

**Estado del arte sobre el modelo de inversión inmobiliaria Real Estate Investment
Trusts (REIT)**

Jessenia Bermúdez Rodríguez

Jbermud9@eafit.edu.co

**TRABAJO DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO PARA OPTAR AL
TÍTULO DE MAESTRÍA EN GERENCIA DE PROYECTOS**

Asesor temático: Jhon Miguel Diez Benjumea

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN
MAESTRÍA EN GERENCIA DE PROYECTOS**

Medellín

2018

Resumen

Los sectores de la construcción e inmobiliario han sido de los principales motores de la economía a nivel mundial, La evolución y crecimiento de las ciudades han permitido que estos sectores se mantengan en continuo dinamismo. A su vez, las personas han buscado invertir en ellos para garantizar un patrimonio en bienes raíces, dado que se considera una inversión rentable y segura, convirtiéndose a su vez en uno de los activos de mayor atractivo en el mercado. Por muchos años, la inversión en este tipo de bienes se hacía por medio de ahorros o adquisición de créditos bancarios, lo que lo convertía de difícil acceso en épocas de altas tasas de interés o precios elevados en el sector inmobiliario. Por lo anterior, el mercado ha desarrollado modelos de inversión inmobiliaria que permite a las personas o empresas invertir su dinero para tener participación en estas propiedades, permitiéndoles a su vez obtener rendimientos por el desempeño de esta. De allí nacen los mundialmente conocidos REIT (Real Estate Investment Trust), empresas que normalmente cotizan en bolsa con el fin de captar inversión y destinar estos recursos a la compra y alquiler de viviendas o hipotecas. Los beneficios obtenidos deben ser repartidos, generalmente, en un 90% (depende de la regulación de cada país) a sus inversionistas. En este documento, se evaluará cómo ha sido el uso de este vehículo de inversión, su regulación y desempeño en varios países, particularmente, se estudiará cómo ha sido desarrollado en Colombia.

Palabras clave

Estado del arte, Real Estate, financiación, bienes inmobiliarios, carteras colectivas.

Tabla de contenido

1. Introducción.....	6
2. Situación en estudio – problema.....	9
3. Objetivos.....	16
3.1 Objetivo general.	16
3.2 Objetivos específicos.....	16
4. Marco de referencia conceptual.....	17
5. Productos esperados del trabajo de grado.....	20
6. Glosario.....	20
7. Modelo REIT y sus características	22
7.1 Diversificación	26
7.2 Riesgos	27
7.3 Variables del mercado que los afectan	27
8. Desarrollo de los REIT alrededor del mundo	29
8.1 Estados Unidos.....	30
8.2 Canadá.....	31
8.3 México.....	32
8.4 Brasil	35
8.5 Chile	36
8.6 España	39
8.7 Reino Unido	41
8.8 Alemania	42

8.9	Francia	43
8.10	Italia	43
8.11	Australia.....	44
8.12	Singapur	45
9.	Asociaciones	53
10.	Tendencias del Real Estate en el Mundo	56
10.1	Norteamérica.....	56
10.2	Europa.....	62
10.3	Asia Pacífico	63
11.	Desarrollo de los REIT en Colombia.....	68
12.	Otros modelos de inversión inmobiliaria en Colombia	78
12.1	Crowdfunding.....	78
12.2	Fondos de capital privado.....	80
12.3	Participaciones fiduciarias	82
13.	Conclusiones	86
14.	Recomendaciones.....	88
15.	Referencias.....	89

Tabla de Ilustraciones

Ilustración 1: Área en m ² licenciada para la construcción	7
Ilustración 2: Estructura del mercado inmobiliario.....	10
Ilustración 3: Fuentes de financiación para adquisición de bienes raíces.....	12
Ilustración 4: Evolución histórica de los REIT a nivel mundial	13
Ilustración 5 Tratamiento fiscal REIT en Europa	14
Ilustración 6: Modelo del mercado inmobiliario bajo los REIT	22
Ilustración 7: Países con modelos de inversión REIT.....	29
Ilustración 8: Composición del mercado REIT en Canadá.....	32
Ilustración 9: FIBRAS listadas en la BMV al 2017	33
Ilustración 10: Rendimiento Anual FIBRAS 2017	34
Ilustración 11: Composición del FIBRA Prologis	35
Ilustración 12: Diversificación cartera Independencia Rentas Inmobiliarias	37
Ilustración 13: Características REIT en el mundo.	47
Ilustración 14: REIT alrededor de Europa	54
Ilustración 15: Índices de retorno por país.....	55
Ilustración 16: Índice de retornos por sector.....	55
Ilustración 17: Capitalización Bursátil de REIT listados en bolsa en Asia Pacífico	64
Ilustración 18: Activos de los FIC por tipo de sociedad administradora	72
Ilustración 19: Activos fideicomitidos por línea de negocio	73
Ilustración 20: Diversificación del portafolio	76
Ilustración 21: Desempeño a diciembre 2017.....	76
Ilustración 22: FICI con mejor desempeño en 2016.....	77
Ilustración 23: Evolución de las inversiones BTG Pactual.....	77
Ilustración 24: Composición de las comisiones del sector fiduciario.....	85

1. Introducción

Este trabajo surge de la necesidad de analizar cómo las inversiones se van acoplando y redefiniendo por cambios en los mercados, en este caso puntual en el inmobiliario. Los sectores de la construcción e inmobiliario han sido de los principales motores de la economía a nivel mundial; la evolución y crecimiento de las ciudades ha permitido que sean sectores que se mantengan en continuo dinamismo. En la mayoría de los países, las últimas décadas han tenido un alto nivel de inversión, tanto en proyectos de vivienda como aquellas enfocadas al comercio, hoteleras, oficinas, bodegas, entre otros. Adicionalmente, se ha visto un incremento considerable de proyectos de desarrollo social y vial, promovidos por el gobierno por medio de alianzas público privadas. En Colombia, se ve evidenciado en proyectos como las denominadas “vías 4G”, rutas del sol, conexiones viales entre municipios y ciudades principales, entre otros.

Cuando se hace zoom en la construcción de viviendas en Colombia, por ejemplo, se observa que las viviendas en los estratos medio altos, donde no se cuenta con subsidios del Estado, han venido incrementando sus precios en reacción a factores externos como tasas de interés y cambios en la regulación tributaria. En informes del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, 2017) se puede evidenciar que desde el 2014 la tendencia en los precios de la vivienda en Colombia ha ido en incremento (1,54% en 2014, 1,37% en 2015, 2,23% en 2016 y 1,20% en 2017), aunque en 2017 haya disminuido un poco, la percepción entre las personas es que el costo de la vivienda es bastante alto.

De acuerdo con Ramírez & Villar (2015), para el caso de la construcción no habitacional o diferente a viviendas, se ha observado que en los últimos cinco años la inversión se ha duplicado con respecto a la década anterior. El gobierno se ha apoyado de iniciativas público privadas, donde el Estado invierte un dinero y las empresas privadas, diseñan, construyen y financian otra porción del proyecto. Esto ha llevado a que entes privados requieran grandes montos de financiación para proyectos de construcción.

Y aunque, en Colombia predomina la construcción de vivienda, sectores como el comercial han ido tomando fuerza con un porcentaje cada vez mayor de licencias concedidas.

Según información de Deloitte (2016), entre el 2009 y el 2015, la mayor parte de licencias de construcción fueron otorgadas a proyectos de vivienda con una participación promedio del 74,6%, seguido por establecimientos comerciales (8,3%) y bodegas (3,0%). En cuanto a la construcción de oficinas, Bogotá es la plaza principal para este tipo de proyectos, resaltando aquellas Tipo A y A+. Las demás ciudades tienen un crecimiento más reducido en este tipo de construcción.

