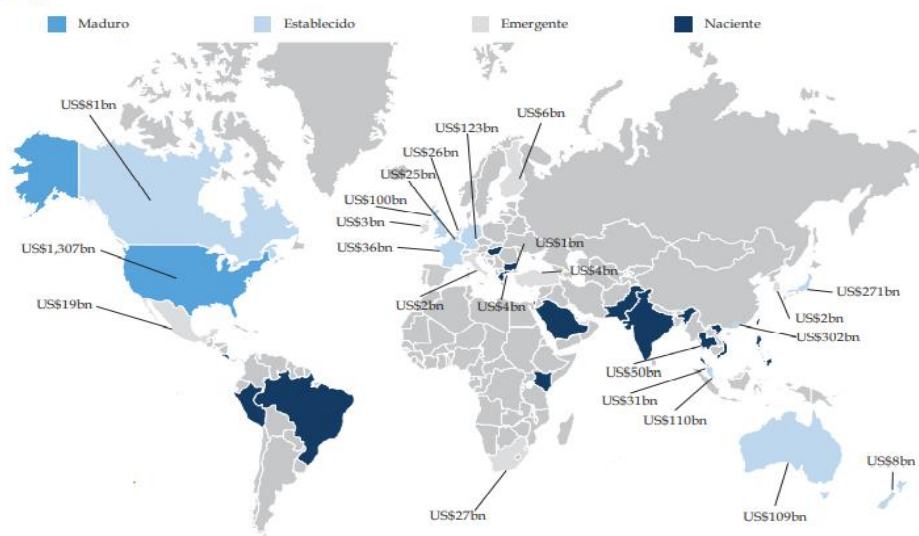
A la elaboración de la presente tesis, más de treinta y ocho (38) países ofrecen los Real Estate Investment Trust. A nivel global, los REITs han destacado en países como Estados Unidos, Francia, España y Canadá.

En el 2018, Jones Lang Lasalle, mediante declaraciones al “Latin America Regional Prime Office Report”, señaló que “Latinoamérica tiene un alto potencial de crecimiento inmobiliario, siendo las ciudades más representativas, México, Sao Paulo, Santiago, Lima, Bogotá y Panamá”

A continuación, adjuntamos un gráfico que demuestra los países que a la fecha han adoptado los Fideicomisos para Inversión de Renta en Bienes Raíces:

Figura 2.1. Países con adopción de Fideicomisos para Inversión de Renta en Bienes Raíces

Adopción por Categoría y Capitalización de Mercado (US\$bn)



Fuente: Prospecto Marco del “Primer Programa de Emisión de Certificados de Participación – FIBRA THE LATAMREIT”, 24.11.2020.

Figura 2.2. Países con adopción de Fideicomisos para Inversión de Renta en Bienes Raíces

País	Forma	País	Forma
Alemania	Fideicomiso	Israel	Fideicomiso
Australia	Fideicomiso	Italia	SIIQ (listed real estate investment company)
Bélgica	SICAFI (real estate company)	Japon	Fideicomiso
Bulgaria	Fideicomiso	Korea	Fideicomiso
Canada	Fideicomiso	Malasia	Fideicomiso
China	Fideicomiso	Mexico	Fideicomiso
Emiratos Árabes	Fideicomiso	Nueva Zelanda	LPV (listed property vehicles)
España	SOCIMI (sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario)	Pakistan	Fideicomiso
Finlandia	Fideicomiso	Rumania	Fideicomiso
Francia	SIIC (Sociedades de inversiones inmobiliarias)	Singapur	Fideicomiso
Grecia	REIC (real estate investment company)	Sudáfrica	Fideicomiso
Holanda	FBI (fiscal investment institution)	Taiwan	Fideicomiso
Hong Kong	Fideicomiso	Turquía	Real estate investment company
Irlanda	Fideicomiso	UK	Fideicomiso
		USA	Fideicomiso

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

2.2.2 Nacionales. –

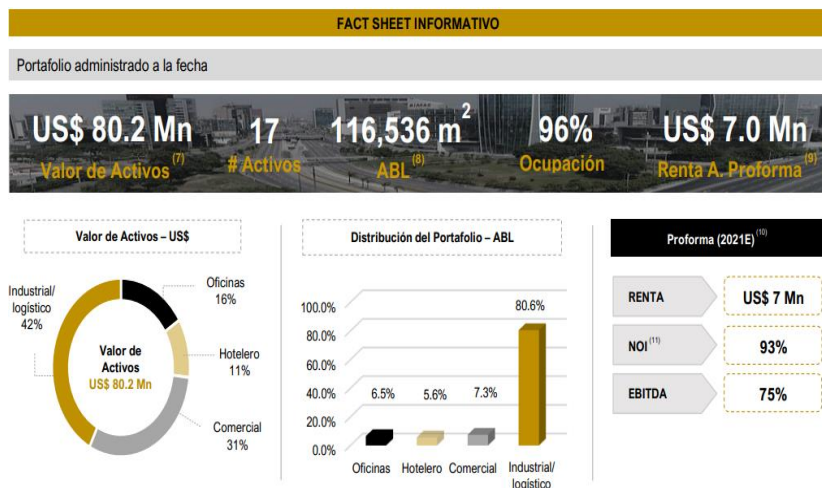
Mediante Resolución Nro.038-2016-SMV/01, del 24 de noviembre del 2016, la Superintendencia del Mercado de Valores dispone incorporar a los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Rentas de Bienes Raíces al Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos; con el fin de incentivar la constitución de patrimonios en fideicomiso cuyo único objeto sea adquirir o construir inmuebles destinados a la cesión en uso, para la obtención de una renta, con la emisión exclusivamente de certificados de participación a ser ofertados en el Mercado de Valores.

En ese sentido, con el fin de promover la adopción de este nuevo tipo de fideicomiso de titulización especializado en la inversión en renta de bienes raíces, el Ministerio de Economía y Finanzas dispuso aprobar el Reglamento de la Ley Nro. 30532, el 31 de diciembre del 2016, a través de la cual dispone brindar un tratamiento tributario especial para los FIBRAS.

Con fecha del 23 de agosto del 2018 se constituye en el Perú, el primer Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces denominado FIBRA PRIME con un Programa de Emisión de Certificados de Participación hasta por un monto máximo de US\$500'000,000.00 (Quinientos Millones y 00/100 dólares americanos). Cabe precisar que la colocación número cuatro (4), fue la más reciente colocación efectuada por el FIBRA PRIME, por el valor de US\$35'000,000.00 (Treinta y Cinco y 00/100 dólares americanos).

Actualmente, FIBRA PRIME cuenta con una política de distribución trimestral de utilidades y 401 titulares de certificados de participación.

Figura 2.3. Hoja Informativa FIBRA PRIME



Fuente: Fact sheet Informativo, F.I.B.R.A. PRIME, 02-2021.

El 29 de agosto del 2019 se constituye el segundo Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces denominado FIBRA CREDICORP, único fideicomiso con alcance regional con inversiones en Chile y Colombia, con un Programa de Emisión de Certificados de Participación hasta por un monto máximo de US\$50'623,000.00 (Cincuenta Millones Seiscientos Veintitrés y 00/100 dólares americanos). El FIBRA Credicorp realizó su primera y única emisión en agosto del 2020, por el valor de US\$25'800,000.00 (Veinticinco Millones Ochocientos Mil y 00/100 dólares americanos). Actualmente cuenta con una política de distribución trimestral de utilidades y 386 titulares de certificados de participación.

Figura 2.4. Hoja Informativa Credicorp Capital

TÉRMINOS Y CONDICIONES		PRINCIPALES MÉTRICAS OPERATIVAS		
Portfolio Manager	Juan Francisco Aranda Arrascue	Consolidado		
Empresa Administradora	Credicorp Capital Servicios Financieros	GLA ¹	8,181m ²	
Moneda	USD	Propiedades	1	
Tamaño Máximo	USD 500MM	Inquilinos	3	
Monto Colocado	USD 25.8MM	Ocupación	100%	
Fecha de Inicio	26 de agosto de 2020	Plazo Promedio de Contratos	35 meses	
GLA ¹	8,181m ²	PRINCIPALES MÉTRICAS FINANCIERAS		
Política de Distribuciones	Trimestrales	En USD	1T-2021	2T-2021
Dividendo Objetivo	Entre 6.5% y 7.5% al año	Ingresos	546,770	538,186
Mercado Secundario	Bolsa de Valores de Lima	NOI ²	517,661	509,662
Comisión de Administración	1.25% sobre Activos	Valor de los activos	27,070,737	27,060,794
		Activos Inmobiliarios	24,210,000	24,210,000
		Deuda	-	-
		Caja	733,876	720,320

Fact sheet Informativo, Credicorp Capital, Asset Management, 06-2021.

El 25 de marzo del 2019 se constituye el tercer Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces denominado FIBRA LATAM REIT, con alcance regional e inversiones en Chile, México y Colombia, con un Programa de Emisión de Certificados de Participación hasta por un monto máximo de US\$2,000'000,000.00 (Dos Mil Millones y 00/100 dólares americanos).

El FIBRA tuvo planeado realizar una primera emisión por US\$48'300,000.00 (Cuarenta y Ocho Millones Trecientos Mil y 00/100 dólares americanos), no obstante, no recibió las suficientes órdenes de compra hasta el 15 de diciembre del 2020, fecha de cierre, por lo que no realizó la colocación ni la emisión de los referidos valores mobiliarios.

Según lo dispuesto en el Acto Constitutivo y en el Prospecto Marco del referido FIBRA, la distribución de dividendos sería realizada cuatro (4) veces al año, las cuales no necesariamente coincidirán con cada trimestre calendario.

De lo expuesto se advierte que el marco regulatorio del Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces se encuentra vigente desde el 2016; no obstante a la fecha únicamente han sido constituidos tres (3) FIBRAS, los cuales aún no han completado la emisión total de su Primer Programa, lo que genera cierto desconcierto para las Entidades Estructuradoras, Emisoras, Colocadoras, Sociedades Titulizadoras, Superintendencia del Mercado de Valores, entre otras; toda vez que la reducida demanda del citado instrumento financiero evidencia el poco éxito obtenido a comparación de los Real Estate Investments Trusts (REITs) de Estados Unidos, los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRA) de México y en general la adopción global de este tipo de fideicomiso de titulización con semejante estructura y operatividad.

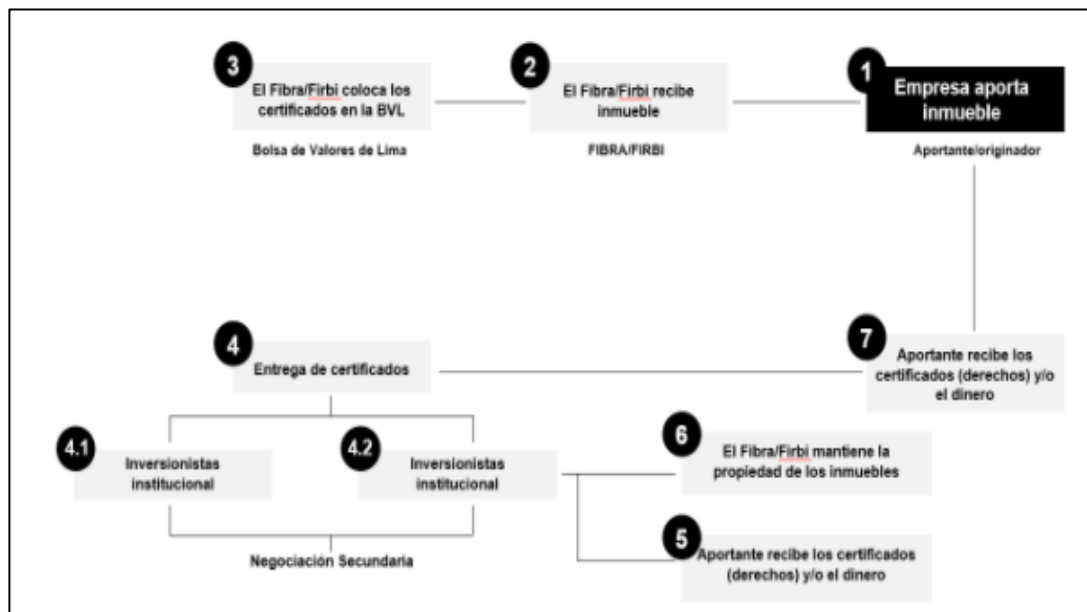
2.3 Definición

FIBRA - “Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces”.

Es un instrumento de financiamiento que tiene como fin la adquisición y/o desarrollo (construcción) de bienes inmuebles destinados a generar una rentabilidad periódica a través de la cesión en uso de tales bienes. Dicho financiamiento es obtenido a través de la emisión, colocación y suscripción de certificados de participación a emitir por el patrimonio fideicometido. Valores mobiliarios puestos a disposición de inversionistas mediante oferta pública primaria en el Mercado de Valores, lo que a su vez cataloga al FIBRA como un vehículo de inversión que genera rentabilidad a favor de los titulares de los certificados de participación, a partir de la distribución de utilidades del patrimonio en fideicomiso.

Cabe precisar que el patrimonio fideicometido ostenta el dominio fiduciario de los inmuebles cedidos y/o adquiridos y/o construidos; mientras los contratos de cesión en uso a favor de terceros se constituyen en respaldo de las obligaciones del patrimonio a favor de los inversionistas tenedores de los certificados de participación. A continuación, un esquema del flujo del FIBRA:

Figura 2.5. Flujo del Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2019.

2.4 Partes de un FIBRA

- **Fiduciario**

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, la Sociedad Titulizadora desempeña la función de Fiduciario y es el encargado de realizar la constitución del patrimonio fideicometido del FIBRA, a su vez tiene la facultad de nombrar a uno o más Administradores para la gestión operativa y estratégica de los negocios del FIBRA; así como de nombrar a los miembros del Comité Técnico.

A su vez el fiduciario realiza la emisión de certificados de participación y certificados de participación en cartera, los cuales son ofertados en el Mercado de valores a favor de inversionistas e institucionales y miembros del Comité, Administrador, Sociedad Titulizadora u otros terceros, respectivamente.

- **Comité Técnico**

Es nombrado por el Fiduciario y es el responsable de adoptar las decisiones de inversión en favor del fideicomiso de titulización, aprobar las condiciones de emisión de los certificados de participación, atender las solicitudes que formule el Fiduciario, entre otros.

El Comité debe estar conformado por un mínimo de tres (3) integrantes con acreditada formación académica y experiencia profesional.

- **Administrador**

Es aquella persona jurídica que realiza la función operativa y de mantenimiento del patrimonio fideicometido del FIBRA; así como, de los activos en los que este invierte, en virtud de las disposiciones establecidas en el Acto Constitutivo del fideicomiso, las decisiones del Comité Técnico y los acuerdos adoptados por la Junta general de Fideicomisarios.

- **Fideicomitente y/o Originador**

Es quien se obliga a realizar la transferencia fiduciaria de uno o un conjunto de bienes para la constitución de un patrimonio fideicometido sujeto a dominio fiduciario de la Sociedad Titulizadora para su desarrollo y rentabilidad, a cambio de certificados de participación que representan una parte alícuota de los recursos del patrimonio fideicometido.

Cabe señalar que el fideicomitente puede intervenir en el fideicomiso de infraestructura de bienes raíces, en calidad de fideicomisario.

- **Fideicomisario y/o Inversionistas**

Son aquellas personas naturales y/o jurídicas titulares de los certificados de participación, beneficiario de la rentabilidad obtenida por los ingresos del patrimonio fideicometido.

- **Patrimonio Fideicometido**

Patrimonio autónomo constituido por los activos inmuebles cedidos al fideicomiso o adquiridos por el patrimonio para la construcción de bienes inmuebles, que respalda las emisiones de los valores mobiliarios, destinados a una forma onerosa de cesión en uso de los mismos.

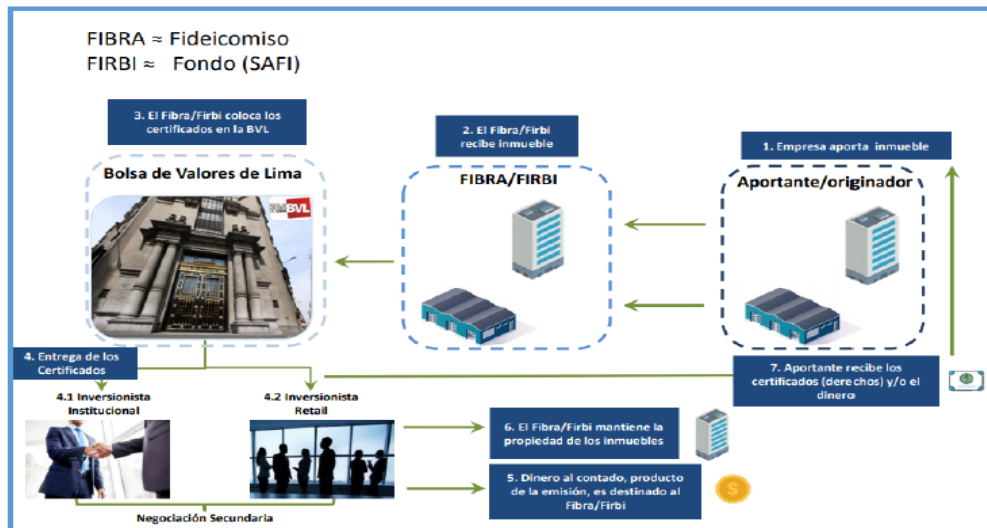
2.5 Características

Entre las principales características generales de los FIBRAS, podemos citar:

- Son constituidos con el objeto financiar la adquisición y/o construcción y/o desarrollo de un inmueble, con el fin de generar cierta rentabilidad con los ingresos obtenidos por la cesión en uso de tales bienes fideicometidos.

- Las rentas por arrendamiento u otra forma de cesión en uso se encuentran gravadas con el 5%, la cual es retenida por el Fiduciario.
- El fiduciario realiza la atribución de rentas y pérdidas netas atribuibles que correspondan a los fideicomisarios, a efectos de aplicar la retención del 5% correspondiente.
- Es un instrumento de inversión a largo plazo.
- Los ingresos del FIBRA se miden en función a la rentabilidad obtenida en virtud de los contratos de cesión en uso de los activos que forman parte del patrimonio fideicometido.
- El setenta (70) % de los activos del fideicomiso de titulización debe estar invertido en activos propios, mientras que la diferencia debe ser invertida en instrumentos representativos de deuda emitidos por el BCRP, gobiernos y bancos centrales.
- El FIBRA puede adquirir sus propios certificados de participación en la medida que estos sean adquiridos con el fin de estabilizar precios de los certificados de participación.
- Sólo se puede disponer de los inmuebles del fideicomiso de titulización cuando hayan transcurrido como mínimo cuatro (4) años computados desde la transferencia del bien a favor del fideicomiso o desde el término de construcción del inmueble, bajo apercibimiento de perder las ventajas tributarias obtenidas por la transferencia del inmueble.
- Brinda a sus inversionistas retornos principalmente en forma de utilidades (95% de la utilidad neta distribuable anual), que son pagados como mínimo una vez al año.
- Genera rentabilidad para los fideicomisarios mediante la distribución de efectivo y la apreciación de los bienes propiedad del fideicomiso.
- Los certificados de participación deben ser tomados como mínimo por diez (10) inversionistas no vinculados.
- Predictibilidad en los flujos de las rentas, ventajas fiscales y distribuciones periódicas en efectivo de sus utilidades a sus inversionistas.

Figura 2.6. Esquema de la Operación de un FIBRA



Fuente: Bolsa de Valores de Lima, 2018.

CAPITULO III: ANÁLISIS COMPARADO

En el presente artículo desarrollaremos las principales características y el marco legal de los Fideicomisos de Titulización para la Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA), de los países que constituyen el Mercado Integral Latino Americano (MILA) y Estados Unidos.

3.1 Estados Unidos

3.1.1 Origen

Los REITs, Real Estate Investments Trusts, o también conocidos como Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces, tuvieron sus inicios en la década de los 60's. Surgieron con el objeto de dinamizar la participación de inversionistas menores en inversiones inmobiliarias, ofreciendo tasas bajas. Otorgando así la oportunidad de diversificación de cartera para los inversionistas estándar.

No obstante, tomó impulso en volumen y popularidad a partir de 1990, en tanto registró un mayor crecimiento en la constitución de Fideicomisos de Inversión de Bienes Raíces, desarrollando hasta más de cien REITs desde 1990 hasta el 2000.

Los REITs incentivan la participación del inversionista de a pie, en tanto no requiere de conocimiento especializado sobre el FIBRA toda vez que la administración y toma de decisiones respecto al mismo, está a cargo del Fiduciario y del Comité Técnico, panel experto en temas inmobiliarios.

Así mismo, constituyen una parte importante de la economía estadounidense toda vez que contribuyen notablemente en el mercado laboral y la base tributaria de dicho país.

Según la Asociación Nacional de Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria (NAREIT), la capitalización de mercado de los REITs alcanzó 1,048 billones de dólares en el 2018. A continuación, presentamos un gráfico emitido por NAREIT, que demuestra la capitalización histórica de los REITs en el mercado inmobiliario desde 1972-2020.

Figura 3.1. Capitalización histórica de los REITs

FIN DE AÑO	TODOS LOS REIT		EQUIDAD		HIPOTECA		NÚMERO HÍBRIDO DE REIT	
	# DE REIT	CAPITALIZACIÓN DE MERCADO	# DE REIT	CAPITALIZACIÓN DE MERCADO	# DE REIT	CAPITALIZACIÓN DE MERCADO	# DE REIT	CAPITALIZACIÓN DE MERCADO
1971	34	1.494,3	12	332,0	12	570,8	10	591,6
1972	46	1.880,9	17	377,3	18	774,7	11	728,9
1973	53	1.393,5	20	336,0	22	517,3	11	540,2
1974	53	712,4	19	241,9	22	238,8	12	231,7
1975	46	899,7	12	275,7	22	312,0	12	312,0
1976	62	1.308,0	27	409,6	22	415,6	13	482,8
1977	69	1.528,1	32	538,1	19	398,3	18	591,6
1978	71	1.412,4	33	575,7	19	340,3	19	496,4
1979	71	1.754,0	32	743,6	19	377,1	20	633,3
1980	75	2.298,6	35	942,2	21	509,5	19	846,8
1981	76	2.438,9	36	977,5	21	541,3	19	920,1
mil novecientos ochenta y dos	66	3.298,6	30	1.071,4	20	1.133,4	dieciséis	1.093,8
1983	59	4.257,2	26	1.468,6	19	1.460,0	14	1.328,7
1984	59	5.085,3	25	1.794,5	20	1.801,3	14	1.489,4
1985	82	7.674,0	37	3.270,3	32	3.162,4	13	1.241,2
1986	96	9.923,6	45	4.336,1	35	3.625,8	dieciséis	1.961,7
1987	110	9.702,4	53	4.758,5	38	3.161,4	19	1.782,4
1988	117	11.435,2	56	6.141,7	40	3.620,8	21	1.672,6
1989	120	11.662,2	56	6.769,6	43	3.536,3	21	1.356,3
1990	119	8.737,1	58	5.551,6	43	2.549,2	18	636,3

1991	138	12.968,2	86	8.785,5	28	2.586,3	24	1.596,4
1992	142	15.912,0	89	11.171,1	30	2.772,8	23	1.968,1
1993	189	32.158,7	135	26.081,9	32	3.398,5	22	2.678,2
1994	226	44.306,0	175	38.812,0	29	2.502,7	22	2.991,3
1995	219	57.541,3	178	49.913,0	24	3.395,4	17	4.232,9
1996	199	88.776,3	166	78.302,0	20	4.778,6	13	5.695,8
1997	211	140.533,8	176	127.825,3	26	7.370,3	9	5.338,2
1998	210	138.301,4	173	126.904,5	28	6.480,7	9	4.916,2
1999	203	124.261,9	167	118.232,7	26	4.441,7	10	1.587,5
2000	189	138.715,4	158	134.431,0	22	1.632,0	9	2.652,4
2001	182	154.898,6	151	147.092,1	22	3.990,5	9	3.816,0
2002	176	161.937,3	149	151.271,5	20	7.146,4	7	3.519,4
2003	171	224.211,9	144	204.800,4	20	14.186,5	7	5.225,0
2004	193	307.894,7	153	275.291,0	33	25.964,3	7	6.639,4
2005	197	330.691,3	152	301.491,0	37	23.393,7	8	5.806,6
2006	183	438.071,1	138	400.741,4	38	29.195,3	7	8.134,3
2007	152	312.009,0	118	288.694,6	29	19.054,1	5	4.260,3
2008	136	191.651,0	113	176.237,7	20	14.280,5	3	1.132,9
2009	142	271.199,2	115	248.355,2	23	22.103,2	4	740,8
2010	153	389.295,4	126	358.908,2	27	30.387,2	-	-
2011	160	450.500,6	130	407.528,9	30	42.971,7	-	-
2012	172	603.415,3	139	544.414,9	33	59.000,3	-	-
2013	202	670.334,1	161	608.276,6	41	62.057,4	-	-
2014	216	907.425,5	177	846.410,3	39	61.017,2	-	-
2015	233	938.852,0	182	886.487,5	41	52.364,6	-	-
2016	224	1.018.729,9	184	960.192,8	40	58.537,1	-	-
2017	222	1.133.697,6	181	1.065.947,7	41	67.749,9	-	-
2018	226	1.047.641,3	186	980.314,9	40	67.326,4	-	-
2019	219	1.328.806,2	179	1.245.878,3	40	82.927,8	-	-
2020	223	1.249.186,3	182	1.184.150,2	41	65.036,1	-	-

Fuente: NAREIT

3.1.2 Características

- a) Es aquella corporación, fideicomiso o asociación que posee, adquiere o financia bienes inmuebles con el objeto de arrendarlos y distribuir la renta entre sus inversionistas titulares de certificados de interés.

- b) Estas empresas deben cumplir con ciertos requisitos para ser catalogadas como REITs y gozar de los beneficios tributarios creados específicamente para dicha figura.
- c) Los REITs emiten a favor de los inversores, certificados de interés transferibles, también conocidas como acciones negociables y transferibles públicamente.
- d) No se exige que el Fiduciario sea una persona jurídica del sistema financiero.
- e) Para ser considerado REITs debe cumplir principalmente con distribuir al menos una vez al año el 90% de su ingreso neto con los inversores.
- f) Así mismo, no contempla la concentración de más del 50% de certificados de interés transferibles, en menos de cinco inversionistas.
- g) Exige mantener el 75% de sus activos invertidos en bienes raíces.
- h) Los REITs operan en diversos segmentos de especialización como: industrial, comercial, oficinas, residencial, infraestructura, salud, educación y hotelero.

3.1.3 *Marco Legal*

Se encuentran regulados por la Ley Federal de Impuestos sobre la Renta de los Estados Unidos y son definidos como aquella corporación, fideicomiso o asociación que se registra y actúa como agente de inversiones especializado en bienes raíces. El mercado de REITs ofrece las siguientes alternativas de inversión:

a) Equity REIT

También conocido como REIT de capital. Consiste en la compra, desarrollo y administración de propiedades para arrendarlos y/o venderlos.

Los REITs de capital prometen una rentabilidad sobre las rentas obtenidas por el arrendamiento de los inmuebles administrados; así mismo, genera una participación en el capital por la venta de las propiedades.

El equity REIT otorga a favor de sus inversionistas la distribución de dividendos de forma anual y por un mínimo del 90% de los ingresos netos percibidos por la rentabilidad obtenida.

b) REITs Hipotecarios

No se trata sobre una inversión en propiedades, sino por el contrario en un préstamo con intereses otorgado a los propietarios de los bienes inmuebles, demandantes de financiamiento, respaldados con garantías hipotecarias.

c) REIT híbrido

Como su nombre lo indica es una combinación de conceptos entre el REIT equity y el hipotecario.

3.1.4 Distribución de utilidades

Los REITS exigen la distribución anual del 90% de las rentas obtenidas por el arrendamiento o cesión en uso de los activos inmuebles que constituyen el patrimonio fideicometido del FIBRA, a favor de los titulares de los certificados de participación.

Cabe destacar que la distribución de dividendos puede ser pagadas también con acciones.

3.1.5 Forma de tributación

Los REITs se encuentran obligados al pago del impuesto a la renta federal de la sociedad administrada; no obstante, puede eximirse de dicha obligación con la distribución de como mínimo el 90% de sus ingresos imponibles en forma de dividendos a favor de los inversionistas/accionistas, evitando así la doble imposición tributaria.

El inversionista es considerado el contribuyente del impuesto a la renta. En ese sentido, el beneficiario no residente se encuentra obligado a tributar por el 30% respecto a los dividendos obtenido y por el 35% respecto a la ganancia de capital.

Los REITs permiten la especulación sobre la vivienda y reducen la asequibilidad de esta.

3.2 México

3.2.1 Origen

El 30 de junio de 1926 se crea la Ley de Bancos de Fideicomisos, la cual brinda las primeras referencias respecto al fideicomiso en México, definiéndolo como un mandato irrevocable en el que el mandatario recibe bienes para su disposición y administración, en base a los lineamientos brindados por quien cedió los mismos, a beneficio de un tercero.

Posteriormente en 1932 se expide la Ley General de los Títulos y Operaciones de Crédito (LGTOC), actualmente vigente, mediante la cual se retira la calidad de mandato del concepto del fideicomiso, definiéndolo como aquél por el cual el fideicomitente transfiere al fiduciario la propiedad de determinados bienes o derechos, para destinarlos a fines lícitos, bajo los parámetros dictados a la propia institución fiduciaria.

Finalmente, en el 2004 se introduce en la legislación mexicana la figura del Fideicomiso de Infraestructura de Bienes Raíces, con el objeto de impulsar su sector construcción e inmobiliario, reactivando así el Mercado de Valores y su economía en general, generando incentivos para las empresas como para los inversionistas.

En el 2011 se creó el primer FIBRA en México, denominado FIBRA UNO, el cual realizó colocaciones en mercados internacionales, con una inversión nacional del 77% y con una inversión extranjera del 23%. Cabe destacar que el FIBRA 1, fue rápidamente adoptado por empresas demandantes de recursos como por inversionistas, quienes replicaron el instrumento de inversión al tomar conocimiento de la gran acogida presentada, convirtiendo así a México en uno de los primeros países con mayores FIBRAS en América.

Cabe precisar que a la fecha el FIBRA UNO continúa vigente, administrando más de 80 bienes inmuebles dentro de su patrimonio fideicometido.

Finalmente, es menester indicar que, debido a la gran cantidad de FIBRAS vigentes en el mercado mexicano, las rentabilidades esperadas han disminuido, disminuyendo consecuentemente la distribución de dividendos a favor de los inversores, por lo que, en la actualidad existe una tendencia a la baja en la rentabilidad de los certificados de participación emitidos por los emisores de los FIBRAS.