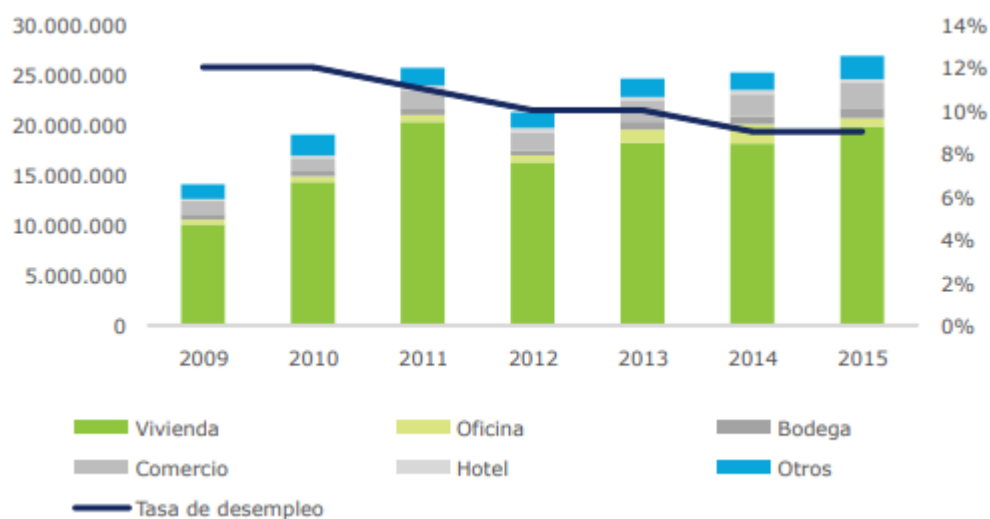


Ilustración 1: Área en m² licenciada para la construcción (Deloitte, 2016)

Anteriormente, las únicas maneras de invertir en este tipo de bienes eran por medio de capital propio o adquisición de créditos bancarios; créditos que suelen ser por montos importantes, a largo plazo y que, en el caso de viviendas, tienen cuotas mensuales que podrían llegar a representar el 60% del ingreso de una familia promedio colombiana; o, en el caso de empresas, comprometer de manera importante el flujo de caja de la compañía y sobretodo incrementar de manera considerable el nivel de endeudamiento. La dinámica convertía a este tipo de inversiones en un medio de difícil acceso, principalmente en épocas de altas tasas de interés o elevados precios en el sector inmobiliario.

Por lo anterior, en Estados Unidos, hacia los años 60, se desarrolló el modelo de inversión inmobiliaria, más conocido como REIT (Real Estate Investment Trust), que permite a las personas o empresas invertir su dinero para obtener participación en el mercado, permitiéndoles a su vez obtener rendimientos por su desempeño.

Estas son fondos de inversión que normalmente cotizan en bolsa con el fin de captar los recursos de privados para destinarlos a la compra y alquiler de viviendas o hipotecas. Los beneficios obtenidos deben ser repartidos, generalmente, en un 90% (depende de la regulación de cada país) a sus inversionistas.

Al inicio, la mayoría de los inversionistas eran temerosos de invertir en este tipo de empresas, pero con los años y algunos cambios en su regulación, se han convertido en un vehículo de inversión bastante interesante, incluso al punto de ser replicado en otros países. En Europa empezaron a ser ampliamente usados a inicios de la década de los 90 y en Asia, por su parte, cobran importancia a finales de la misma década.

En Colombia, fue hasta 2007 donde se encuentra la primera regulación al respecto, cuando se comienza a manejar el término de mercados de inversión inmobiliaria, principalmente por medio de un instrumento más conocido en el país como lo son las carteras colectivas. En parte, la razón de no haberlo manejado antes, se ve sustentado en el poco avance que posee el país en el mercado de capitales, pues aún se encuentra concentrado en empresas de gran tamaño. El acceso al mismo por parte de personas naturales ha venido en incremento, pero no se encuentra al nivel de otros países.

En este documento, entonces, se busca recopilar la mayor información posible que permita entender cómo fue creado y pensado este vehículo de inversión, cómo ha sido adaptado en varios países del mundo. Pero aún más importante, se quiere entender cómo ha sido usado en Colombia, cuáles han sido los principales actores que han movilizado estas inversiones en el país y, adicional, se espera entender cómo factores externos han influenciado en su desarrollo. Para lo anterior, se realizará una búsqueda bibliográfica que permita, desde un

punto de vista teórico, entender el tema y a su vez aprender de casos reales de su aplicación.

2. Situación en estudio – problema

Antecedentes.

Real Estate Investment Trusts (REIT), constituye vehículos de inversión inmobiliaria que nació en Estados Unidos y que se ha venido desarrollando en otros países, con algunas características diferentes, pero todas enfocadas a generar beneficios a partir de la inversión en bienes raíces, sea por la compra y alquiler, o intereses de hipotecas.

En los años 60, cuando surgieron fueron regulados por primera vez. Iniciaron siendo un tipo de inversión “extraño”, el cual ni los inversores inmobiliarios ni los de renta variable lograban asimilar completamente y que generaba poca confianza para a invertir en ellos. A partir de las reformas que se aplicaron a su regulación, en 1986 y 1999, se volvieron bastante atractivos ya que este tipo de empresas deben repartir la mayor parte de sus beneficios a los accionarios y así poder obtener otro tipo de beneficios tributarios.

Incluso, después de la crisis inmobiliaria de 2007, continuaron siendo los vehículos de inversión inmobiliaria más apetecidos por los inversionistas, debido a que no requieren un alto nivel de inversión para brindar derechos sobre una propiedad.

El objetivo principal de estas empresas, como se mencionó previamente, es obtener un beneficio que sea relativamente predecible dado que depende principalmente del alquiler de las propiedades que se encuentran dentro de sus activos o el pago de intereses de las hipotecas que ellos financian. Normalmente, dicho flujo de caja predecible, suele ser más alto que el recibido cuando se invierte en activos de menor riesgo como los instrumentos de renta fija, sean bonos, depósitos a plazo fijo o letras del tesoro, y más estable que aquel percibido en los instrumentos de renta variable.

Este tipo de compañías suelen cotizar en bolsa para obtener recursos de inversionistas. El principal beneficio de ello es que les permite participar en el mercado inmobiliario de una manera más fácil, accediendo a varias inversiones y con una porción menor del capital

normalmente requerido en compras de bienes raíces. Al permitirles realizar varias inversiones, lo que están logrando finalmente es diversificar su portafolio de tal manera que el riesgo pueda verse disminuido.

El hecho de invertir en bolsa permite al inversionista estar informado sobre los activos más comerciales y su valoración en el mercado lo que le ayuda en la conformación de un portafolio óptimo, según condiciones de mercado, haciendo de esta forma que la empresa se convierta en un asesor importante para los inversionistas.

A continuación, se presenta la estructura del mercado inmobiliario y cómo se ve impactado por modelos de inversión como el REIT:

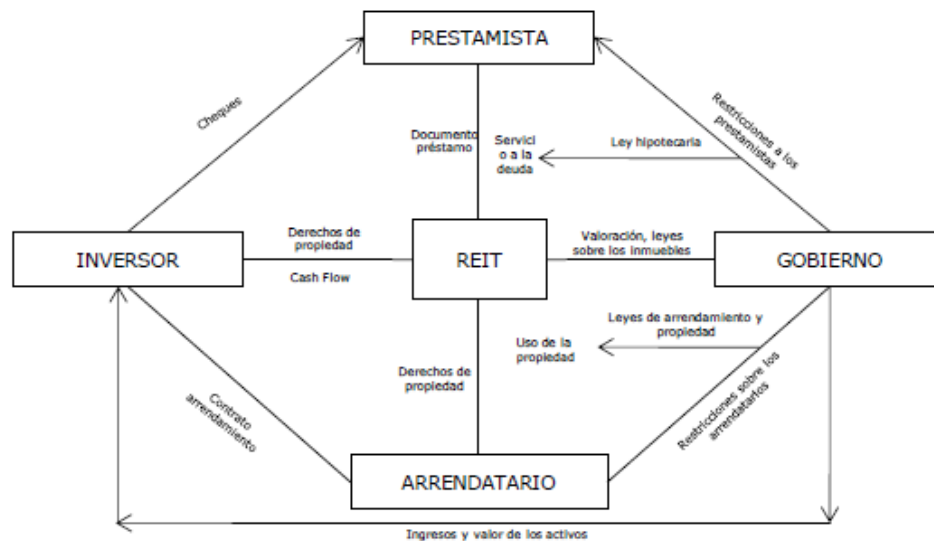


Ilustración 2: Estructura del mercado inmobiliario (Fernández Gimeno, Llovera Saez, & Roig Hernando, 2012)

Como se puede observar en el anterior esquema, lo que pretenden los REIT es cubrir la necesidad de un inversionista en bienes inmobiliarios eliminando procesos como contratos de compraventa o acceso a créditos (normalmente con bancos); lo que permite a este inversionista por medio de un flujo de dinero tener un derecho de propiedad sobre un bien que ya el REIT arrendó, adquirió previamente o tiene intención de hacerlo. De esta manera,

el inversionista asegura un flujo de caja (repartición de dividendos) que puede generarse por los beneficios de arrendamientos, de intereses de hipoteca o venta de bienes.

En el anterior cuadro se puede también identificar que la misión del gobierno sigue siendo regular la forma en la que operan los REIT y poner las restricciones que existen durante un arrendamiento o una hipoteca.

De esta manera, se han identificado varios tipos de REIT que se utilizan:

- **REIT de capital:** Invierten directamente en la compra de bienes inmuebles y buscan generar los rendimientos a través del alquiler y la venta de dichos inmuebles.
- **REIT hipotecarios:** Buscan invertir en hipotecas y productos financieros derivados de estos, buscando generar rendimientos a partir de la financiación de construcción y los intereses de los créditos. Estos son menos utilizados dado que son muy sensibles a los cambios en las tasas de interés, suelen ser inversiones más volátiles con mayor rendimiento.
- **REIT mixtos:** Tienen una mezcla de las dos opciones anteriores, creando portafolios más diversificados y buscando minimizar riesgos.

A pesar de lo anterior, se ha evidenciado que las empresas cuando requieren adquirir bienes inmuebles para su operación no suelen recurrir a este tipo de financiación, suele ser más común para inversionistas privados que quieren participar en el mercado inmobiliario.

En Estados Unidos se han realizado encuestas entre los ejecutivos de grandes corporaciones para consultar cuáles son sus fuentes de recursos más importantes a la hora de adquirir bienes raíces. Un ejemplo de ellos es la encuesta realizada por Redman, Tanner & Manakyan (2002) cuyos resultados fueron presentados en su artículo “Corporate real estate financing methods: A statistical study of corporations’ choices”. En ella se encontraron con que los REIT no es uno de los más utilizados, muchas de ellas incluso prefieren invertir el capital propio de la compañía, tal como se evidencia en los resultados:

<i>Types of financing</i>	<i>Percentage of responses*</i>
Mortgage loans — property secured	30.4
Mortgage bonds — property secured	7.1
Sale of unsecured bonds	1.8
Operating cash flow	75.0
Sale of common stock	5.4
Sale of preferred stock	1.8
Sale of commercial paper	3.6
Long-term leasing	41.1
Sale-leaseback arrangements	123.2
Joint ventures	12.5
Equity REITs	1.8
Mortgage REITs	—
Hybrid REITs	—
Sale of collateralised mortgage obligations	1.8
Sale of commercial mortgage-backed securities	3.6
Limited partnerships	5.4
Participating mortgages	—
Other	19.6

*Percentages do not sum to 100% because respondents could select more than one type of financing method.

Ilustración 3: Fuentes de financiación para adquisición de bienes raíces (Redman , Tanner, & Manakyan, 2002)

A pesar de lo anterior, y dado la acogida que han tenido estos modelos de inversión entre inversionistas privados, con los años se ha extendido su uso en varios países de Europa, que tienen su propia regulación frente, pero como lo afirma Gallego (2009), la mayoría coinciden en las siguientes características:

- **Actividad económica restringida:** Se autoriza la inversión en productos inmobiliarios aproximadamente del 90% de los activos que posee la empresa.
- **Liquidez:** En general deben ser empresas que coticen en bolsa.
- **Transparencia fiscal:** Normalmente se determina que las empresas no están obligadas a realizar pago de impuestos de sociedad, o solo en un porcentaje simbólico.
- **Alto pay out:** El reparto del dividendo es obligatorio para un porcentaje alto del beneficio obtenido, siendo esta la mejor forma que tienen los gobiernos de percibir nuevamente los impuestos que dejaron de cobrarle a la empresa.

A continuación, se presenta una evolución histórica de los REIT a nivel mundial, según los países que lo han ido acogiendo, su denominación y el nivel de negociación que han tenido:

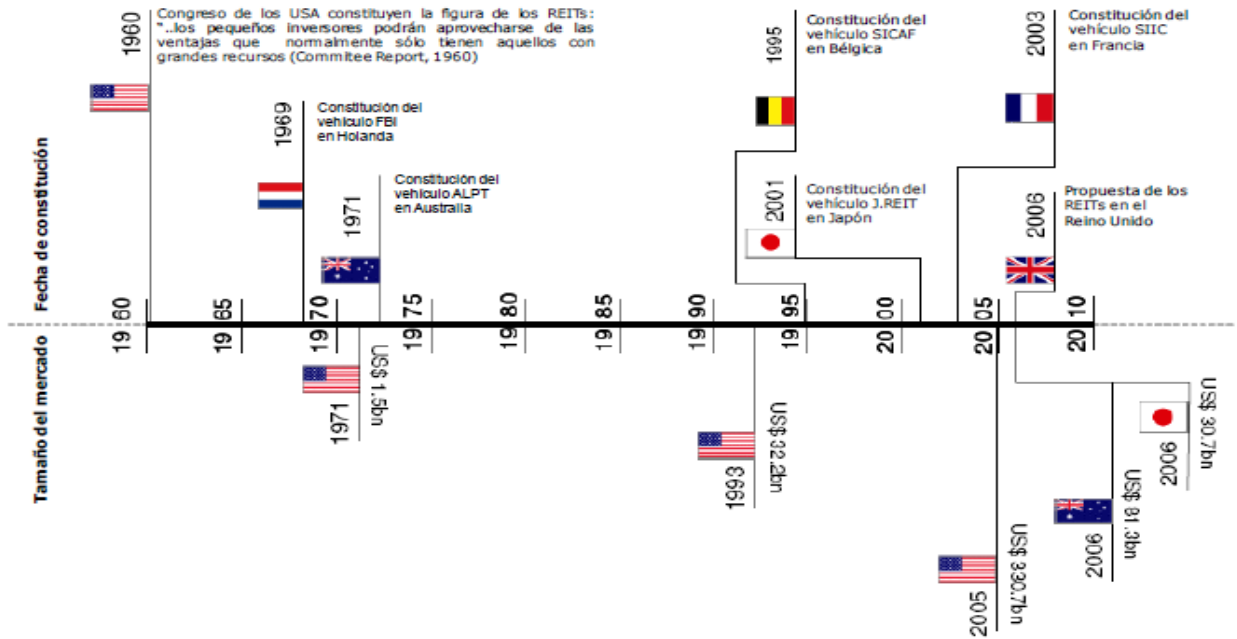


Ilustración 4: Evolución histórica de los REIT a nivel mundial (Fernández Gimeno, Llovera Saez, & Roig Hernando, 2012)

Como se comentó previamente, de acuerdo con su mercado y el manejo fiscal, cada gobierno se encarga de ajustar la regulación fiscal y tributaria a la cual estarán sometidos los beneficios generados por estas empresas y por sus inversionistas. A continuación, se presenta una diferencia en la regulación de países europeos:

País	Rentas	Ganancias de Capital	Retenciones
Países Bajos BI	Las rentas de propiedad real forman parte del beneficio impositivo; tributan a un 0%.	Las ganancias o pérdidas de capital se encuentran en una reserva libre de impuestos, por lo que no tributan.	Son de un 25%, las cuales se reducirán debido al doble tratamiento impositivo. Las ganancias de capital situadas en la reserva libre de impuestos se consideran capital, por lo que no están sujetas a retenciones.
Bélgica SICAFI	Sujeto a la tasa de impuestos corporativa del 33,99%, pero la renta de propiedad real está excluida del mismo.	Las ganancias de capital no se incluyen en el beneficio impositivo.	Sería del 15% del dividendo, el cual debería reducirse debido a la aplicación de tratamientos fiscales.
Italia FII	Exención fiscal.	Exención fiscal.	12,5%, que puede reducirse a un 0% en caso de distribución a residentes cualificados o no residentes inversores del fondo.
Francia SIIC	Están exentos del impuesto corporativo para las actividades de leasing, gestión, inversión inmobiliaria, así como dividendos de subsidiarias que han adoptado la forma legal de SIIC. El resto de actividades tributan a un 33,33%, aumentando un 35,43% por recargo.	Las ganancias de capital resultantes del traspaso de activos o participaciones inmobiliarias y que han sido debidamente distribuidas, están exentas de impuestos corporativos.	Retención del 25% del dividendo, que debido a tratamientos fiscales deberá reducirse a un 15, 5 o 0%.