3.2.2 *Características*

- a) Es el segundo país que adopta la figura del Fideicomiso de Infraestructura de Bienes Raíces, después de Estados Unidos.
- b) A la fecha tiene constituidos más de 84 FIBRAS todos y cada uno de ellos especializados en diversos sectores como: comercio, industria, oficinas, hoteles, almacenes, servicios, naves industriales y bodegas de gran tamaño.
- c) El FIBRA tiene como finalidad construir o adquirir inmuebles destinados al arrendamiento para percibir los ingresos resultantes del mismo; así como otorgar financiamiento con garantía hipotecaria de los bienes cedidos a arrendamiento.
- d) A través de los Fideicomisos de Infraestructura de Bienes Raíces el emisor emite Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFI), también llamados certificados de participación, los cuales operan como acciones a favor de los inversionistas, quienes se vuelven titulares de una parte alícuota del capital social y del derecho de propiedad de los activos inmuebles cedidos y/o adquiridos.
- e) Los CBFI son instrumentos de renta fija y/o variable emitidos mediante oferta pública.
- f) El FIBRA ofrece rendimientos sobre la rentabilidad, a favor de los inversionistas; así como ganancias de capital (plusvalía), a favor de los fideicomitentes.
- g) Los certificados de participación no requieren dictamen de calidad crediticia pues no son instrumentos de deuda.
- h) Presentan altos estándares de buen gobierno corporativo, como la chinese walls, de dicha manera mitigan el riesgo de conflicto de intereses.

- i) La Asamblea General de tenedores determina la capacidad de endeudamiento del FIBRA, así como el índice de cobertura de servicio de la deuda que se pretenda asumir.

3.2.3 *Marco legal*

Actualmente los FIBRAS se encuentran regulados por la Ley General de los Títulos y Operaciones de Crédito (LGTOC), así como por la Ley del Impuesto a la Renta de México, donde se señala que el fin de dicho instrumento de inversión consiste en la adquisición y/o construcción de bienes destinados al arrendamiento o a la adquisición del derecho, con el objeto de obtener ingresos respecto de la renta de dichos bienes.

El marco legal de la legislación mexicana resulta bastante similar al peruano, por lo que podríamos indicar que ha sido de gran influencia para nuestros legisladores; sin embargo, se aprecian pequeñas diferencias, como por ejemplo el requerimiento mexicano de elegir a una empresa del sistema de crédito autorizado para constituirse como Fiduciario, no existiendo en Perú dicha exigencia; los miembros del Comité Técnico pueden celebrar convenios para ejercer el derecho de voto en las sesiones, mientras que en Perú se encuentra prohibido el derecho de voto entre empresas vinculadas por conflicto de intereses; el marco legal mexicano permite establecer ciertas políticas y procedimientos para enfrentar potenciales conflictos de intereses, en Perú existe un veto al derecho de voto ante un contexto de conflicto de intereses.

En México la elección de una entidad de crédito como fiduciario de un programa de FIBRA resulta fundamental para poner en marcha el vehículo de inversión, toda vez que las inversiones se realizan en función a la confianza que pueda generar dicha institución de crédito para con los inversores, ello en base a su historial y experiencia en el mercado.

La regulación de los FIBRAS mexicanos permite que la Asamblea General de Tenedores determine el nivel de endeudamiento del Fideicomiso, lo cual otorga mayor flexibilidad al fideicomiso para contratar deuda bursátil o bancaria.

Por otro lado, la normativa mexicana regula dos tipos de opciones en el Fideicomiso:

- a) FIBRA con cláusula de reversión de propiedad.
- b) FIBRA con opción de recompra de los bienes aportados.

3.2.4 Distribución de utilidades

El fiduciario se encuentra obligado a distribuir entre los inversionistas, al menos una vez al año, como mínimo el 95% del resultado fiscal del ejercicio anterior generado por los bienes que constituyen el patrimonio fideicometido. En algunos FIBRAS la distribución de utilidades es realizada de forma mensual.

A diferencia del Perú, en México más del 80% de los inversionistas en FIBRAS, son institucionales.

3.2.5 Forma de tributación

La Ley del Impuesto a la Renta de México brinda un tratamiento fiscal preferencial a los intervinientes:

- a) El impuesto a la renta está a cargo de los inversionistas de acuerdo a los certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios (CBFI) de los que cada uno es titular y de acuerdo con el valor correspondiente de los mismos.
- b) El Fiduciario o el intermediario financiero retiene el impuesto sobre la renta por el resultado fiscal que se distribuya a los tenedores de los certificados de participación, aplicándoles la tasa del 30% sobre el importe distribuido de dicho resultado.
- c) El Fiduciario tiene la obligación de asumir el impuesto por la transferencia de los activos cedidos al fideicomiso, siempre que disponga de los mismos, dentro del periodo mínimo para su administración, esto es dentro de los 4 años computados desde su cesión al patrimonio y/o adquisición.
- d) El adquirente de los certificados retiene el 10% del ingreso bruto que percibe por concepto del impuesto a la renta.

3.3 Chile

3.3.1 Origen

Chile regula los Fondos de Inversión Inmobiliarios, cuyas siglas son FII y cuya regulación tuvo influencia de los Real Estate Investment Trust de los Estados Unidos.

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios son vehículos de inversión que invierten en activos de renta a través de la compra de bienes inmuebles para ser arrendados, prometiendo un retorno de inversión a través de las rentas que se generen por el arrendamiento.

3.3.2 Características

- a) La estrategia de los Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII) consiste en invertir en inmuebles con contratos de arrendamiento vigentes y a largo plazo que puedan brindar certeza del retorno de pago para los partícipes.
- b) Los FII desarrollan inversiones en bienes del sector inmobiliario las cuales pueden estar vinculadas al sector educación, vivienda, retail, oficinas, entre otros relacionados al rubro inmobiliario.
- c) El Fondo de Inversión Inmobiliaria es un patrimonio autónomo, totalmente intangible tal cual el FIBRA, por lo que no guarda relación de vinculación patrimonial con la SAFI ni con los partícipes.
- d) El Fondo debe estar inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores.
- e) Los Fondos de Inversión pueden ser públicos o privados, debiendo contar el primero con más de cincuenta partícipes, mientras el segundo con no más de 50 partícipes.
- f) La inversión del Fondo de Inversión Inmobiliaria solo puede ser realizada de manera indirecta toda vez que la Ley única de Fondos le impide realizar inversiones de forma directa. Por lo que, para invertir en el sector inmobiliario, requiere de empresas inmobiliarias de Chile o del extranjero.
- g) El Fondo debe invertir como mínimo el 60% de sus activos en inversiones inmobiliarias.

- h) El fondo tiene la posibilidad de endeudarse hasta un máximo del 50% del valor neto del Fondo, debiendo previamente ser autorizado por los partícipes en Asamblea General o por el Comité de Vigilancia.
- i) Algunos de sus fondos tienen alcance regional en los países de Perú, México y Colombia.

3.3.3 Distribución de utilidades

El Fondo de Inversión Inmobiliario tiene la obligación de distribuir, como máximo y de forma anual, el 30% de los beneficios netos obtenidos en el ejercicio anterior a favor de los partícipes.

3.3.4 Forma de tributación

Son los partícipes los obligados a tributar en virtud a la distribución de dividendos realizada por el Fondo de Inversión Inmobiliaria. Debiéndoseles aplicar una tasa del 35% por concepto de impuesto global complementario.

Cabe precisar que el impuesto es retenido por la Sociedad Agente de Fondos de Inversión.

3.4 Colombia

3.4.1 Origen

Denominados fideicomisos de titularización inmobiliaria se encuentran regulados por el DL 2555, y son constituidos con el fin de adquirir activos inmobiliarios. Las titularizaciones se inician a partir de la conformación de fondos o patrimonios con sumas de dinero destinadas a adquirir inmuebles.

Los fideicomisos de titularización pueden emitir títulos de participación y/o títulos de contenido crediticio, por lo que incorporan derechos de participación y/o de contenido crediticio, respectivamente.

El fideicomiso de titularización de activos inmobiliarios no comparte la misma estructura que los REITs, de hecho, evidencia una serie de limitaciones que ha impedido que los ofertantes y demandantes de este vehículo financiero no obtengan las ventajas económicas que este tipo de fideicomiso inmobiliario confiere. Sin embargo, en el 2007 se constituyó el primer patrimonio representativo del REIT, denominado “Patrimonio Autónomo de Estrategias Inmobiliarias (PEI)” el cual busca compartir los mismos principios que rigen los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, el mismo que cuenta con un Primer Programa de Emisión de Títulos Participativos hasta US\$500’000,000.00

A continuación, las semejanzas entre el fideicomiso de titularización de activos inmobiliarios PEI y los REITs:

Figura 3.4. Semejanzas entre Fideicomiso de titularización de activos inmobiliarios PEU y los REITs

	Patrimonio Estrategias Inmobiliarias	REITs Internacionales inscritos en bolsa
Número de inversionistas:	Más de 100	Más de 100
Administración:	Profesional	Profesional
Liquidez:	Alto Potencial	Alta
Diversificación:	Alta	Alta
Vigencia:	99 años (prorrogables)	Indefinida
Activos/Arrendatarios:	Primer Nivel	Primer Nivel
Optimización:	Vehículo Dinámico <i>no mantiene un portafolio estático en el tiempo</i>	Vehículo Dinámico

Fuente: Prospecto de Colocación de Patrimonio Autónomo de Estrategias Inmobiliarias, 2018.

3.4.2 Características

- a) Son supervisadas por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- b) Los valores emitidos por el fideicomiso tienen calidad de títulos valores.
- c) Los títulos de participación o instrumentos de deuda son nominativos y/o a la orden.

- d) No se contempla la figura de un comité técnico y/o un administrador especializado con profesión y experiencia acreditada.
- e) No presenta beneficios fiscales para la aportación de los activos inmobiliarios.
- f) No contempla lapsos mínimos para disponer de lo inmuebles cedidos al fideicomiso.
- g) Sus instrumentos de deuda requieren de un informe de clasificación de Valores.
- h) Puede endeudarse en el Mercado de Valores.
- i) Tiene una capacidad de endeudamiento de hasta 40%.

3.4.3 Distribución de Utilidades

No contempla un mínimo de distribuciones por Ley, así como tampoco una frecuencia mínima.

3.4.4 Forma de tributación

El patrimonio no es contribuyente del Impuesto a la Renta; sin embargo, si es contribuyente del IVA. El patrimonio es agente retenedor de los impuestos generados por las rentas.

Cuadro comparativo Fideicomisos de Titulización para Inversión en Bienes Raíces			
	PERU(FIBRA)	MÉXICO (FIBRA)	EE. UU (REIT)
Restricción Inversionistas	Como mínimo debe tener 10 inversionistas por cada colocación y no deben ser vinculados.	No hay restricciones de capital mínimo inicial. Cada inversionista no debe tener más del 20% de los certificados mínimo. 10 inversionistas que sean partes no relacionadas.	Debe tener al menos 100 accionistas. El 50% no puede estar en menos de 5 accionistas.
Inversión	Al menos 70% del patrimonio debe estar invertido en bienes inmuebles destinados al arrendamiento u otras formas de cesión en uso.	Al menos 70% de los fondos deben estar invertidos en bienes raíces o en derechos para recibir ingresos de rentas o compras de propiedades y el resto deberá estar invertido en valores gubernamentales.	Al menos 75% de los activos deben ser bienes raíces, valores gubernamentales o efectivo. Aplica la ley del 95% del ingreso No se puede tener más del 25% de los activos en valores de una o más subsidiarias gravables de REIT.
Bienes inmuebles	1) Los Bienes Inmuebles deben ser arrendados, asignados para el uso o mantenidos para el arrendamiento o asignación en uso. 2) Los Bienes Inmuebles no podrán ser transferidos antes de los 4 años que hayan sido adquiridos (como aporte o compra) o construidos.	1) Los Bienes Inmuebles deben ser arrendados. La adquisición de derechos de cobro y el otorgamiento de créditos hipotecarios también está permitido. 2) Los Bienes Inmuebles no podrán venderse por un período de cuatro años, contados a partir de la fecha en la que fueron adquiridos, con el propósito de mantener los beneficios tributarios correspondientes.	1) Debe obtener por lo menos el 75% de sus ingresos brutos de Bienes Inmuebles. Asimismo, debe obtener por lo menos el 95% de sus ingresos brutos de Bienes Inmuebles y otros ingresos pasivos. 2) Se encuentra sujeto a una penalidad tributaria por la venta de Bienes Inmuebles que “principalmente hayan sido mantenidos para la venta a clientes en el curso ordinario del negocio.
Inversión en el extranjero	Pueden invertir en propiedades dentro y fuera de Perú.	Restringido a invertir en inmuebles sólo dentro del territorio mexicano.	Si, está permitido.
Límite de apalancamiento	Si bien no hay un límite regulatorio expreso a un FIBRA no puede endeudarse + del 50% de su patrimonio, de lo contrario sería un fideicomiso de garantía.	A partir de Dic 2020 se eliminó el tope de 50% de los activos totales y ahora será la asamblea general quien lo establecerá sin superar 5 veces total de activos.	Sin restricciones legales.
Distribuciones de Utilidades	Distribución anual mínima de noventa y 95% de las utilidades netas distribuibles de cada ejercicio.	Distribución anual mínima de 95% de las utilidades netas de cada ejercicio.	Distribución anual mínima del 90% del ingreso gravable (después de la depreciación correspondiente).

Inversionistas Residentes	Los peruanos residentes se encuentran exonerados del impuesto a la renta en la venta de los certificados de participación del FIBRA peruano, en caso la venta se realice a través de la BVL, conforme lo establecido en la LIR.	Los mexicanos residentes que no realicen actividad empresarial se encuentran exonerados del impuesto sobre la renta en la venta de los valores o acciones del FIBRA mexicano en caso la venta se realice a través de la BMV o en un mercado reconocido, conforme a la Ley del Impuesto sobre la Renta.	-
Inversionistas Extranjeros	<p>1) Los extranjeros titulares de certificados de participación no se encuentran sujetos al impuesto a la renta en la venta de los certificados de participación del FIBRA en caso la venta se realice a través de la BVL, conforme a lo establecido en la LIR.</p> <p>2) Las personas jurídicas extranjeras titulares de CP se encuentran sujetos a una retención del impuesto a la renta en Perú respecto de las distribuciones efectuadas por el FIBRA (dividendos) sujeto a una tasa del 24% por su renta de fuente peruana.</p> <p>Las personas naturales extranjeras titulares de CP se encuentran sujetos a una retención del impuesto a la renta en Perú respecto de las distribuciones efectuadas por el FIBRA sujeto a una tasa del 5%.</p>	<p>1) Los extranjeros titulares de valores usualmente se encuentran sujetos a una retención del impuesto sobre la renta respecto de las distribuciones efectuadas por el FIBRA sujeto a una tasa del 30%. Cabe precisar que el extranjero podrá encontrarse sujeto a una reducción o exoneración del impuesto a pagar.</p>	<p>1) Los extranjeros tenedores de acciones del REIT no se encuentran sujetos a un impuesto federal y/o a una retención respecto de la venta de dichas acciones.</p> <p>2) Los extranjeros titulares de acciones del REIT se encuentran sujetos a una retención del impuesto respecto de los dividendos del Fideicomiso sujeto a una tasa del 30%. Cabe precisar que el extranjero podrá encontrarse sujeto a una reducción o exoneración del impuesto a pagar</p>

CAPITULO IV: ANÁLISIS DE LAS LIMITACIONES Y BENEFICIOS DEL FIBRA

4.1 Desde el punto de vista de los originadores

4.1.1 Limitaciones

- **Pérdida del control:**

Los Originadores consideran que los tenedores de los certificados de participación son inversionistas pasivos cuya prioridad es la de obtener rentabilidad con la enajenación de los certificados y cobrando dividendos que el FIBRA está obligada a repartir por lo menos una vez al año. Sin embargo, la norma les otorga una participación en la toma de decisiones las cuales deben ser aprobadas dentro de las Asambleas Generales cuyos quórumos mínimos se encuentran establecidos dentro del acto constitutivo y prospecto marco.

En la práctica lograr el quórum mínimo es difícil ya que para el inversionista retail no está dentro de sus prioridades asistir a una asamblea, esto hace muy difícil aprobar por ejemplo una compra de inmueble a un vinculado a pesar de que haya pasado todos los controles por conflicto de intereses, generando retrasos para concretar las operaciones.

Sin embargo, esta medida está dada en protección del inversionista, porque existe la posibilidad que el originador a pesar de ser el experto en el negocio no tome las mejores decisiones para la mayoría de los inversionistas.