**Ilustración 5 Tratamiento fiscal REIT en Europa
(Fernández Gimeno, Llovera Saez, & Roig Hernando, 2012)**

En Colombia, se empieza a hablar de REIT en el año 2005, cuando surgen los primeros fondos de inversión inmobiliaria, principalmente fiduciarias y firmas comisionistas, avalados por el Decreto 2175 de 2007, donde se presenta toda la legislación asociada a lo que se conoce como carteras colectivas.

Este tipo de fondos se enfocan en cinco actividades principales: compra y administración de activos inmobiliarios, hipotecas, inversión en proyectos de construcción, inversión en carteras locales similares e inversión en REIT internacionales. Según el decreto deben invertir mínimo el 75% de su portafolio en activos inmobiliarios.

Con el Decreto 1242 de 2013 se realiza modificación al decreto anterior dejando delimitados aspectos como:

- Patrimonio mínimo de 2600 SMMLV¹, con un plazo de seis meses a partir de su inicio de operación para constituirlos.
- La participación mínima por inversionista nunca podrá ser inferior a la suma equivalente de 200 SMMLV, pero dentro de la cartera tampoco podrá exceder el 10% total de la participación de la misma. Dicha inversión mínima luego fue delimitada solo para carteras colectivas privadas.
- Los respectivos fondos deben estar destinados a vivienda, oficinas, centros comerciales, hoteles, parqueaderos, bodegas, locales comerciales individuales, grandes superficies y hospitales.

Los principales inversores en Colombia en este tipo de vehículo financiero han sido los fondos de pensiones que a su vez son los más interesados en diversificar sus portafolios de inversión por medio de estas empresas. En la regulación colombiana estos tienen aprobado invertir hasta un 20% de sus activos en inversiones inmobiliarias, que para 2007 se estimaba en 4 mil millones de pesos entre los seis fondos privados más reconocidos en el mercado.

¹ SMMLV: Salario mínimo mensual legal vigente

3. Objetivos

3.1 Objetivo general.

Realizar una revisión bibliográfica sobre el vehículo de inversión inmobiliaria conocida como REIT, de tal manera que permita entender su evolución, aplicación y beneficios frente a otros modelos de financiación.

3.2 Objetivos específicos.

- Identificar qué es un REIT y cómo funciona desde su definición.
- Analizar las tendencias, logros y limitaciones que poseen los REIT.
- Entender el uso que se le ha dado a los REIT en varios países del mundo y los factores diferenciales.
- Investigar cómo se ha aplicado en Colombia, sus usos, nivel de negociación y diferencias en su definición.
- Evaluar los factores externos del mercado inmobiliario que pueden influir en el desarrollo de los REIT.

4. Marco de referencia conceptual

Como lo indica Vélez Restrepo & Galeano Marín (2002), un estado del arte es un esfuerzo por develar desde, la heterogeneidad de los materiales documentales que sobre el tema circulan en el medio, la trama de relaciones y conexiones temáticas presentes en los mismos, estableciendo un orden jerárquico, señalando vacíos y necesidades de articulación y haciéndolos viables y accesibles para que sean utilizados por la comunidad académica.

Para la construcción de un estado del arte deben abordarse dos momentos que son definidos por Londoño Palacio, Maldonado Granados, & Calderon Villafanez (2014) como:

- **Heurística:** del griego *heuriskein*, significa descubrir, encontrar e indagar en documentos o fuentes históricas, la información necesaria para procesos investigativos y la resolución de problemas en diversos ámbitos científicos, con el fin de describir procedimientos sin rigurosidad o no formales que realizan con el propósito de resolver una dificultad o solucionar una determinada cuestión.
- **Hermenéutica:** del griego *hermeneutiké tejne*, es la capacidad para explicar, traducir, interpretar y explicar las relaciones existentes entre un hecho y el contexto en el que acontece. En tanto de la interpretación busca determinar la expresión y representación del pensamiento.

En el caso de la hermenéutica, varios autores coinciden en indicar que a su vez requiere de tres etapas que permiten la completa comprensión del fenómeno a abordar, en su caso, Vélez & Calvo (1992) las presentan así:

- **Contextualización:** dentro de esta metodología, se tienen en cuenta aspectos como el planteamiento del problema de estudio, los límites del mismo, el material documental que se utilizará en la investigación y algunos criterios para la contextualización.

- **Clasificación:** en este paso se determinan los parámetros que deben tenerse presentes para la sistematización de la información, la clase de documentos que se estudian, sus objetivos, la cronología, las diversas disciplinas que enmarcan los trabajos, las líneas de investigación, el nivel de las conclusiones y el alcance; los cuales están definidos en cada uno de los estudios. Esta información se clasifica tipológicamente, y según el interés que requiera el análisis.
- **Categorización:** para este momento se tiene en cuenta la jerarquización y generación de la información para su correcto manejo, lo que implica recuperar lo que se conciba como esencial, facilitando así el estudio del fenómeno a investigar, debido a que permite el desarrollo de la práctica hermenéutica con respecto a las prácticas investigativas, dentro del área en la que se enmarca el objeto de estudio. La categorización puede hacerse dentro de dos categorías: internas y externas. Las primeras se derivan directamente del estudio de la documentación bajo el enfoque de las temáticas, metodologías, hallazgos, teorías, estudios prospectivos o retrospectivos. Las segundas que a través de la conexión entre temáticas investigativas permiten determinar el tipo de contribución socio-cultural que ofrece el estado del arte al área de la investigación en la que se desarrolla.

Para poder cumplir con estas fases y concluir el proceso, se deben realizar cinco actividades primordiales descritas por Hoyos Botero (2000):

- **Fase preparatoria:** Tiene como fin orientar expresamente al colectivo de investigadores, con sustento teórico, sobre cómo habrá de realizarse el estudio, cuál es el objeto de investigación que se pretende abordar, cuáles los núcleos temáticos comprendidos en el tema central, cuál es el lenguaje básico común a utilizar, así como los pasos a seguir a través de la investigación.

- **Frase descriptiva:** Comprende el trabajo de campo que se realiza con el fin de dar cuenta de los diferentes tipos de estudios que se han efectuado sobre el tema y subtemas, cuáles sus referentes disciplinares y teóricos con qué tipo de sujetos se han realizado, bajo cuáles delimitaciones espaciales, temporales y contextuales se han ejecutado, qué autores las han asumido, así como qué perspectivas metodológicas se han utilizado.
- **Fase interpretativa por núcleo temático:** Esta fase permite ampliar el horizonte de estudio por unidad de análisis y proporciona datos nuevos integrativos por núcleos temáticos, en tanto trasciende lo meramente descriptivo que conduce al planteamiento de hipótesis afirmaciones útiles para la siguiente fase.
- **Fase de construcción teórica global:** Comprende un balance del conjunto que parte de la interpretación por núcleo temático, para mirar los resultados del estudio como vacíos, limitaciones, dificultades, tendencias y logros obtenidos con el fin de presentar el estado actual de la investigación de manera global que permita orientar líneas de investigación. Cada una de estas fases tiene sus objetivos o logros, sus actividades para realizar, un tiempo determinado para realizarlas y el producto final requerido como fruto del trabajo realizado.
- **Fase de extensión y publicación:** Consiste en la posibilidad de divulgar la obra, bien en forma oral mediante conferencias, disertaciones, paneles, seminarios, mesas redondas, etcétera, o bien en forma escrita (publicación). La importancia de esta fase estriba en poner en circulación un nuevo conocimiento que permite la interlocución con otros grupos y comunidades académicas científicas.

Para el caso puntual de este trabajo, la fase de publicación estará enfocada en la presentación del documento escrito definido y la divulgación del mismo al comité académico de la maestría.

5. Productos esperados del trabajo de grado

Un documento escrito que permita realizar una contextualización respecto al tema seleccionado, que de paso a delimitar cómo surge, cuándo surge y quiénes lo tratan, detectando así aspectos investigados y, más importante aún, aquellos que no han sido aún abarcados.

6. Glosario

- **Vacancia:** Cantidad de espacios no ocupados en inmuebles cuya razón de existir es la generación de ingresos.
- **Deuda Subprime:** Modalidad crediticia del mercado financiero de Estados Unidos que se caracteriza por tener un nivel de riesgo de no pago superior a la media del resto de créditos.
- **Fondos de Inversión Colectiva (FIC):** Mecanismo de ahorro que le permite a varias personas realizar inversiones en diversos activos financieros o no financieros, a través de una sola entidad.
- **Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP):** Instituciones financieras privadas de carácter previsional encargadas de administrar eficientemente los fondos y planes de pensiones del Régimen de ahorro individual con solidaridad
- **Fideicomisos:** Contrato en virtud del cual una o más personas (naturales o jurídicas) transmiten bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, de su propiedad a otra persona (natural o jurídica) para que esta administre o invierta los bienes en beneficio propio o en beneficio de un tercero y se transmita su propiedad, al cumplimiento de un plazo o condición.
- **Activos fideicomitidos:** Activos que hacen parte de un fideicomiso.
- **Bien subyacente:** Activo real o financiero en el que se basa un instrumento derivado. Es el objeto de adquisición o enajenación real o teórica en la liquidación del instrumento derivado.

- **Capitalización:** Hace referencia a la evolución de un capital durante un periodo de tiempo. Cuando se efectúa una inversión o se solicita un préstamo la intención es obtener o dar una cantidad de intereses al año como pago por contar con ese capital durante el tiempo fijado.
- **Capital flotante:** Porcentaje del total de acciones de una sociedad que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable
- **E-tailing:** Abreviatura de “electronic retailing”, es un enfoque híbrido del e-commerce. Permite a una marca o fabricante incorporar la venta online en su sitio web, pero a través de la cadena de distribución.
- **Plusvalía:** Aumento del valor de una cosa, especialmente un bien inmueble, por circunstancias ajenas e independientes de cualquier mejora realizada en ella.

7. Modelo REIT y sus características

Como se mencionó anteriormente, los fondos de inversión inmobiliaria (por su sigla en inglés REIT) buscan facilitar el acceso de los inversionistas a este tipo de mercado por medio de participación en acciones. Tal modalidad permite quienes a invierten en la compra de inmuebles, los cuales después se alquilan en el mercado, obtener unos ingresos que él podrá entregar en forma de dividendos a sus inversiones. En síntesis, el mercado inmobiliario por medio de los REIT queda resumido en la siguiente estructura:

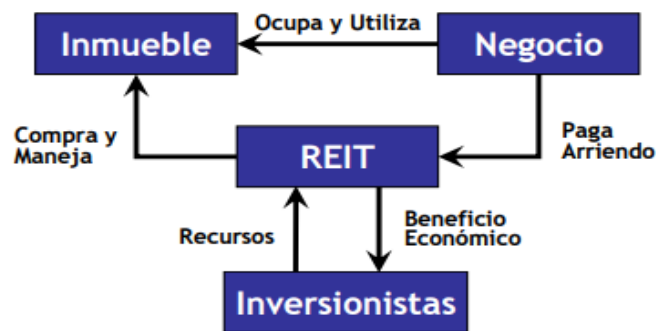


Ilustración 6: Modelo del mercado inmobiliario bajo los REIT
(A&B Inmobiliaria, 2016)

En algunos países, como Colombia y México, la regulación de los REIT delimita que en el modelo deben incluirse también unos administradores inmobiliarios, empresas que contratan los fondos de inversión para que realicen la administración, mantenimiento y revisión necesaria de los bienes inmuebles que ellos adquieren, dado que los inversionistas no poseen ni la experticia ni la capacidad necesaria para realizar estas actividades.

Los mayores atractivos que representan los REIT para los inversionistas se ven representados en varios aspectos. Primero, la estabilidad que tienen frente a la recepción de ingresos por medio de rentas de alquiler y, Segundo, es que deban pagar a sus inversores el 90% de los ingresos como dividendos garantizándoles de este modo un flujo de dinero constante. Adicional, los gobiernos han hecho que estos ingresos y dividendos tengan exenciones o beneficios en renta que permite mayores ganancias.

Algunas de las exigencias que tienen los gobiernos con los REIT es que, generalmente, el 75% de sus ingresos debe provenir de rentas de alquiler de inmuebles o valorización y este mismo porcentaje debe invertirse en activos de bienes raíces, que como mínimo representar tres bienes inmuebles. A su vez, como se mencionó anteriormente, es que deben distribuir, generalmente, el 90% de sus utilidades entre sus inversionistas.

Lo anterior, beneficia a los REIT dentro de los precios en las bolsas de valores dado que la acción tiene un bien subyacente muy estable, que no se mueve igual de rápido que los ciclos de negocios, volviéndolos más atractivos para aquellos inversionistas que aún tienen aversión al riesgo.

Normalmente, este tipo de fondos de inversión suelen enfocar sus compras en un sector particular, dado que se les hace más sencillo la administración de los bienes raíces. Pocas veces los administradores suelen estar especializados en todo tipo de sectores, por lo cual, los fondos de inversiones tienden a concentrarse en uno o dos sectores.

Así mismo, los fondos de inversión pueden enfocarse en una zona geográfica en particular o pueden distribuirse a lo largo del territorio de un país. Como en el caso anterior, siempre es mucho más sencillo operativa y administrativamente concentrarse en una zona, pero esto deberá ser una decisión que estará guiada por las oportunidades de mercado e inversión que encuentre el fondo.

A lo largo de los años, se ha podido evidenciar que los principales interesados en invertir en este tipo de fondos son las Administradores de Fondos de Pensiones dado que buscan inversiones más estables que les permitan garantizar retorno a sus ahorradores y a su vez niveles de rentabilidad un poco más altos que aquellos obtenidos en modelos de inversión de renta fija. Así mismo, las empresas de seguros o corredoras y empresas del sector financiero ven en los REIT una oportunidad atractiva de inversión.

Para las personas naturales, este tipo de inversión representa un beneficio por aspectos como:

- Los bienes no están a nombre propio, lo que los exime de responsabilidades tributarias.
- El retorno es visiblemente más alto, en periodos de tasas de interés baja, que el percibido en otro tipo de inversiones de renta fija.
- La persona no está directamente encargada de temas de mantenimiento, redes públicas, mejoras del bien o cobro de pago de arriendos. Dicha gestión está a cargo de una empresa experta en la administración inmobiliaria.
- Suelen ser inversiones mucho más estables y menos riesgosas, comparadas con otras de renta variable, dado que el precio de los bienes raíces no fluctúan tanto y normalmente tiende a estar al alza, incluso en oportunidades en los que la economía no va tan bien.
- El inversionista puede percibir retornos tanto por los dividendos como por la valorización de la acción (precio).
- Les permite tener una mayor diversificación de su portafolio, sea invirtiendo en un REIT diversificado o en varios especializados o realizando combinaciones con otro tipo de inversiones.

En el informe realizado por BlackRock (2018) sobre REIT, muestran qué se debe considerar al invertir en estos:

- Desempeño pasado. ¿Cómo se ha desempeñado el REIT en los últimos tiempos? ¿O ha tenido cambios significativos en el equipo de administración del mismo?
- Composición. ¿La ubicación o tipo de los activos están en crecimiento o esperan una caída en los próximos tiempos?