- **Prohibición del derecho de voto de vinculados**

A diferencia de México donde los participantes vinculados si pueden tener poder de decisión de acuerdo a lo que esté establecido en su acto constitutivo, en el Perú los participantes vinculados no tienen derecho a voto debido a que dentro de la normativa de la SMV, los miembros del comité técnico, el originador, la sociedad titulizadora, el administrador, así como los accionistas directores y gerentes tienen derecho de voto

suspendido, además que no son considerados para los quórum de mayorías para iniciar las asambleas. Ello limita que puedan tomar decisiones de acuerdo con su experiencia en el negocio por lo tanto es un desincentivo para que inviertan en su propio producto.

Artículo 72.- Decisiones que deben ser aprobadas de forma obligatoria dentro de la Asamblea General¹

- Aprobar modificaciones al acto constitutivo y demás condiciones de la emisión establecidas en el prospecto marco.
- Aprobar la ampliación, en monto y/o plazo, del programa de emisión de certificados de participación a la que hace referencia el artículo 79 del reglamento.
- Aprobar los aumentos de capital y el procedimiento a seguir para los mismos, cuando el acto constitutivo no contemple la existencia de un programa.
- Aprobar todos los aportes de bienes inmuebles al FIBRA por parte de cualquier miembro del Comité Técnico, Administrador, Sociedad Titulizadora, Originador, así como de los accionistas, directores y gerentes de tales personas jurídicas, y los vinculados a todos los anteriores; así como (ii) los aportes de bienes inmuebles de otras personas o entes jurídicos que de forma individual o conjunta representen un porcentaje mayor al 20% del valor del patrimonio neto del FIBRA registrado en los últimos estados financieros presentados a la SMV.
- Designar y remover al Representante de Fideicomisarios de acuerdo con el procedimiento establecido en el acto constitutivo.
- Aprobar los estados financieros anuales del patrimonio fideicometido y el informe anual presentado por el Comité Técnico.
- Remover a los miembros del Comité Técnico o al Administrador del patrimonio fideicometido de acuerdo con las causales y el procedimiento que se establezcan en el acto constitutivo y/o prospecto marco.
- Aprobar cualquier incremento o exceso a los límites de gastos previstos en el acto constitutivo y/o prospecto marco.
- Aprobar cualquier modificación en los esquemas de compensación, pago o cualquier otro concepto a favor de los miembros del Comité Técnico, del Administrador o a quien se le encomiende esta función.
- Acordar medidas necesarias para la defensa de los intereses de los titulares de certificados de participación; sin perjuicio de las medidas que la sociedad Titulizadora adopte directamente en el ejercicio de su deber fiduciario.
- Acordar la liquidación anticipada del FIBRA.

Sin embargo, la SMV mantiene las restricciones antes mencionadas para cumplir su objetivo de proteger los intereses del pequeño inversionista evitando que se centralice la toma decisiones.

¹ Resolución SMV 009-2019-SMV/01

- **Proceso de inscripción muy largo:**

El proceso de inscripción de un FIBRA en el Perú dura como mínimo un año, dado que por ser una figura nueva su aplicación práctica es más compleja.

- **Necesidad de financiamiento e Incapacidad de endeudamiento con bonos corporativos**

Debido a la obligatoriedad de distribuir el 95% de las utilidades de las partidas realizadas, los FIBRAS se ven en la necesidad de obtener deuda para invertir en nuevos proyectos sin embargo al solo contar con el 5% de liquidez no les permite pagar cuotas ordinarias (capital más intereses) de un préstamo debido a que el pago del capital no se considera dentro del Estado de resultado por lo tanto no podría acceder a ese dinero para realizar las amortizaciones, en la práctica al FIBRA PRIME solo le quedó como opción endeudarse con un préstamo bancario bullet.

Una solución al problema de la necesidad de financiamiento sería el emitir bonos corporativos bullet pero según la normativa actual no está permitido porque no está regulado a diferencia de los Fondos de inversión donde sí, su norma de forma explícita permite emitir estos bonos por ello en la práctica ha sido imposible.

México nos muestra que ese es el camino, pues en su normativa está permitido la emisión de bonos corporativos y es la manera en que se financian, por lo tanto, el mercado se dinamiza, esto es gracias a que financieramente con deuda externa se obtiene mayor rentabilidad de sus inversiones y la asamblea de bonistas no es un órgano de gobierno sino solo un acreedor, por lo tanto, no interviene en las decisiones del negocio.

Sin embargo, la SMV aún no lo ha regulado pues bajo su visión de protección al inversionista considera que a mayor deuda del FIBRA se enfrenta a un mayor riesgo el cual debe ser evaluado cual momento es prudente permitirlo, además está a la espera que se tengan mayor inversión en FIBRAS.

Otra opción sería emitir Bonos de Titulización pues en una interpretación extensiva del Reglamento de Titulización de Activos, es posible que un FIBRA pueda emitirlos, pero sería muy complicado en la práctica poner de acuerdo y hacer convivir a dos

asambleas porque tienen intereses contrapuestos: 1) Asamblea de titulares de certificados de participación y 2) Asamblea de assembleas Bonistas ya que esta última si es un órgano de gobierno del fideicomiso.

- **No puede endeudarse más del 50% de su patrimonio**

Si bien no está regulado explícitamente la estructura propia de un fideicomiso de titulación FIBRA no permite endeudarse más del 50% de su patrimonio, porque si no sería considerado como un fideicomiso de garantía porque es responsable solidario es decir responde con el patrimonio.

México si estaba normado con un máximo de endeudamiento del 50%, sin embargo, actualmente y desde Diciembre 2020, la CNBV de México eliminó el tope en busca de promover mayor financiamiento a las FIBRAS y que tengan mayores oportunidades de inversión debido a que dentro del contexto de pandemia no podían colocar más certificados ni levantar dinero del mercado mediante nuevas emisiones.

Según información financiera de investing.com actualmente varias FIBRAS en México superan la deuda de un 50% y la mayor parte de la deuda es a largo plazo.

Cuadro N° 2: Principales indicadores de la FIBRAS mexicanas

Indicadores FIBRAS de México	FIBRA Uno	FIBRA Inn SC	FIBRA HD	FIBRA Macquarie	FIBRA Hotelera
Ratio de solvencia	1.75	1.57	1.45	0.74	1.28
Deuda a largo plazo / Total fondos propios	76,98%	84.76%	67.41%	56,75%	45.11%
Total deuda / Total fondos propios	77,09%	84.82%	83.31%	57.64%	45.11%

4.1.2 Beneficios

- **Diversificación de financiamiento**

Permite diversificar las fuentes de financiamiento, es una opción adicional para el desarrollo de nuevos proyectos levantando dinero en la bolsa o dando la opción a empresas que requieran financiamiento aportando sus inmuebles con contrato de recompra y a la vez firmando un contrato de alquiler para no perder las instalaciones.

- **Beneficio para el aportante de un inmueble**

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

4.2 Desde el punto de vista del inversionista

En diciembre del 2018 el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - PRIME, vía oferta pública inicial, logró adjudicar su primera emisión hasta por US\$22.5 Millones a solo cuatro (4) meses de su constitución.

Es menester precisar que de la primera emisión de certificados de participación el 31.28% fue tomado por inversionistas institucionales, mientras que el 69.72% fue tomado por personas naturales.²

Por su parte, el FIBRA CREDICORP tuvo su primera colocación por US\$28 Millones a un año (1) después de constituido el patrimonio en fideicomiso. Esta fue la primera colocación realizada a través del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) que levantó fondos de inversionistas peruanos y chilenos.³

El FIBRA LATAM REIT fue constituido a mediados del 2019, teniendo planeado realizar su primera oferta pública inicial el 16 de diciembre del 2020, hasta por US\$48.3 Millones; sin embargo, no logró levantar el capital propuesto por lo que a inicios del 2021 suspendió la colocación.

En esa línea de ideas, podemos denotar un reducido apetito de los superavitarios, por invertir en certificados de participación del Fideicomiso de Titulización para para Inversión en Rentas de Bienes Raíces; a pesar de las diferenciadas y particulares características que ofrece tal vehículo financiero.

² Fuente: Presentación Roadshow FIBRA PRIME, Mayo 2019.

³ Fuente: Lex Latin, FIBRA Credicorp realiza primera inversión con fondos de colocación, Ingrid Rojas, 08 10 2020.

En ese sentido, a continuación, analizaremos las limitaciones y beneficios que confieren los FIBRAS a los titulares de los certificados de participación, así como las apreciaciones del panel de entrevistados en relación con el tema.

4.2.1 Limitaciones

Desde un panorama global y a grandes rasgos, es posible indicar que el FIBRA otorga mayores ventajas que limitaciones a los beneficiarios de los certificados de participación toda vez que a diferencia de otros instrumentos financieros, permite obtener una rentabilidad no solo de la distribución de utilidades de las rentas obtenidas por el patrimonio en fideicomiso; sino además de la valorización de los activos inmobiliarios que forman parte del patrimonio fideicometido, los cuales tienden a apreciarse periódicamente.

Sin embargo, advertimos cierta resistencia no solo en la demanda de esta alternativa de inversión en bienes raíces; sino además en la oferta de la misma en tanto los emisores tienen como objeto la colocación de los valores mobiliarios a un círculo exclusivo de inversionistas, lo que hace restarle interés al global de superavitarios dispuestos a invertir en la Bolsa a través de productos que puedan mejorar su rendimiento, evitando así realizar programas que les permita dar a conocer el producto y relacionarse con otros sectores que los conocidos.

- **Demora en la valorización del certificado de participación**

Conforme lo indicado precedentemente, los valores mobiliarios emitidos por el fideicomiso de titulización para Inversión en Bienes Raíces constituyen instrumentos de inversión cuyo retorno es el del 95% de las utilidades netas obtenidas anualmente por la rentabilidad del fideicomiso. En adición a ello, cabe precisar que los certificados de participación adquieren un valor intrínseco adicional por la valorización de los activos inmobiliarios cedidos o adquiridos por el patrimonio - toda vez que los mismos representan la propiedad de una parte alícuota del patrimonio en fideicomiso – para lo que requieren del transcurso del tiempo para su realización y así ver reflejado el spread a la venta del valor mobiliario en el mercado secundario.

- **Reducida liquidez.**

Los certificados de participación no son fácilmente negociables en el mercado de valores puesto que al ser un valor mobiliario relativamente nuevo y dirigido especialmente a inversionistas extranjeros, bajo la estructura de los REITs de Estados Unidos y los FIBRAS de México, es de poco interés de los superavitarios nacionales quienes desconocen el producto, no viendo rentabilidad a corto plazo y/o largo por la falta de cultura bursátil, lo que genera una contradicción en la demanda de los mismos. Lo que evidentemente no lo hace rentable para su tenedor, quien tendrá que castigar el precio para su transferencia.

Ahora bien, por el lado del inversionista extranjero el instrumento financiero tampoco es netamente rentable y/o estable, esto por los riesgos políticos, riesgos cambiarios, riesgo país, entre otros, que representa actualmente el Perú desde hace poco más de cinco años donde la política financiera es volátil.

- **Quorum para la realización de Asamblea de Inversionistas**

La dirección del fideicomiso es realizada en virtud de lo acordado por los miembros del Comité Técnico, el Fiduciario y el Acto Constitutivo. Según el contrato de fideicomiso de los FIBRAS Prime y Credicorp Capital, existen una serie de decisiones que les corresponde aprobar a los inversionistas del patrimonio, como por ejemplo la forma de distribución de las utilidades, motivo por el cual se realizan Juntas Generales de Inversionistas; no obstante, estas Juntas suelen caracterizarse por la falta de participación de los obligacionistas; por lo que las Asambleas son realizadas en segunda convocatoria, lo que hemos podido corroborar de la revisión del Informe Trimestral del Comité Técnico de los FIBRAS Prime y Credicorp Capital, lo que a su vez retrasa la toma de decisiones en Junta y por ende el plazo estimado para el pago del rendimiento obtenido; lo que evidentemente desincentiva el uso de este mecanismo de inversión a uno que no implique depender de un tercero para ver efectiva su renta.

- **Distribución de los Activos**

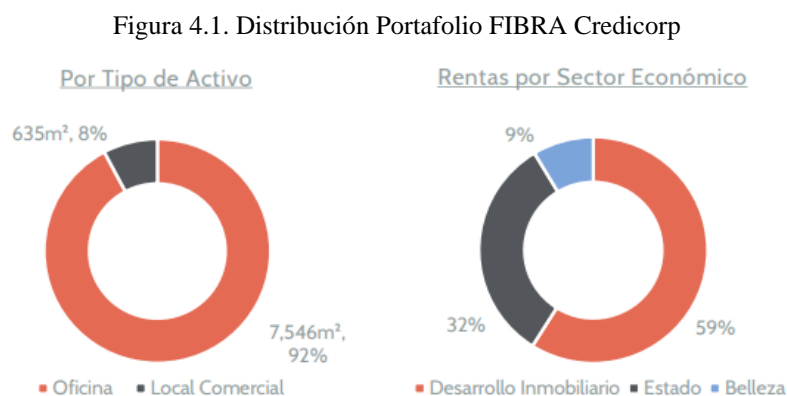
Conforme ha quedado establecido, a través de los certificados de participación es posible diversificar la cartera del inversionista tanto a nivel de inversión como a nivel de riesgos, por lo que lo atractivo del producto es la variedad. En ese sentido, los activos

inmobiliarios del patrimonio fideicometido deben mantener un portafolio de inmuebles dirigidos a diversos sectores como oficinas, hoteles, centros comerciales, entre otros, con el fin de que la inocuidad de uno no afecte al resto de los bienes.

Ahora bien, en la actualidad la pandemia mundial, ha conllevado a la variación de la forma de trabajo (home office), lo que implica la reducción de demanda del alquiler de oficinas; sin embargo los activos predominantes en los fideicomisos actuales pertenecen al mencionado rubro, lo que si bien no implica una nula rentabilidad por la cesión en uso de tales activos, si implica una reducción de ingresos, debiendo incluso el fiduciario llegar a acuerdos con los arrendatarios para el refinanciamiento o condonación de rentas lo que eventualmente si perjudica la rentabilidad de los inversionistas.

Por otro lado, como se indicó anteriormente, el Fideicomiso de Titulización por Renta de Bienes Raíces se caracteriza por la diversidad de portafolio; sin embargo, en la actualidad, uno de los patrimonios en fideicomiso solo presenta un inmueble en propiedad del fideicomiso, lo que implica una única renta para los inversionistas a prorrata de su participación

A continuación, la distribución del portafolio del FIBRA Credicorp Capital a Junio 2021:



Fuente: Informe Trimestral FIBRA Credicorp, Junio 2021.

Edificio de oficinas – Primera Visión

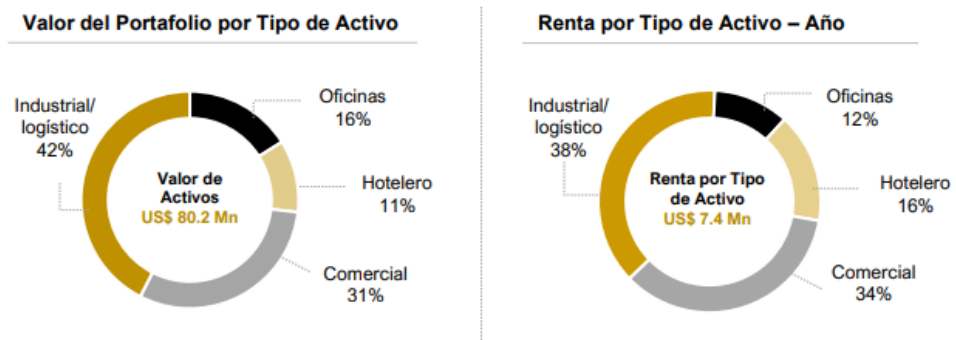
- Edificio Prime de oficinas ubicado en Magdalena del Mar. La zona cuenta con un potencial de desarrollo empresarial debido a su ubicación estratégica, fácil acceso y conexión con las principales avenidas de la ciudad.
- FIBRA Credicorp adquirió el 50.19% del edificio con una promesa de compra del 49.81% restante conforme el edificio se vaya alquilando. La transacción permitió a FIBRA Credicorp adquirir 7,546m² destinados a uso de oficinas y 635m² destinados a uso comercial. Adicionalmente, se adquirieron 108 estacionamientos simples, 1 estacionamiento doble y 5m² de depósitos.
- Cuando FIBRA Credicorp concrete la adquisición del 100% del activo, contará con 15,047m² destinados a oficinas, 635m² destinados a uso comercial, 209 estacionamientos simples, 16 estacionamientos dobles y 363m² de depósitos alquilados al 100%.
- El activo se encuentra semi-implementado y listo para su ocupación.
- Las oficinas adquiridas se encuentran arrendadas al 100%.

Características del inmueble	
Ubicación	Magdalena del Mar
Tipo de Activo	Oficinas
Valor de Adquisición	USD 22,962,053 + IGV
Área Arrendable	8,181m ²
Propiedad del activo	Control al 50.19%
Nivel de Ocupación	100.00%
Número de Arrendatarios	3 arrendatarios
Renta Mensual	USD 178,945
Cap. Rate de Entrada	8.25%
Participación en el portafolio	100.00%

Fuente: Informe Trimestral FIBRA Credicorp, Junio 2021.

Por otro lado, la distribución del portafolio del FIBRA Prime a Junio 2021:

Figura 4.2. Distribución Portafolio FIBRA Prime



3.3 Indicadores Principales del Portafolio Actual

A continuación, se presenta un análisis comparativo de los inmuebles que actualmente forman parte del Portafolio:

	Farmacias Peruanas	Almacenas Santa Clara	Unión	Schreiber	El Virrey (oficinas)	Conquistadores	Tiendas Masas (7 tiendas)	El Virrey (Retail)	Cinestar	Radiason
Ubicación	Chorrillos	Villa El Salvador	Cercado de Lima	San Isidro	Cercado de Lima	San Isidro	Varios Lima/Callao	Cercado de Lima	Tacna	Tacna
Tipo de activo	Industrial Logístico	Industrial Logístico	Industrial Logístico	Oficinas	Oficinas	Retail/Oficina	Retail	Retail	Retail	Hotelero
Valor de adquisición (US\$ M)	20.5	7.1	6.5	4.9	4.9 ⁽¹⁾	5.4	2.9	14.6 ⁽²⁾	4.8	8.6
Área Arrendable ("ABL" - m ²)	59,943	24,500	9,495	2,331	4,294	1,589	1,539	2,689	3,620	6,538
Nivel de propiedad (%UNJD)	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%	Control al 100%
Renta mensual (US\$ '000)	129.65 ⁽³⁾	52.9 ⁽⁴⁾	30.7 ⁽⁵⁾	20.88 ⁽⁶⁾	26.9 ⁽⁷⁾	17.6 CC ⁽⁸⁾ 9.2 OI ⁽⁹⁾	20.7 ⁽¹⁰⁾	42.4 ⁽¹¹⁾	10.3 ⁽¹²⁾	41.2 ⁽¹³⁾
Periodo de contrato residual	4 años forzoso	7 años forzoso	7 años forzoso	4 años (en promedio)	3 años forzoso	3 años forzoso	1 a 3 años forzoso	Varios - Corto Plazo	30 años (10 forzoso)	30 años (10 forzoso)
Renta mensual + m ² (US\$/m ²)	2.16	2.16	3.24	9.0	10.4	26.0 CC ⁽¹⁴⁾ 12.4 OI ⁽¹⁵⁾	13.5	17.5	2.84	6.30
Ocupabilidad (%)	100%	100%	100%	100%	60%		100%	90%	100%	100%
Arrendatarios (#)	1	1	1	4	1	1 CC 4 OI	1	109	1	1

Fuente: Informe Trimestral FIBRA Prime, 30 06 2021.

- **Capacidad de endeudamiento**

El fideicomiso tiene la obligación de distribuir a favor del inversionista casi la totalidad de las utilidades percibidas por el patrimonio, lo que ajusta su capacidad para poder adquirir nuevas propiedades y diversificar así su cartera, por ello es por lo que debe recurrir a nuevas emisiones que le permitan capitalizarse; no obstante, como se aprecia líneas arriba, no siempre se consigue adjudicar los valores mobiliarios, por lo que las ofertas públicas deben ser canceladas. En ese sentido, el patrimonio requiere de un mecanismo que le permita endeudarse ya sea a nivel de Banca o Mercado de Valores, toda vez que únicamente dispone del 5% de las utilidades para inversión. Por lo que, mientras no se amplie el porcentaje de inversión y/o no se determine un límite de endeudamiento razonable que permita al fideicomiso capitalizarse de tal manera que permita a los inversionistas obtener las rentas promocionadas y esperadas, el vehículo financiero solo será una ilusión de los fideicomisos modelos internacionales.

4.2.2 Beneficios

- **Distribución de resultados.** –

Se trata de un vehículo de inversión de renta variable que asegura a su tenedor percibir una rentabilidad periódica, en virtud de la cantidad de activos inmobiliarios en dominio fiduciario, la valorización de los mismos y a los contratos de arrendamiento o

cesión en uso onerosa que el fiduciario mantiene sobre los estos, mínimo una vez al año, lo cual lo convierte en instrumento atractivo para inversionistas de renta.

- **Eficiencia Tributaria**

Respecto a las rentas por arrendamiento u otra forma de cesión en uso onerosa, atribuidos a una persona natural, estas se encuentran sujetas a una retención definitiva del 5% de la renta bruta.

Por otro lado, en lo concerniente a la enajenación de los valores mobiliarios, siempre que la venta de los certificados de participación sea realizada a través de la Bolsa de Valores de Lima y los certificados tengan presencia bursátil dentro de la misma, exonerará del pago del Impuesto a la Renta por ganancia de capital a los tenedores domiciliados y no domiciliados de los valores mobiliarios.

- **Política de buen gobierno corporativo.**

La naturaleza de un patrimonio fideicometido es la transparencia legal del mismo, pues todas sus actividades a fines se encuentran acreditadas y en su mayoría informadas por el representante bursátil a la Superintendencia del Mercado de Valores a través de hechos de importancia y/o comunicaciones generales bajo apercibimiento de sanción.

De esta manera los inversionistas y no inversionistas pueden obtener información detallada de la situación actual del patrimonio, la misma que de resultar insuficiente puede ser solicitada al Fiduciario en ejercicio a su derecho como inversionista y en aplicación al derecho de transparencia.

- **Acceso a rentas inmobiliarias sin ser propietario directo de bienes inmuebles. Acceso al rubro inmobiliario. Gestión profesional**

La inversión en certificados de participación, permite a sus titulares diversificar y ampliar su cartera de inversiones, trasladando la responsabilidad a profesionales en el rubro que orientan y direccionan de manera acreditada y calificada el rumbo del

fideicomiso, accediendo así al rubro inmobiliario, permitiendo incluso que sus inversiones no se centren solo en el país de origen de constitución del fideicomiso sino en países extranjeros, mitigando así el riesgo que pueden contraer los activos en un solo país.

Sin perjuicio de lo anteriormente expuesto, debemos indicar que la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y el Mercado de Valores han sufrido un impacto significativo, a consecuencia de la falta de liquidez, el bajo porcentaje de inversión del PBI, la falta de empresas de respaldo que cuenten con el volumen de liquidez necesario, la rebaja de la calificación crediticia del Perú, entre otros.

La mayoría de estas causas surgen a raíz de la reducida cultura bursátil, la pandemia mundial por el COVID y las limitaciones al comercio impuestas en aras de prevención al contagio, la crisis política desarrollada desde las reiteradas vacancias presidenciales, la disolución del congreso, la reforma al sistema privado de pensiones, la liberación de las AFPs; las cuales a su vez limitaron las emisiones en el Mercado de Valores y contrajeron la oferta y demanda de productos financieros tanto en el mercado primario como en el alternativo; sin embargo ello no ha impactado en los instrumentos de inversión como a los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, tal es el caso de los bonos corporativos, bonos de titulización, papeles comerciales; lo que nos hace cuestionarnos por qué a pesar del resurgimiento económico a nivel global y nacional, los FIBRAS peruanos no despegan en su totalidad y más bien se contraen cancelando ofertas publicadas.

4.3 Desde el punto de vista del mercado y el contexto actual COVID 19

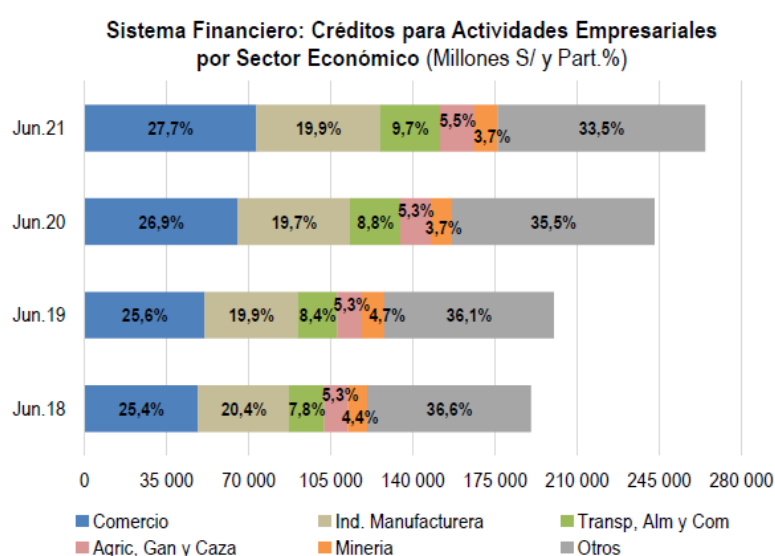
En el Perú, el sistema financiero tiene aún poco desarrollo en comparación al resto de países de la región, y el desarrollo es mucho menor si revisamos al Mercado de Valores, esta situación se da fundamentalmente por una circunstancia en especial: ausencia de cultura financiera en el Perú, dicha situación es consecuencia de la desconfianza de las microempresas, pequeñas empresas o medianas empresas (que representan más del 80% de la economía peruana), así como personas naturales que

desean algún tipo de instrumentos (créditos o de inversión), pero que no se atreven a confiar en el sistema.

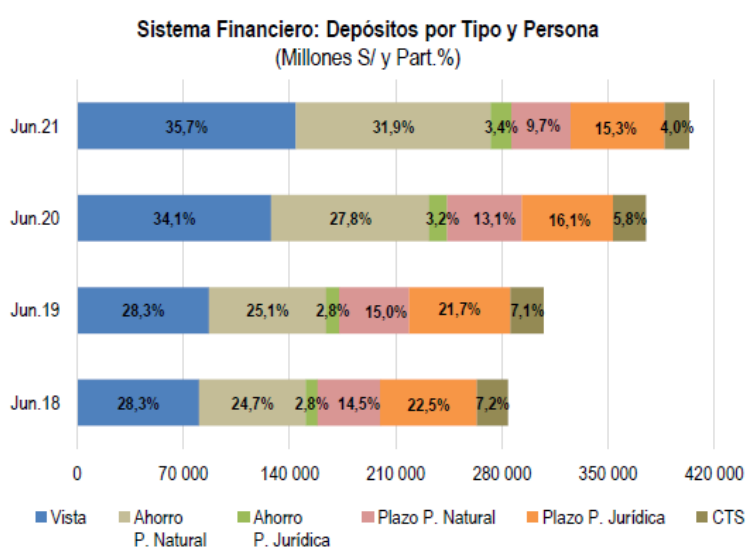
Dado que la mayoría conoce al sistema financiero tradicional, es a dicho sector, en el cual, la gran cantidad de deudores confía ante sus necesidades de financiamiento o inversión.

Durante la coyuntura actual, dicho sistema ha tenido un dinamismo creciente, tal como se puede apreciar:

Figura 4.3. Distribución de los créditos y depósitos en el sistema financiero



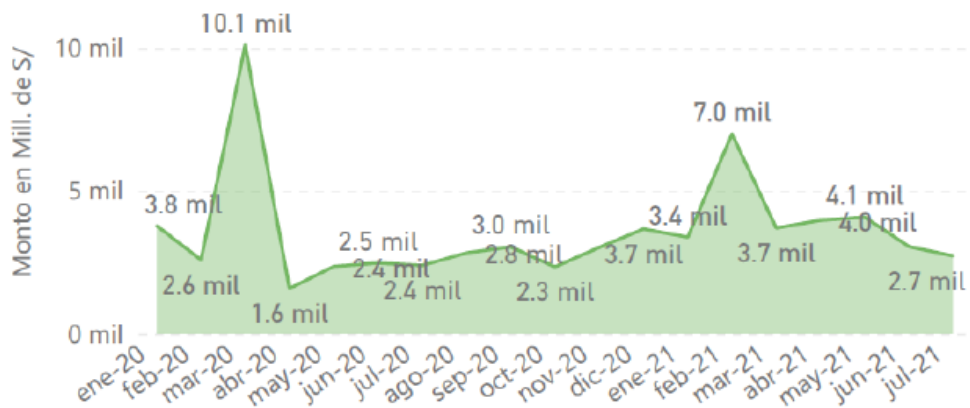
Fuente: SBS



Fuente SBS

En contraste con los montos negociados, en la Bolsa de Valores de Lima:

Figura 4.4. Montos Negociados en BVL



Fuente: BVL

Los montos negociados han tenido un comportamiento inclinado al descenso, salvo por 2 repuntes en particular, como sucedió entre marzo y abril del 2020, a inicios de la pandemia y con consiguiente, cierre de comercios:

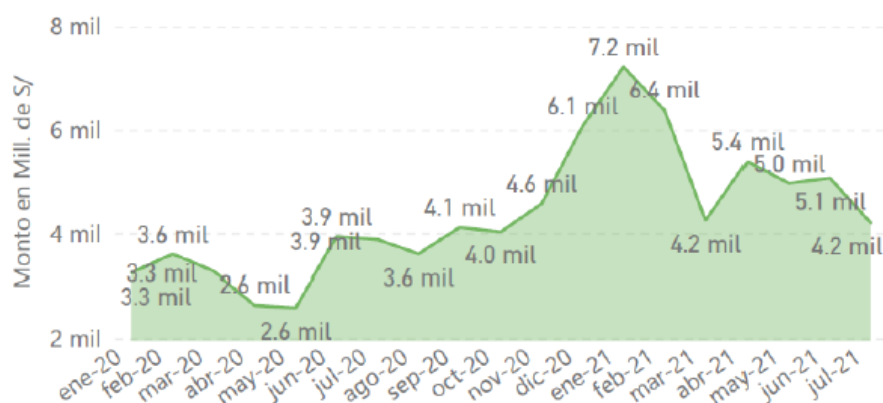
Figura 4.5. Montos Negociados en mercados extrabursátiles



Fuente: BVL

Posteriormente, el siguiente repunte ocurrió a principios del 2021, esto generado precisamente por el riesgo político generado:

Figura 4.6. Montos Negociados en mercados extranjeros



Fuente: BVL

Con lo anterior, no se puede concluir si el sistema financiero es mejor que el mercado de valores, según la oferta/ demanda de operaciones que se registrar, pues son distintas, sin embargo, se puede cuestionar algo preciso: ¿qué hace que las preferencias se inclinen al sistema financiero y no al mercado de valores?