- Transparencia. ¿Qué tanta información se encuentra disponible sobre los aspectos anteriores?
- Tiempo. ¿Cuál es su interés con la inversión? ¿Ganancias de corto plazo o un potencial de crecimiento de largo plazo?

El equipo de El Mercurio Inversiones (2014) resaltan la importancia de validar el tipo de activos que obtiene el fondo de inversión, destacan que las propiedades comerciales generan menor costo de administración por lo cual podría generar mayores beneficios.

Los fondos de inversión deben enfocarse en propiedades que permitan el mayor número posible de metros útiles con el menor nivel de operación en los mismos. Pero, también indican que. Es importante mantener un equilibrio entre los tipos de activos para que en caso de que algún de ellos presente un comportamiento desfavorable, la empresa pueda sostenerse por los ingresos recibidos de los demás tipos de activos.

Para los inversionistas también es importante validar aspectos como el endeudamiento del fondo de inversión, dado que en momentos en los que las tasas de interés incrementen, para el fondo de inversión será más difícil garantizar los dividendos esperados ya que debe enfocar sus ingresos al servicio de la deuda.

Además, es conocido que el sector inmobiliario se mueve muy de la mano del momento económico en el que se encuentre un país en cuanto a su ocupación. Es decir, que existen momentos en los que por recesión económica el sector inmobiliario sufre. Es el caso de bienes inmobiliarios comerciales que son desocupados, generando un menor ingreso a estos fondos, y disminuyendo, dividendos y utilidades para sus inversionistas.

Por otro lado, si se buscara una oportunidad en el mercado, en momentos como estos (recesión económica) las empresas con poco endeudamiento encuentran en las bajas tasas de interés del mercado un beneficio para crecer en activos.

Otro aspecto importante a validar es el tipo de clientes que tienen contratos de arrendamiento con el fondo de inversión. Esto dado que la concentración en pocos clientes hace que la estabilidad del fondo de inversión dependa de su relación con ellos. En caso de

perder uno de los clientes grandes el fondo podría perder su capacidad de responder con dividendos a sus accionistas. Lo ideal en este punto es que los fondos de inversión no estén tan concentrados en unos pocos clientes y a su vez realizar contratos a largo plazo que permitan mayor estabilidad.

En algunos países, el aspecto de los inversionistas para los fondos de inversión suele estar regulado, indicando por ejemplo, que no más del 50% de las acciones de un fondo pueden estar entre los cinco primeros clientes. Se asegura de esta manera una mayor posibilidad y acceso a inversionistas más pequeños, incluso las personas naturales.

7.1 Diversificación

Muchas personas se cuestionan si es mejor que un REIT este diversificado o no. La realidad demuestra que cada forma tiene sus ventajas y desventajas. Normalmente el REIT es conocido como la metodología que usan los inversionistas para poder diversificar en el mercado inmobiliario, pero también es sabido que entre más diversificado sea un REIT, más difícil es su administración. Como lo expone Forero Vargas (2008) para el fondo de inversión, decisiones como estas pueden afectar el valor del fondo en el mercado por lo que presenta las ventajas y desventajas que puede llegar a tener un fondo que no diversifica:

Ventajas de no diversificar:

- El REIT se encontrará más especializado en el mercado o la geografía seleccionada.
- Permite que tanto para el administrador como para el inversionista sea de mayor entendimiento el vehículo de inversión.
- Permite que no se incrementen los costos de administración dada la concentración de los bienes inmuebles.

Desventajas de no diversificar:

- No se logra reducir el riesgo a los niveles esperados.
- Se está más expuesto a los cambios y tendencias del mercado.
- Se tienen menos opciones de inversión por el mercado.

Los inversionistas deben evaluar las oportunidades del mercado que desean aprovechar. En caso tal invertir en un REIT diversificado o en varios que sean más específicos.

7.2 Riesgos

De acuerdo con BlackRock (2018), algunos riesgos asociados a los REIT son:

- Aunque las perspectivas siempre se encuentran a favor del crecimiento del valor de los bienes raíces, también se han evidenciado burbujas inmobiliarias u otros fenómenos económicos que originan una caída en los precios de los mismos, lo cual genera un riesgo para los inversionistas dado que una de las fuentes de sus ingresos se debe al mayor valor conseguido en la venta de bienes.
- Los REIT que no se encuentran cotizados en bolsa suelen tener mayores costos para su acceso, y generalmente, tienen cláusulas de permanencia y penalidades por retiro anticipado. Por otro lado, en ocasiones, sus costos administrativos son mayores, generando así una ganancia percibida inferior.
- Muchas veces los países no tienen suficiente regulación sobre el manejo y presentación de la información de los REIT lo que hace más difícil el análisis y claridad sobre la inversión en los mismos. En países donde el REIT no está autorizado a comprar bienes directamente, sino que debe hacerlo por medio de otras personas, se pierde visibilidad sobre el valor real de los activos que posee el vehículo de inversión.

7.3 Variables del mercado que los afectan

Al considerar que en las inversiones no siempre todo es positivo y existen algunos factores que afectan en el entorno económico, social o legal, se podría mencionar, como lo afirma Forero Vargas (2008), que los aspectos que más afectan a los REIT son:

- La sobreoferta y sobre construcción. Significa que el espacio ofrecido es mucho mayor a aquel que el mercado demanda. Cuando hay demasiada construcción las personas suelen verse menos atraídas por los REIT y empiezan a vender sus acciones lo que

ocasiona una disminución en el precio. También sucede cuando la economía está en recesión y la demanda se ve afectada, siempre generará la impresión de que hay sobre construcción.

- Incrementos en las tasas de interés genera en los inversionistas la percepción de que el fondo de inversión no obtendrá tan buenos resultados, por lo cual tienden a vender sus acciones, ocasionando una caída en el precio de las mismas.
- Endeudamiento a tasas de interés muy altas. Precisamente cuando las tasas de interés suben, aquellos REIT que están muy endeudados ven incrementado su costo de capital lo que les hará más difícil responder a los inversionistas con su retorno esperado.
- Recesión en un sector económico particular o en una zona geográfica específica. Cuando los REIT están concentrados de alguna de estas maneras, el hecho de que la economía en este sector caiga en recesión y la demanda se frene ocasionará que los rendimientos del REIT se vuelvan poco sostenibles. Se incrementarán sus niveles de vacancia.
- Cambios en las tendencias o modelos de consumo. Los inversionistas que anteriormente querían participar en el mercado inmobiliario por medio de acciones definan hacerlo por propiedad completa.
- Cambios regulatorios que puedan disminuir los beneficios de los REIT o en su defecto que haga muchos más atractivo otra modalidad de inversión inmobiliaria o incluso otros tipos de inversión.
- Inflación. Los fondos de inversión deben garantizar que las tasas de crecimiento de los arrendamientos se encuentren por encima de la inflación y el incremento que se presente en gastos de operación, mantenimiento y tasas de interés. De lo contrario, no podrá brindar beneficios preferentes a los inversionistas, lo que podría hacerlos migrar a otros tipos de inversiones más seguras.

8. Desarrollo de los REIT alrededor del mundo

Este modelo, como se mencionó anteriormente, nace en la década de los 60 en Estados Unidos y para la década de los 90 empieza a ser adaptado en otros países de acuerdo a su mercado. En la siguiente grafica se puede evidenciar su evolución a nivel mundial en el siglo XXI, y el notable crecimiento de este modelo de inversión en otros países.