Para responder lo anterior, sería preciso analizar sobre los mecanismos actuales de interacción con cada uno de dichos sistemas. En este punto, la respuesta es muy obvia: La banca tradicional tiene más llegada a todos los usuarios, que el mercado de valores, y si se revisa un poco más, podemos observar claramente que de las 54 empresas que conforman dicho sistema, son sólo 4, los que tienen más del 75% de participación, tal como se muestra a continuación:

Figura 4.7.: Distribución de la Banca

Junio 2021	Número de Empresas	Activos			Créditos			Depósitos			Deudores*		
		Monto (Millones S/)	Part.%	Var.% anual	Monto (Millones S/)	Part.%	Var.% anual	Monto (Millones S/)	Part.%	Var.% anual	Número	Part.%	Var.% anual
Bancos Grandes	4	443 840	76,6	7,2	288 949	75,3	6,5	279 011	76,3	7,4	2 495 597	28,1	-1,8
Emp. especializadas en créditos MYPE (EE. MYPE)	27	60 636	10,5	10,6	49 562	12,9	17,2	38 465	10,5	2,3	3 435 801	38,6	1,1
Emp. orientadas a otorgar créditos No Minoristas (Emp. No minoristas)	7	57 371	9,9	8,1	31 980	8,3	0,9	39 378	10,8	9,8	538 997	6,1	-3,2
Emp. especializadas en créditos de Consumo (EE. Consumo)	13	16 775	2,9	-20,0	12 961	3,4	-20,3	8 637	2,4	-16,9	2 417 274	27,2	-14,9
Resto	3	665	0,1	197,6	518	0,1	201,6	-	-	-	3 462	0,0	64,0
Empresas de Operaciones Múltiples	54	579 287	100,0	6,7	383 969	100,0	6,1	365 491	100,0	6,4	6 837 654		-1,7

Fuente: Balance de Comprobación y Reporte Crediticio de Deudores

* Considera al deudor como único si éste tiene créditos en más de una empresa. Para el cálculo de la participación se agrega la información de deudores por grupos de empresas.

Fuente: SBS

Observamos que los cuatro (4) bancos considerados como grandes, son los que tienen mayor llegada a los consumidores, mayor captación de depósitos y mayor otorgamiento de préstamos.

Por otro lado, los canales de atención para participar en el mercado de valores son mucho más limitados, pues actualmente existe 21 Sociedades Agentes de Bolsa (SAB), las cuales son los intermediarios por naturaleza para participar.

La falta de conocimiento sobre el manejo de la Bolsa, la gestión de las SABs y sobre todo la ausencia de exigibilidad de promocionar un nicho de mercado con capacidad de financiar y retribuir inversiones, han logrado el poco desarrollo de dicho mercado.

Se observa en el siguiente cuadro al 31 de diciembre del 2020, 4 SABs eran las que mayor monto negociado tenían, llegando a un considerable 80% de participación, siendo 3 de ellas, pertenecientes a grupos económicos relacionados con un Banco (cuya participación ascendía al 70% de los montos negociados).

Figura 4.8. Monto Intermediado en la BVL por Sociedad Agente de Bolsa

(En miles de soles)

SOCIEDADES AGENTES DE BOLSA		Bolsa de Valores de Lima	
		Monto	Part. (%)
1	Acrec Sociedad Agente de Bolsa S.A.	54,916	0.14
2	Fit Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A.C.	66,198	0.17
3	BNB Valores Perú Solfin S.A. Sociedad Agente de Bolsa	67,830	0.17
4	BTG Pactual Perú S.A SAB	1,035,513	2.59
5	BBVA Sociedad Agente de Bolsa S.A.	7,882,283	19.73
6	Credicorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A.	12,703,323	31.80
7	Diviso Bolsa SAB S.A.	955,166	2.39
8	Grupo Coril Sociedad Agente de Bolsa S.A.	859,741	2.15
9	Inteligo Sociedad Agente de Bolsa S.A.	933,448	2.34
10	Inversión y Desarrollo Sociedad Agente de Bolsa S.A.C	203,798	0.51
11	Promotores e Inversiones Investa S.A. Sociedad Agente de Bolsa	1,249,067	3.13
12	Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.	495,680	1.24
13	Larraín Vial Sociedad Agente de Bolsa S.A.	865,811	2.17
14	Magot Sociedad Agente de Bolsa S.A.C	148,089	0.37
15	Provalor Sociedad Agente de Bolsa S.A.	29,286	0.07
16	Renta 4 Sociedad Agente de Bolsa S.A.	79,161	0.20
17	Sociedad Agente de Bolsa Cartisa Perú S.A.	258,863	0.65
18	Seminario & Cía Sociedad Agente de Bolsa S.A.	4,058,850	10.16
19	Scotia Sociedad Agente de Bolsa S.A.	7,594,559	19.01
20	Sociedad Agente de Bolsa SURA S.A.	404,667	1.01
21	Tradek S.A. Sociedad Agente de Bolsa	5,079	0.01
TOTAL		39,951,328	100.00

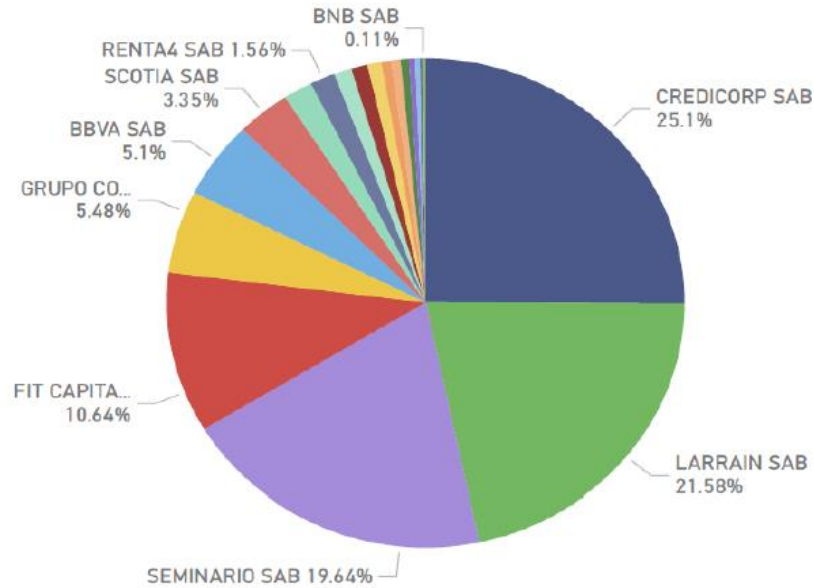
⁽¹⁾ Corresponde a la suma de las compras y ventas de valores mobiliarios reportadas por las Sociedades Agentes de Bolsa.

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: Intendencia General de Estudios Económicos - SMV.

Si bien, tomando un dato más actualizado a Julio 2021, la estructura de participación ha cambiado, tal como se muestra en el siguiente cuadro:

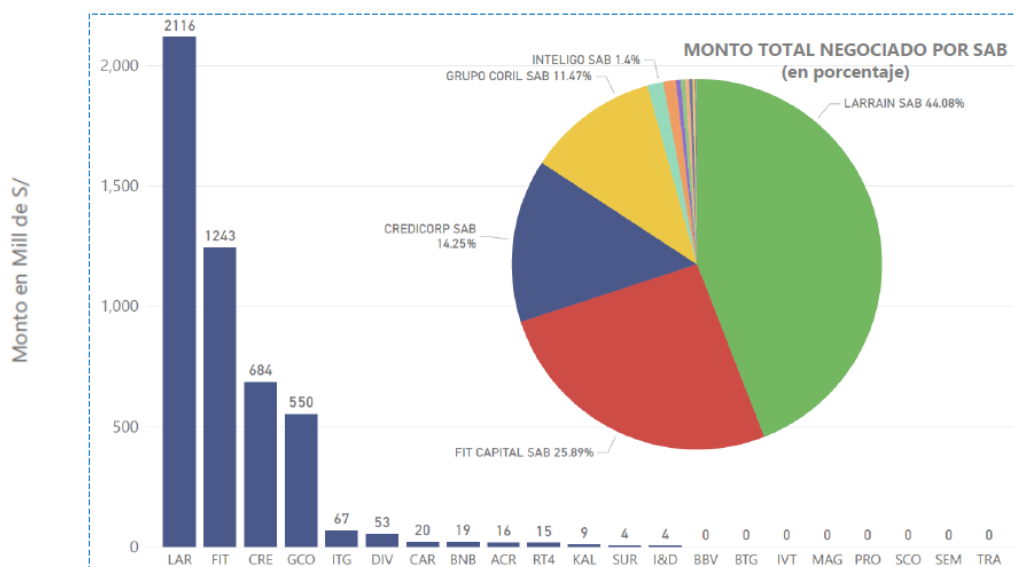
Figura 4.9. Participación por SAB – Total Negociado Enero a Julio 2021



Fuente: SMV

Se observa una mayor participación a otras SABs, debido principalmente a un elemento coyuntural (crisis política principalmente), tanto Larraín SAB y FIT Capital, han centrado sus esfuerzos en negociar en mercado extrabursátiles:

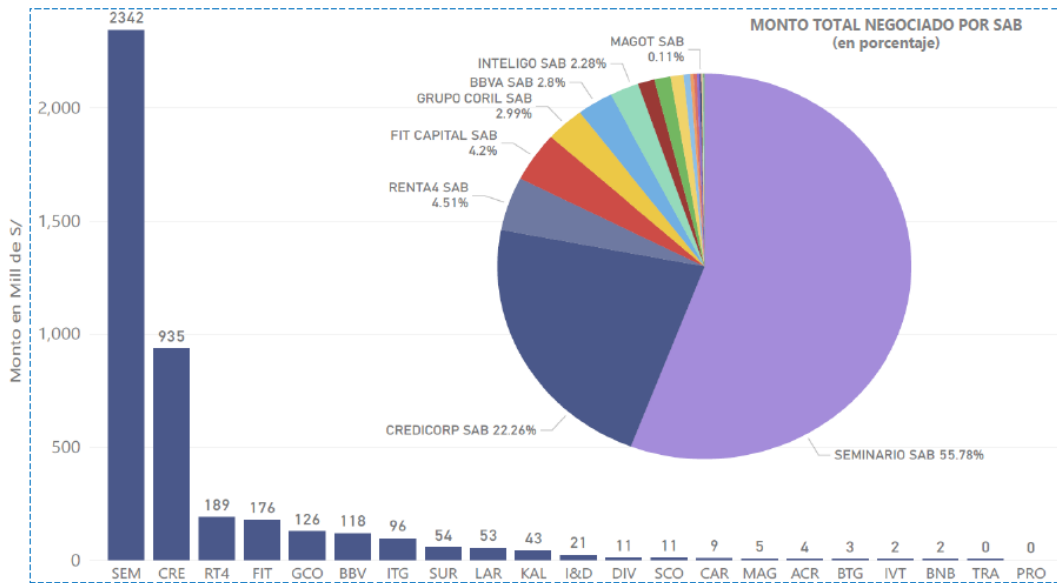
Figura 4.10. Montos Negociados en Mercados OTC . 2021



Fuente: SMV

Mientras que, Seminario SAB aumentó su participación en los mercados extranjeros:

Figura 4.11. Montos Negociados en Mercados Extranjeros a Julio 2021



Fuente: SMV

CAPITULO V: ANALISIS LEGAL – FINANCIERO DEL FIBRA

5.1 Análisis Legal

Ahora bien, habiéndose resaltado las principales características de los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces – FIBRAS, a nivel nacional e internacional; así como habiendo señalado los principales beneficios y limitaciones de los FIBRAS peruanos constituidos hasta la fecha de elaboración del presente trabajo de investigación; se procede a brindar propuestas de mejora con el objeto de coadyuvar a la dinámica del referido instrumento financiero y a la vez vehículo de inversión:

- De acuerdo a la opinión de Juana Cossio, Gerente de Fideicomisos y Comisiones de Confianza del Banco de Crédito del Perú y representante de Credicorp Capital Sociedad Titulizadora del FIBRAS Credicorp: *“no existe interés en participar como originador en un Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes, toda vez que ello implica la pérdida y/o traslado de control sobre los activos inmobiliarios - cedidos al patrimonio fideicometido – a favor de terceros quienes no tienen conocimiento suficiente de la administración del activo como legítimos propietarios; así mismo, que adolecen de interés en la toma de decisiones sobre este, siendo su único objetivo obtener rentabilidad de la inversión realizada a través de la adjudicación del certificado de participación ”*.

Lo indicado por la representante de Credicorp Capital se ve evidenciado en los activos inmobiliarios que forman parte de los fideicomisos Prime y Credicorp Capital donde la mayoría de estos fueron adquiridos por el patrimonio con el capital obtenido en la adjudicación de las primeras colocaciones de los patrimonios y no cedidos por su propietario original.

En ese sentido, se considera necesario regular la intervención del originador propietario de activos inmobiliarios – con la intención de ceder al patrimonio en fideicomiso sus inmuebles a cambio de certificados de participación o precio real del activo o ambos - sin restringir su capacidad de decisión sobre el mismo y/o ni omitir su

opinión como punto de partida y de determinación para la toma de decisiones, en tanto es este quien como propietario original titular del mismo tiene mejor conocimiento de su activo y la manera en que lo ha venido administrando y arrendando hasta la actualidad.

Desde la perspectiva del propietario, obviamente es quien mejor conoce de las actividades de explotación de sus inmuebles por lo que el *know how* adquirido es uno especializado en el activo al ceder al patrimonio y en el rubro de explotación del mismo y no uno de carácter general que si pueda ser administrado por los miembros del Comité, quienes, si bien son profesionales con larga experiencia en el rubro, desconocen de las peculiaridades de cada activo que pueda ser cedido por su titular.

Por tanto, se advierte que como una forma de incentivar al FIBRA como mecanismo de inversión para el desarrollo de la construcción de uno o más inmuebles, es brindándole protagonismo al originador cedente de capital inmobiliario, permitiendo que su *know how* sea sino determinante, central y predominante para la toma de decisiones de la administración de tal activo. Cabe señalar que el protagonismo sugerido puede atentar la arista conflicto de interés del Programa, lo que eventualmente podría ser cuestionado, no obstante, se considera que es necesario permitir su orientación y guía toda vez que ello impactaría positivamente en la rentabilidad del fideicomiso.

Por ejemplo, en México se permite que las partes de un contrato de fideicomiso puedan regular un sistema de control interno, que permita la participación activa de los originadores, miembros del comité, asesores, inversionistas; en la toma de decisiones del FIBRA sin restringir su derecho a voto en las respectivas Asambleas, en aras de la transparencia y en protección del mercado en general, a diferencia del Perú donde si se restringe el derecho a voto en temas que involucren al originador y el inmueble cedido.

Por lo que, en conclusión, brindar un ambiente de decisión más holgado ayudará a que el fideicomiso de titulización para inversión en renta de bienes sea considerado como vehículo de financiamiento por más desarrolladores inmobiliarios, empresas constructoras o promotoras y no descartado inmediatamente por el solo hecho de ceder el control de sus activos a terceros que desconoce.

- En esa línea, se considera que otro punto por mejorar en el FIBRA es la reducción de plazos para su constitución.

La naturaleza del fideicomiso de titulización para inversión de bienes raíces consiste en prestar financiamiento para la adquisición y/o construcción de un inmueble con miras de obtener una rentabilidad a través de la cesión en uso del mismo, por lo que es lógico que el interesado en constituir un FIBRA quiera desarrollar la construcción a la brevedad para así obtener una rentabilidad a corto y largo plazo; no obstante constituir un fideicomiso y a su vez realizar la emisión de los valores mobiliarios para levantar el capital necesario implica pasar por todo un procedimiento, etapas con plazos, aprobaciones, observaciones, subsanaciones que dilatan la obtención de resultados. Es el caso de la inscripción del Programa de Emisión de Valores en el Mercado de Valores, el cual según el TUPA de la SMV tiene un plazo de atención de treinta (30) días hábiles. Sin embargo, en la práctica dicha inscripción toma alrededor de un año calendario por lo que hasta entonces el fideicomiso queda imposibilitado de recaudar la inversión de los fideicomisarios lo que a su vez dilata el financiamiento requerido por el originador.

En adición a ello, para que el originador pueda participar en un fideicomiso este debe pasar satisfactoriamente los filtros del fiduciario como son por ejemplo que se trate de una empresa formal con contabilidad transparente, con acreditado cumplimiento de sus obligaciones tributarias, no tratarse de un PEP, entre otros requisitos que, si bien son necesarios, implican un tipo de formalidad del que adolece la típica empresa peruana. Con ello, no se pretende incitar a obviar estas medidas, sino que por el contrario evidentemente se reconoce que ello constituye un medio de formalizar más empresas; sin embargo, si se considera como un punto adicional de desincentivo.

Ahora bien, respecto a los costos que implica constituir un fideicomiso, definitivamente estos son muchos más altos que un crédito tradicional de la Banca; toda vez que, no están constituidos únicamente por los fees mensuales sino una serie de asesorías que debe contratar el originador a fin de cumplir con los requerimientos efectuados o que pueda efectuar el regulador en el transcurso del desarrollo del patrimonio como por ejemplo los informes auditados anuales, la presentación de estados

financieros, PTTs, estatuto organizado, actualización de poderes, contabilidad al día y una serie de información adicional que debe ser presentada en determinadas fechas.

De lo expuesto, se concluye en que se trata de un método alternativo de financiamiento meramente formal que coadyuva a su vez a la formalización de las empresas que requieran financiamiento a bajo costo, entre comillas, pero que demanda tiempo y dinero, dos características que en construcción son fundamentales pues los precios de los materiales suben, la coyuntura política y social varía sin estimación prevista, no existe estabilidad que asegure al promotor que los inmuebles construidos tendrán la misma demanda hoy que en unos años. Por tanto, la necesidad de reducir brechas y agilizar procedimientos.

En ese sentido, se considera que en aras de dinamizar el fideicomiso de titulización para renta de bienes raíces es necesario agilizar los procedimientos regulados por la Superintendencia del Mercado de Valores para la inscripción de los patrimonios fideicometidos, los programas de emisión de valores y los valores mobiliarios en el RPMV; a través, de la reducción de los plazos de respuesta del regulador; así como de la simplificación de los procedimientos mediante la acumulación de etapas y la segmentación de los patrimonios, programas y valores a evaluar para su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores, de acuerdo al: valor del Programa de Emisión, relación de activos a ceder al fideicomiso, cantidad de originadores, valor de los activos inmobiliarios, entre otros. De dicha manera el FIBRA eliminará uno de los tantos argumentos que justifican, en cierta medida, la renuencia de los originadores a tomar partido por este novedoso instrumento de apalancamiento financiero.

- En esa necesidad imperiosa de financiamiento para el desarrollo de proyectos inmobiliarios, el originador debe considerar además que la adjudicación de los certificados de participación emitidos por el FIBRA puede no recaudar lo suficiente para la adquisición de un activo inmobiliario o para el desarrollo de este, razón que obligará al patrimonio fideicometido a endeudarse a nivel de Banca a fin de obtener los fondos necesarios; sin embargo existe un límite de capacidad de endeudamiento del FIBRA que no le permite acceder al crédito en la proporción en que realmente se requiere. Este límite es su capacidad de pago, puesto que la mayor parte de

recursos obtenidos por el FIBRA debe ser distribuido a los inversionistas, por tanto, el retorno del acreedor será a largo plazo lo que obviamente desincentiva a que este pueda otorgar créditos relevantes. En ese sentido, se observa una nueva valla para que el proyecto pueda ser desarrollado en su totalidad y de ese modo generar la rentabilidad esperada por el originador, por lo que es un punto que la Superintendencia del Mercado de Valores debe evaluar en caso existan miras en que el FIBRA peruano tenga el éxito que dicho instrumento financiero a conseguido a nivel internacional.

Por tanto, una propuesta para la reducción de esta brecha que, entre otras, impide el despegue del fideicomiso de titulización para renta en bienes raíces, es que se le faculte al FIBRA a emitir instrumentos de renta fija que le permita a su vez recaudar fondos a cambio de una rentabilidad promedio a un tipo de tasa de mercado. Dicho sea de paso, el FIBRA es una especie dentro del género fideicomiso de titulización el cual por naturaleza puede emitir instrumentos de deuda contenidos en bonos de corto y largo plazo, en ese sentido resulta viable ampliar sus posibilidades de endeudamiento, otorgándole una cartera de recursos que le permita obtener fondos complementarios a los brindados por los inversionistas del patrimonio.

Esta denominada cartera de recursos sería constituida por:

- Emisión de instrumentos de deuda como bonos de titulización.
- Emisión de bonos corporativos.
- Emisión de instrumentos de corto plazo como papeles comerciales.

En ese sentido, se advierte que a efectos de ampliar la cartera de endeudamiento del FIBRA es necesario mejorar la regulación actual, brindando las facilidades que requiere el producto para su viabilidad como instrumento de financiamiento. Si bien la normativa del Fideicomiso de Titulización para renta en bienes raíces ha sido inspirada en el éxito rotundo del FIBRA mexicano, ambos fideicomisos no comparten el tipo de regulación que ha coadyuvado a este último a constituir más de diez (10) fideicomisos mensuales mientras que en Perú estos son constituidos de forma anual y distendida.

- Ahora bien, en lo que respecta a los grupos económicos que, como se ha demostrado en capítulos anteriores, dominan el mercado financiero; estos constituyen en gran medida un límite a la inversión en el Mercado de Valores puesto que su inversión suele ser, en mayor proporción, en valores mobiliarios exclusivos de la cartera de los grupos económicos, no apostando por instrumentos cuyos titulares no formen parte de las Holding, lo que implica una reducción en la inversión. Es el caso de las Sociedades Agente de Bolsa de Grupos como Credicorp Capital, BBVA y Scotiabank, que agrupan más del 60% del monto total intermediado en la Bolsa de Valores de Lima, quienes en su rol de intermediarios autorizados para comprar y vender acciones u otro tipo de valores en Bolsa restan importancia a aquellos instrumentos financieros ofertados, los cuales por falta de demanda tienen que cancelar la oferta como es el caso del FIBRA LATAMREIT que no logró colocar el valor de emisión de su Primer Programa, por falta de inversionistas según lo indica el representante de la casa de Bolsa: Kallpa SAB. S.A., Alberto Arispe Bazan, Gerente General.

Por tanto, resulta pertinente entablar medidas legales que no permitan la concentración de un conglomerado de empresas pues al crecer estas crean un tipo de matriz conjuntamente con empresas vinculadas que prestan servicios complementarios para contratar entre ellas, de tal manera que no tengan la necesidad de recurrir a otros inversionistas, emisores, intermediadores, etc, cercando así un círculo de exclusividad que solo beneficia a quienes se encuentran dentro del mismo y perjudicando a quienes no pertenecen a las Holding pero que cuentan con emisiones puestas en rueda de bolsa para su adjudicación.

- Por otro lado, sin perjuicio de las actividades a tomar en cuenta para lograr una mejor percepción del FIBRA en el Perú, se considera que para fomentar la especie debemos además fomentar el género y es que en la actualidad no existe una adecuada educación financiera que permita discernir entre un método de financiamiento e inversión en el Mercado de Valores y el ofrecido por la Banca. Según opinión de los entrevistados este es un tema cultural que complica aún más la adopción de instrumentos financieros en tanto hay desconocimiento de los mismos y poca información con la que se pueda consultar de manera amigable al respecto, por lo que

se considera que, paralelamente a mejorar la regulación para el despegue del FIBRA se debe también informar y fomentar el Mercado de Valores mediante charlas, capacitaciones, cursos universitarios e incluso en los colegios a fin de que sea tan conocido como los medios de apalancamiento tradicionales.

Cabe destacar que los FIBRAS y REITs han tenido mayor aceptación en sus países de origen toda vez que la población internacional, posee un mínimo de conocimiento financiero que le brinda confianza para invertir en el Mercado de Valores; así mismo tienes claros ejemplos de rentabilidad y eficiencia de mecanismos de inversión a través de la Bolsa de Valores, por lo que es natural en ellos realizar inversiones a corto o largo plazo con un tipo determinado de renta, dependiendo del apetito por el riesgo de cada inversionista.

Este es un punto fundamental en el que se debe mejorar en ánimos de lograr un desarrollo en el Mercado de Capitales, el cual brinda ventajas no solo al partícipe del Mercado sino además a la Sociedad en tanto incrementa la capacidad económica a nivel País lo que a su vez coadyuva a recibir una mejor calificación a nivel internacional y de esa forma ser punto de inversión para superavitarios internacionales en búsqueda de ampliación de cartera.

5.2 Análisis Financiero

Como FIBRA

Lograr la eficiencia financiera y la creación de valor es muy importante para el crecimiento de los FIBRAS, la manera tradicional de lograr dicho propósito regularmente es tener cierto nivel de apalancamiento, el cual permite trabajar con capital de trabajo de tercero, dicho esto, el límite de financiamiento impide una mejora del ROE, de la rentabilidad de los accionistas y en sí de la operatividad del FIBRA.

Asimismo, los FIBRAS y como se ha mencionado una de las limitaciones y desincentivos para la creación de nuevas FIBRAS es la casi nula capacidad de

endeudamiento en cuotas, pues bajo un análisis por flujo de caja, no se tendría suficiente liquidez para responder ante sus obligaciones adquiridas.

En el caso de FIBRA PRIME, se demuestra que el 5% restante posterior al cálculo de los dividendos, queda como capital de trabajo, pero es insuficiente para responder a las obligaciones por pagar, por lo que se vieron en la necesidad de tomar un préstamo con modalidad bullet, el cual, por lo general, mantiene un nivel de flujo de caja controlado, pero incrementa los gastos financieros registrados, con dicho préstamo, FIBRA PRIME adquirió 3 nuevos inmuebles durante el 2020, los cuales son: Farmacias Peruanas, Almacenes Santa Clara y Tiendas Mass, apostando principalmente con inmuebles comerciales y logísticos, dejando de lado los inmuebles relacionados a las oficinas.

Como Aportante

Del análisis realizado, se sostiene que la constitución de los FIBRAS suele ser costosa, es importante señalar que, en la constitución de un FIBRA, el originador no necesariamente llevaría la carga financiera de la constitución, sino ésta puede ser responsabilidad directa del Fiduciario, quien lo tomaría como costo operativo.

CAPITULO VI: CONCLUSIONES

1. Se considera que para lograr mayor confianza en la inversión de FIBRAS los vinculados si debieran tener derecho a voto pues son quienes conocen el negocio y pueden tomar mejores decisiones para maximizar la rentabilidad.
2. Se considera que la toma de decisión de comprar inmuebles o recibir aportaciones por parte de los vinculados no debería pasar por la aprobación de la asamblea general debido a que para obtener los quorum mínimos se tiene una cantidad considerable de tiempo en espera, que podrían ocasionar pérdidas de oportunidades de negocio.
3. Se considera que ante la necesidad de los FIBRAS de financiarse para maximizar la rentabilidad de los accionistas deben tener la oportunidad de emitir bonos corporativos como actualmente lo realiza el mercado mexicano, debido a que en la práctica es imposible que convivan 2 asambleas que tienen intereses contrapuestos la asamblea de titulares de certificados de participación y la Asamblea de Bonistas.
4. Se considera que en Perú al igual que México no debería tener un tope para endeudarse pues esa debería ser una facultad de la asamblea determinar el nivel de riesgo que desea asumir y las oportunidades que puede lograr mediante el financiamiento.
5. Bajo la premisa de sostenida en el análisis financiero, un originador podría verse exento de los costos de constitución del FIBRA, siendo éstos absorbidos por el Fiduciario, se considera esto como una oportunidad de negocio para empresas que necesiten financiamiento y que no puedan acceder a créditos bancarios por la elevada tasa de interés actual (normalmente para grandes y medianas empresas, especialmente éstas por tener mayor riesgo crediticio), quienes aportarían sus inmuebles (sean éstos utilizados para el desarrollo de su actividad económica o no), y sobre éstos daría la posibilidad de arrendarlos para seguir utilizándolos y la cuota de alquiler podría ser pagada con el dividendo obtenido.

6. Como punto controversial, se observa el dominio sostenido durante los últimos años de grupos económicos bancarios, quienes concentran aproximadamente el 80% de las operaciones de crédito y ahorro de los ciudadanos. Asimismo, se observó el control de dichos grupos económicos en la banca comercial y la banca de inversión, situación ligeramente cuestionable al no ser posible evidenciar una libre competencia de mercado e impidiendo un mayor desarrollo como en otros países de la región.

Cabe resaltar, que una situación similar aconteció en EE. UU. antes de la llamada Gran Depresión de 1929, para la cual uno de los grandes cambios ejecutado fue la separación obligatoria de las bancas⁴ (comercial y de inversión), generando desde ese momento un desarrollo sostenido del mercado financiero estadounidense.

7. La ausencia de canales masivos de difusión sobre los principios de la cultura financiera y económica en el Perú ha creado una situación de inestabilidad que hacen débil el sistema económico, generando fugas de capitales de inversión importantes obtenidos durante las últimas 2 décadas.

⁴ Ley Glass-Steagall

CAPITULO VII: ANEXOS

ANEXO 1

Entrevista N° 1

Juana Cossio Caverio

Gerente de Fideicomisos y Comisiones de Confianza en BCP
MBA Escuela Postgrado San Ignacio de Loyola

Fecha: 14/07/2021

1. ¿Cuáles son los principales factores que han impedido el desarrollo de los FIBRAS en el mercado peruano?

1.1. Desde el punto de vista de los inversionistas:

Principalmente, es por la poca promoción que se le ha hecho al FIBRA, pues no se encuentra dentro de los intereses de los privados (entidades financieras), dar a conocer a través de campañas a dicho instrumento. Los inversionistas deberían conocer a los FIBRAS, tal como conocen a los fondos mutuos para poder ofrecerles si desean invertir en Perú.

1.2. Desde el punto de vista del originador

Hasta el momento, los FIBRAS constituidas han sido vehículos de inversión que, con un capital mínimo, salieron a comprar inmuebles para su arrendamiento. Ningún FIBRA ha sido originada por alguna empresa constructora o promotora en busca de financiación, pues bajo su óptica, la principal limitante es:

- Pérdida del control del negocio: las empresas que desean financiarse a través de FIBRAS no desean ceder totalmente el control del negocio a los inversionistas, especialmente cuando éstos son personas naturales, quienes, según el criterio de algunos potenciales originadores, sólo están interesados en los dividendos por recibir, más no en la gestión del FIBRA como tal. La normativa se muestra inflexible con respecto a dicho tema, pues le brinda un rol activo al inversionista en la toma de decisiones.

1.3. Desde el punto de vista regulatorio:

Otro factor importante, la encontramos en la regulación actual, pues al ser una figura nueva dentro del mercado de valores, existen vacíos en las normas actuales y procedimientos administrativos lentos (pues la inscripción puede llegar a demorar por lo menos 1 año).

2. ¿Cuál fue el enfoque que utilizó Credicorp Capital para promover la inversión en la FIBRA Credicorp?

Sabemos que el FIBRA se creó para dinamizar el mercado y darle una alternativa adicional a la persona natural como inversionista, sin embargo, también sabemos que los inversionistas institucionales son una opción interesante y conveniente, por lo que, para hacer atractivo al instrumento, se les brindó a los potenciales inversionistas institucionales una buena estructura, logrando captar a 5 de un total de 386 partícipes.

3. ¿Pueden los inmuebles ser considerados como parte de los aportes?

Es totalmente factible aportar un inmueble al FIBRA a cambio de Certificados de Participación, pero aún el proceso es complejo.

Adicionalmente, al aportar un local al FIBRA, el originador puede convertirse en inversionistas al arrendarlo y pagar dicho arriendo con los dividendos obtenidos, esto permitiría liberarse de la administración del inmueble.