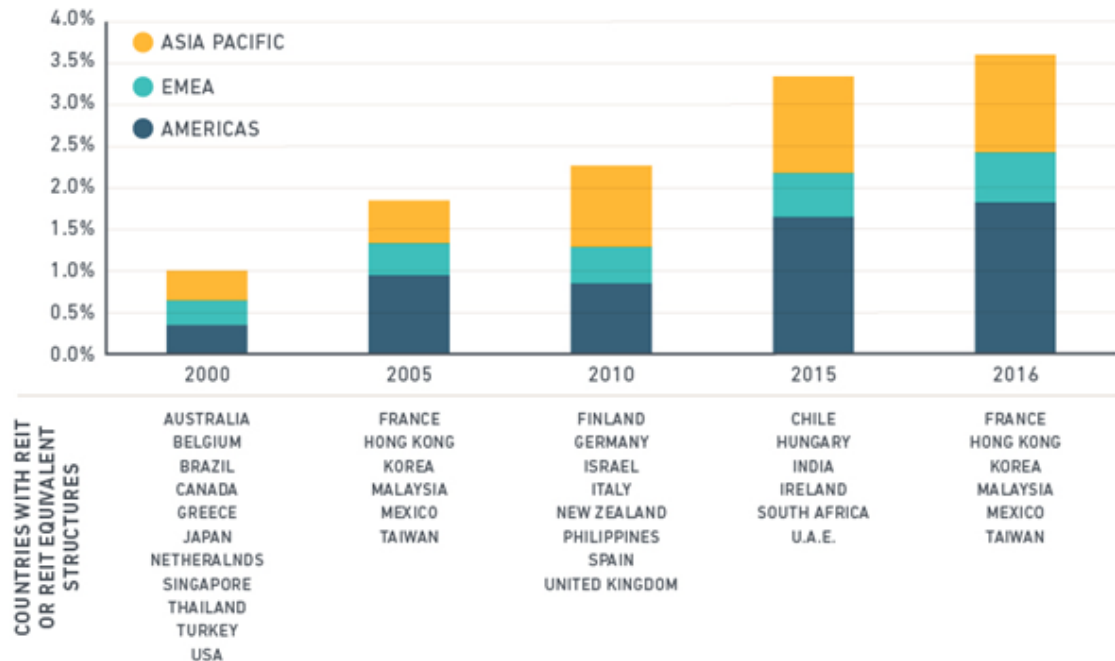


Ilustración 7: Países con modelos de inversión REIT (REIT Info, 2011)

Las principales diferencias entre los modelos de los países radican en temas como:

- Actividades en las que puede participar el REIT (comprar terrenos, construir edificios, comprar bienes, desarrollar propiedades y venderlas).
- Montos de inversión mínimos en actividades inmobiliarias.
- Se permiten figuras de REIT privadas o solo públicas (mercado de capital).
- Dividendos obligatorios a repartir.
- Beneficios tributarios brindados por el gobierno.
- Nivel de endeudamiento aprobado.

- Concentración de inversionistas permitidas.
- Montos mínimos de capital para su apertura

Junto con el americano, los dos mercados más establecidos son Australia y Canadá. A continuación, se realizará una revisión de algunos de los países con mercados más desarrollados o aquellos países relacionados con Colombia.

8.1 Estados Unidos

Este modelo nace en los años 60 en Estados Unidos con una intención del congreso de dar acceso a los pequeños inversores a participar de los beneficios obtenidos en los bienes raíces comerciales. Este modelo de inversión ha pasado por varias etapas en el país, como se describe a continuación:

- Entre los años 60 y los 90: etapa de poca acogida por los inversionistas cuando recién empezaba a desarrollarse y las personas aún no confiaban en él.
- Entre los 90 y la crisis del 2007: En los 90, cuando muchas de las personas tenían propiedades embargadas y los bancos no deseaban tener estas propiedades, los REIT aprovecharon su flujo de efectivo para invertir en propiedades de buena calidad a bajo precio. Este momento permitió a los inversionistas lograr comprender mejor el modelo y ver sus beneficios lo que lo hizo un modelo de inversión bastante usado hasta la crisis del 2007.
- Crisis inmobiliaria del 2007: Cuando llega la crisis inmobiliaria de 2007 se hizo evidente que algunos de los REIT hipotecarios habían invertido a su vez en deuda subprime, la burbuja inmobiliaria hace que el valor de los activos caiga y que los REIT no puedan brindar beneficios a los inversionistas. Lo anterior causó que muchos quebraran y otros incluso tuvieran que retirarse del mercado público.
- Post crisis 2007: Aquellos REIT que sobrevivieron a la crisis, nuevamente ven en el mercado una oportunidad. Los bancos no están en la capacidad de prestar dinero a las empresas privadas de bienes raíces por lo cual los REIT aprovechan el mercado de capitales para obtener liquidez y comprar bienes económicos.

La ley estadounidense es bastante flexible con estos modelos, les permite realizar cualquier actividad englobada en el mercado de bienes raíces. Adicional, los REIT son fideicomisos que actúan en nombre de sus dueños, que son a su vez las inversiones que adquieren “unidades” del negocio, lo que en el mercado de capitales se llama acciones. Como en los fideicomisos la relación contable de su operación no está enmarcada en los estándares contables comunes, la legislación les permite descontarse la depreciación como un gasto cuando realmente esto no es una salida de dinero y estaría impactando la utilidad sobre la cual se reparten los dividendos.

A hoy, Estados Unidos es el país que más desarrollado tiene el modelo. Posee alrededor de 120 REIT establecidos, cuando la mayoría de los países alrededor del mundo no logran llegar a los 20. Es un modelo aún con mucha capacidad de expansión y potencial de desarrollo.

8.2 Canadá

Este país toma su modelo de EEUU, pero a diferencia de este solo se enfocan en la compra y administración de bienes raíces, no se ve el modelo de desarrollo. Su primer REIT nace en 1993. De acuerdo con la información presentada por Price Waterhouse Coopers (PwC, 2017), mantienen el beneficio tributario para estos fideicomisos siempre y cuando entreguen utilidades al menos del 90% de las ganancias percibidas. Cada inversionista será el encargado después de asumir el pago de los mismos.

En 2007, el gobierno reguló aún más las condiciones que debe tener un REIT para considerarse como tal y poder listar en el mercado de capitales. Aun así, se permiten las empresas privadas que tengan este mismo tipo de actividad, pero no apliquen a listar en el mercado de capitales. Esta ley definió que para que los REIT puedan estar listados requieren tener 4 millones de dólares canadienses en inversiones, mínimo 300 inversionistas y 1 millones de acciones públicas.

Máximo el 50% de sus inversionistas pueden ser extranjeros. Y la más importante es que el 75% de sus ingresos provengan del negocio de los bienes raíces.

En Canadá, actualmente existen 39 REIT listados en la bolsa de valores de Toronto, pero 20 de ellos no tienen capitalización por encima de 1 billón de dólares.

Entre los grandes REIT puede identificarse que la mayoría suelen enfocarse en un solo mercado. Tan solo el 33% se diversifican en dos o más mercados como se muestra a continuación.

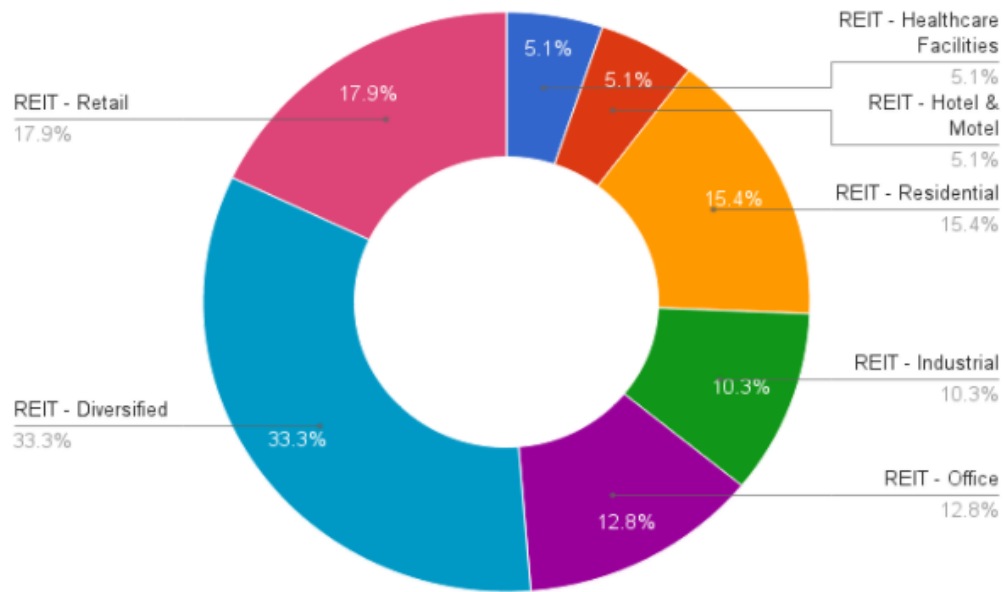


Ilustración 8: Composición del mercado REIT en Canadá (Dividend Earner, 2017)

8.3 México

Conocidos como FIBRA, Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces, son los modelos de inversión diseñados y regulados en México a partir de la Ley de Impuesto a la Renta artículo 223 y 224 de 2002. En esta se define:

- Se aprueban aquellos vehículos inmobiliarios que se dediquen a la compra o construcción de bienes para arrendar o al financiamiento de los mismos.
- Al menos el 70% del patrimonio invertido debe estar destinado a la actividad mencionada en el punto anterior y lo demás se debe invertir en valores del gobierno o sociedades de inversión de instrumentos de la deuda.