4. ¿Es factible aportar un inmueble al FIBRA con un contrato de retroventa en 5 años?

Desde el punto de vista del negocio es totalmente factible, desde el punto de vista legal no sería prohibido pues no se encuentra contemplado.

En un contexto reglamentario como lo son las titulaciones es un obstáculo.

5. ¿Está Credicorp pensando en la emisión de nuevos certificados?

Todos queremos emitir, pero es complicado colocar valores en el Perú en este momento, los inversionistas están renuentes, los capitales están saliendo al extranjero, estamos esperando los cambios en el mercado.

ANEXO 2

Entrevista N° 2

Pablo Comitre Berry

CEO en La Fiduciaria

MBA ESAN con mención en Finanzas

Director de la Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo en ESAN

Fecha: 14/07/2021

1. ¿Por qué en el Perú no se han constituido más FIBRAS a diferencia de México y Estados Unidos?

Principalmente debido a la sobre oferta inmobiliaria en el mercado actual, los espacios en Lima se han visto reducidos y por la coyuntura muchos han dejado sus planes de expansión de alquiler, por lo tanto, no se debe invertir en más edificios solo quedaría comprar un edificio ya alquilado.

2. ¿Cree Usted que sería rentable para las empresas el vender sus inmuebles a un FIBRA para obtener liquidez y firme un contrato de alquiler por mínimo 10 años para que en la práctica no pierda el uso del inmueble?

Si un banco vende sus agencias y firma un contrato de arrendamiento por 10 años no sería rentable porque un banco no necesita liquidez lo colocará en bonos del tesoro que paga 1.5% al año y debe pagar el 7% de alquiler por lo tanto perdería 5.5% en este tipo de operaciones, yo opino que las grandes empresas no quieren participar.

3. ¿Y si fuera una empresa de otro sector que si necesita financiamiento para un nuevo proyecto?

Si se lo ofrecen a una empresa grande como cadena de almacenes y boticas para ellos no sería rentable porque ya obtiene financiamiento en la banca a una tasa mucho menor al 7%.

Pero si esta figura se ofrece a empresas medianas y pequeñas que normalmente tienen financiamiento a una tasa cara si le conviniera vender su inmueble y alquilarlo a un 7% pues normalmente consigue deuda más cara.

4. Entendemos que el sector oficinas es el más golpeado con la pandemia, pero en caso de que los FIBRAS inviertan en almacenes, ¿cuál cree sería el panorama?

Los almacenes pudieron tener crecimiento, sin embargo, actualmente con la pandemia la economía está paralizada pues no llegamos al PBI del 2019 y con los capitales fugados del país en el corto plazo no habrá inversión privada.

5. ¿Qué otro sector podría impulsar en un FIBRA?

El sector de viviendas, a pesar de la coyuntura la necesidad de vivienda sigue creciendo.

ANEXO 3

Entrevista N° 3

María del Pilar Sabogal

Socia en EY Law Perú

Abogada – Universidad de Lima

Asesora experta en el sector inmobiliario e infraestructura, en temas relacionados a derecho corporativo y mercado de capitales

Fecha: 05/08/2021

1. A su opinión, ¿Cuáles son los principales factores que han impedido el desarrollo de los FIBRAS en el mercado peruano?

Podríamos abarcar las limitantes de la siguiente manera:

Capacidad de Endeudamiento

Un FIBRA se endeuda con el propósito de comprar inmuebles para su arrendamiento y así lograr mayor rentabilidad y para seguir creciendo; sin embargo, la estructura propia del FIBRA (que en esencia es un fideicomiso de titulación), no permite endeudarse más del 50% de su patrimonio, sino ya sería considerado un fideicomiso de garantía. Financieramente hablando, una empresa podría apalancarse hasta un 70% y dependiendo de su capacidad, esto de alguna manera frena un buen despegue de los FIBRAS.

Como sabemos, en el Perú sólo operan 2 FIBRAS, las cuales son: FIBRA Prime y Credicorp FIBRA, cuyas primeras emisiones fueron en diciembre 2018 y en agosto 2020, respectivamente. Asimismo, para poder seguir expandiéndose, durante este último año, FIBRA Prime ha tomado deuda del sistema financiero, pues fue no tenía otro medio para levantar dinero, como podría darse si pudieran emitir bonos.

Quorum y Control

Se tuvo una experiencia puntual con el FIBRA Prime, cuando ésta solicitó ejecutar una sesión para la ejecución de ciertas modificaciones a los documentos necesarios que les permita hacer el reparto de dividendos, solucionando un tema que no se advirtió con el IGV, sin embargo, no llegaron a hacer un quorum más allá del 10%, por lo que realizaron un mecanismo que les permitió repartir vía reducción de capital.

De esta situación podríamos sacar como conclusión que a los inversionistas no les importa participar en las Asambleas de toma de decisiones, sino más bien sólo se encuentran interesados en percibir su rentabilidad.

2. De lo anterior, ¿Qué se debería modificar o actualizar para hacer más factible la inversión en FIBRAS?

Sobre la capacidad de endeudamiento, nosotros conocemos el caso mexicano, por ejemplo, en donde es más rápido, fácil y financieramente mejor tomar deuda con el Mercado de Valores mediante la emisión de bonos, sería a una tasa más baja que solicitarla a un banco, pues la idea es emitir bonos, comienzo a generar dinero para mi inmueble y de esa manera se comienza a rentabilizar, luego como FIBRA, voy al Mercado de Valores a emitir certificados de participación nuevos, levanto dinero y con eso pago el bono. Son bonos que puedo ir renovando y difiero el pago del bono siempre al final y solamente voy pagando interés.

Para sortear dichas restricciones lo que hacen es endeudarse con un préstamo tipo bullen, es decir para pagar la última cuota al final y solamente van pagando intereses, ya que éstos son reconocidos directamente en el estado de pérdidas y ganancias.

Los FIBRAS en Perú no pueden emitir bonos, razón por la cual FIBRA Prime se endeudó a través de la banca, bajo el esquema bullet, que resulta más caro y a menor escala.

En cambio, si fuéramos por un esquema de endeudamiento con bono, a una escala más grande, levantaría mayor cantidad de dinero en el Mercado de Valores, dinamizándolo. Por ende, hay mucha más predictibilidad de un mercado líquido. Esto debido que la posición tomada por los reguladores fue: “hasta no ver al FIBRA caminando, recién contemplaré un cambio en la regulación al respecto de los bonos”.

Por otro lado, haciendo una interpretación extensiva del Reglamento de Titulización de Activos, es posible que un FIBRA pueda emitir bonos de titulización, pero es complicado porque se tendría que trabajar con dos Asambleas:

- a) Asamblea de titulares de certificados de participación y
- b) Asamblea de bonistas.

Los bonos corporativos en un FIBRA no existen porque la legislación no lo permite.

Como el FIBRA es un fideicomiso de titulización la Ley del Mercado de Valores le permite que emita instrumentos de crédito y de deuda a la vez.

Por su parte el FIBRA indica que los certificados de participación son emitidos en oferta pública, no indica expresamente que no se puede emitir bonos. Por naturaleza, se aplica la norma general y se podrían emitir bonos de titulización.

No obstante, hacer convivir dos asambleas es sumamente complicado, pero mucho más fácil de hacer porque la regulación del fideicomiso de titulización no es tan restrictiva respecto a las condiciones que debe tener la asamblea entonces allí podías hacerlos vivir más o menos. El gran obstáculo para convivir esa asamblea es la distribución del 95% y el 5% que me queda para pagar de deuda.

¿Bonos Corporativos como opción?

El bono corporativo que se usan en México hay que mirarlo como si fuera una empresa. Los titulares del bono corporativo forman una asamblea, pero es una de acreedores y que está afuera de la estructura de la compañía que se relaciona como un grupo acreedor.

En cambio, la asamblea de bonistas es un órgano de la administración del FIBRA. Los titulares de un fideicomiso de titulización conforman un órgano de gobierno del fideicomiso de titulización por Ley, ellos toman las decisiones del fideicomiso. En cambios los otros, son un grupo externo, que no gobierna el fideicomiso, solamente se reúnen cuando hay un tema de cobranzas o cuando deben modificar garantías, como un tercero, pero desde fuera.

Lo que se propone es que un FIBRA al igual que una empresa emita un bono corporativo.

Por su naturaleza, el FIBRA no puede emitir bonos corporativos por lo que debe haber un cambio normativo que permita su emisión, como en el caso de los FIRBIS.

El FIBRA para ser financieramente rentable necesita endeudarse, comprar y atraer más capital vía nuevas emisiones, así funciona.

Ahora, por el tema relacionado con el control y el quorum, la SMV debería darse cuenta de que no hay interés por parte de los inversionistas en asistir a las Asambleas. Por lo que, la prohibición del ejercicio del derecho de voto es un límite para que despegue el FIBRA, porque la asamblea no es capaz de reunirse. La pregunta cae por sí misma, ¿quién va a poner sus inmuebles en manos de una asamblea que no es capaz de reunirse?.

ANEXO 4

Entrevista N° 4

Alberto Aripe Bazán

Gerente General de Kallpa Securites SAB

MBA Stern School of Business de New York University con énfasis en Finanzas

Fecha: 20/08/2021

1. A su opinión, ¿Cuáles son los principales factores que han impedido el desarrollo de los FIBRAS en el mercado peruano?

Dentro de los principales factores, considero como los más importantes:

- Desarrollo tardío del mercado de valores en comparación al mercado financiero, dado que, en el Perú, la gran mayoría de las inversiones realizadas y financiamientos otorgados, se realizaron a través del mercado financiero (bancos, entidades financieras), a comparación de otros países, como Estados Unidos, cuyo mercado de valores y mercado financiero tiende a ser más equitativo.
- Concentración de mercado, pues actualmente la mayor parte de las operaciones que se transaccionan en el mercado de valores son realizadas por un reducido número de Sociedades Agentes de Bolsa (SAB), quienes, tienen mayor llegada a los inversionistas, dejando poco espacio a las demás sociedades, que se ven limitadas a impulsar nuevos instrumentos de manera masiva, tales como los FIBRAS. Asimismo, dichas SAB, se encuentran fuertemente relacionadas con los principales bancos del Perú, generando una suerte de conflictos de intereses, pues la toma de decisiones sobre estrategias de crecimiento de la SAB debe ir alineadas a las estrategias como grupo económico.
- Ausencia de confianza, dado que como instrumentos de inversión es nuevo, no tuvo la promoción necesaria por parte de las SABs, quienes deberían ser los principales promotores.

2. ¿Cuáles son las principales ventajas que harían atractivas la inversión en FIBRAS?

Se puede considerar como las principales ventajas:

- Te permite comprar una canasta de propiedades, pues puede ser propietario de decenas o cientos de propiedades.

- Los certificados de participación son líquidos, en comparación con ser propietario de un inmueble.
- Permitiría beneficiarse de la renta obtenida y la apreciación del inmueble participante del FIBRA.
- Mayores alternativas de inversión para las personas (sea naturales o jurídicas).
- Ayuda al desarrollo del sector inmobiliario, siendo este sector uno de los principales desarrolladores de la economía.
- Alternativas de inversión de las personas.
- Desarrollo del mercado de valores y el mercado de valores alternativo.

3. ¿Cuáles serían las iniciativas para promover el mercado de valores?

El único camino para el desarrollo de un país es a través de la promoción de la inversión privada, la cual debería ser impulsada por el mercado de valores, sin embargo, para éste se desarrolle, se debe abordar un problema sistémico, especialmente los relacionados y expuestos anteriormente (pregunta 1), los cuales serían muy difíciles de modificar pues se encuentran involucrados diversos conflictos de intereses.

Adicionalmente, debemos considerar que lamentablemente por la coyuntura actual, el tema de la promoción del mercado de valores se encuentra estancado.

BIBLIOGRAFÍA

Alva Marco. (2019). Inversiones de AFP Peruanas son las más agresivas de Latinoamérica. 22 de junio. <https://gestion.pe/economia/mercados/inversiones-afp-peruanas-son-agresivas-latinoamerica-270994-noticia/?ref=gesr>. (22/06/2019 09:00h).

Arispe A. (2021) Entrevista a Alberto Arispe Bazán, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 20 de agosto. Anexo IV de esta tesis.

Comitre P. (2021) Entrevista a Pablo Comitre Berry, CEO en La Fiduciaria, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 14 de julio. Anexo II de esta tesis.

Cossio J. (2021) Entrevista a Juana Cossio Cavero, Gerente de Fideicomisos y Comisiones de Confianza del Banco de Crédito del Perú, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 14 de julio. Anexo I de esta tesis.

El Economista (2021). Funo, Educa y Prologis son los FIBRAS con más valor en la Bolsa Mexicana. 10 de agosto. <https://www.economista.com.mx/mercados/Funo-Educa-y-Prologis-son-los-fibrascon-mas-valor-en-la-Bolsa-mexicana-20210810-0080.html>. (10/08/2021; 17:20 h).

ESAN (s/f) AFP proponen elevar el límite de inversiones en mercados del exterior a 80%. <https://www.esan.edu.pe/sala-de-prensa/2020/01/afp-proponen-elevar-el-limite-de-inversiones-en-mercados-del-exterior-a-80/>. (14/01/2020; 18:08h).

Fibra Credicorp Capital (s/f) Primer Informe Trimestral del Comité Técnico (20/04/2021). Informe intermedio (2021).

Fibra Credicorp Capital (s/f) Segundo Informe Trimestral del Comité Técnico (13/07/2021). Informe intermedio (2021).

Fibra Prime (s/f) Primer Informe Trimestral del Comité Técnico (29/04/2021). Informe intermedio (2021).

Fibra Prime (s/f) Segundo Informe Trimestral del Comité Técnico (30/07/2021). Informe intermedio (2021).

Fibra Prime (s/f) Presentación para inversionistas. Roadshow. (23/12/2018).

Fibra Prime (s/f) Presentación para inversionistas. Roadshow. (27/05/2019).

Fibra Prime (s/f) Presentación para inversionistas. Roadshow. (23/03/2020).

Fibra Prime (s/f) Presentación para inversionistas. Roadshow. (23/09/2020).

Fibra Uno (s/f) Historia. <http://funo.mx/empresa/historia> (17/02/2019; 11:00h).

Inmobiliare. (2021). Fibra SOMA coloca emisión de bonos por 600 mdd con BBVA. 20 de julio. <https://inmobiliare.com/fibra-soma-coloca-emision-de-bonos-por-600-mdd-con-bbva/>. (20/07/2021).

Huerta Maldonado M. (2018). La falta de transparencia le quita brillo a las FIBRAS. México 6 de julio. <https://www.forbes.com.mx/la-falta-de-transparencia-le-quita-brillo-a-fibras> (06/07/2018; 07:00 h).

Rodrigo, Elías & Medrano Abogados (s/f) Boletín Mercado de Capitales. <https://www.estudiorodrigo.com/boletin-mercado-de-capitales-junio-2021/> (17/06/2021h).

Ruvalcaba Cesar (2021). ¿Qué factores alteran las distribuciones de efectivo de una FIBRA?. 4 de marzo. <https://blog.bmv.com.mx/2021/03/que-factores-afectan-las-distribuciones-de-efectivo-de-una-fibra/>. (04/03/2021)

Ruvalcaba Cesar (2021). El financiamiento en las FIBRAS. 12 de abril. <https://blog.bmv.com.mx/2021/04/el-financiamiento-en-las-fibras/>. (12/04/2021).

Sabogal M.P. (2021) Entrevista a María del Pilar Sabogal, socia en EY Law Perú, realizada por los autores de esta tesis en Lima, el 5 de agosto. Anexo III de esta tesis.

Santiago Judith (2020). La CNBV flexibiliza los límites de endeudamiento de los Fibras Inmobiliarios. 27 de diciembre. <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/La-CNBV-flexibiliza-los-limites-de-endeudamiento-de-los-Fibras-inmobiliarios-20201227-0045.html> (27/12/2020; 21:09 h).