- Los bienes adquiridos no pueden ser vendidos antes de los cuatro años de haber sido adquiridos.
- Deben estar en el mercado público y un inversionista no puede tener más del 20% y no pueden invertir en grupos empresariales relacionados. Si son públicos no existe límite de inversionistas ni montos máximos de participación.
- Se deben repartir una vez al año, máximo el 15 de marzo, mínimo el 95% de los beneficios obtenidos el año anterior.
- Los FIBRA están exentos de pagar retención en la fuente. A los inversionistas por su parte se les aplica una tasa del 28%.

Aunque fueron regulados en 2003, el primer fideicomiso que estuvo en el mercado público lo hizo a partir de 2011. A hoy existen 12 FIBRAS listadas en el mercado público, 10 de ellas conforman el Índice FIBRAS que lleva la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Según lo afirma Economía Hoy (2017), su rendimiento en 2017 demuestra estar por encima del referente mercado en la BMV, el cual ronda en un 13,1%. Los expertos afirman que esto demuestra que las bases de los FIBRAS (ocupación, tarifas y demanda) permanecen sólidos y la aversión al riesgo viene siendo menor.



Ilustración 9: FIBRAS listadas en la BMV al 2017 (Economía Hoy, 2017)

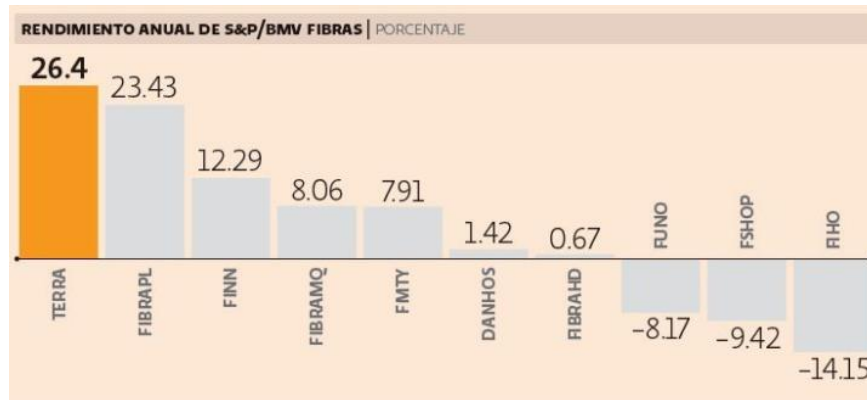


Ilustración 10: Rendimiento Anual FIBRAS 2017 (Santiago, 2017)

Los que mejor desempeño mostraron en el 2017 fueron TERRA y ProLogis. Se presenta, a continuación, el segundo con su composición actual, y que con un enfoque principalmente manufacturero ha logrado un alto índice de ocupación. Igualmente presenta mucha ventaja por los porcentajes de renta en dólares que posee y que lo hacen muy atractivos en los momentos en los que el dólar se encuentra al alza:

Portafolio Operativo

No. de inmuebles:	196
Área Rentable Bruta Total (pies cuadrados):	34,600,478
Índice de Ocupación:	97.3%
Número de Arrendatarios:	230+
Renta Neta Efectiva Anualizada (por pie):	US\$5.09
Percentage de renta neta efectiva en dólares:	70.60%



Ciudad de México	35.8%
Guadalajara	16.9%
Monterrey	11.2%
Reynosa	13.6%
Tijuana	12.2%
Ciudad Juárez	10.3%



Ilustración 11: Composición del FIBRA Prologis (Prologis, 2018)

Igualmente, los expertos prevén que el 2018 traerá tres nuevos FIBRAS enfocados en sectores como salud, turismo y vivienda para alquiler. Adicional, como lo menciona Santiago (2017), se pronostica un fortalecimiento de FIBRAS enfocadas en la construcción y desarrollo de terrenos, segmento que ha sido ampliamente explorado en otros países, pero que no ha sido común en México.

8.4 Brasil

También conocidos como Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) o BR-REIT por su sigla de negociación en bolsa. Fueron creados en 1993 con la Ley 8668, que ha sido enmendada un par de veces desde entonces y regulados por la comisión de valores en el año 2008 por la Ley 472. De acuerdo a PwC (2017), en el caso de Brasil los fondos públicos deben tener una inversión mínima del 75% en actividades inmobiliarias y así mismo tener mínimo 50 inversionistas. Están exentos de impuestos de renta aquellas personas naturales o jurídicas, si no tienen más del 10% de la participación, condición que genera una diferencia considerable con respecto al resto de los países que se han revisado hasta el momento. Así mismo, los fondos están obligados a distribuir al menos el 95% de las utilidades obtenidas y deben realizar la distribución dos veces al año (junio y diciembre). Uno de los limitantes es que no tienen permitido el endeudamiento, ni las inversiones en el extranjero.

En los últimos años, Brasil ha experimentado un gran desarrollo y aumento de las inversiones en el mercado inmobiliario lo que derivó en un aumento significativo de las inversiones en BR-REIT.

Aunque las crisis políticas y económicas no se resuelven, algunas mejoras en la economía están permitiendo la reducción de la inflación y la tasa de interés, lo que ha llevado a varios inversores a buscar oportunidades de activos inmobiliarios. Según datos de PwC (2017), en abril de 2016, Brasil tenía 270 BR-REIT, cuyo capital total era aproximadamente 18,6 billones de dólares. Esta cifra representa 25 veces los 753 mil millones de dólares en manos de 63 BR-REIT en 2005.

8.5 Chile

En este país, el modelo REIT se empezó a pensar en 1995 cuando Independencia Fondos de Pensiones buscaba cómo desarrollar un instrumento por medio del cual las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) pudieran invertir en propiedades. Sin embargo, es sino hasta 2011 cuando hace su estreno en el mercado bursátil y se conocen como fondos de inversión inmobiliaria de renta.

Inicialmente, no fueron muy acogidos por el mercado dado que en el país la inversión inmobiliaria directa tiene beneficios tributarios que indican que las viviendas de menos de 140 mts² de uso habitacional (a este tipo de inmuebles se les ha denominado DLF2) son no constitutivos de renta. En caso de ser alquiladas, se debe pagar 50% menos en arancel, timbres y estampillas e impuesto de herencias y donaciones.

Ha empezado a ser acogido cuando el beneficio a las DFL2 es modificado en 2010 indicando que será aplicado únicamente a las primeras dos viviendas que adquiera la persona. Anteriormente había un número ilimitado de viviendas. Entonces, aquellas personas que encontraban en el sector inmobiliario una forma de inversión, donde su retorno se indicaba por la renta de arriendo recibida, deben migrar a modelos como el REIT que les permite la propiedad de varios bienes, obteniendo dicho retorno.

De acuerdo con Independencia Rentas Inmobiliarias (2017), en cuanto a su creación, los fondos de inversión inmobiliaria no tienen una regulación frente a su capital de inicio. La única delimitación es que al cabo de un año tengan un capital mínimo de 350 mil dólares, más de 50 inversionistas cuando tengan seis meses o al menos un inversionista institucional y sus pasivos no pueden exceder el 50% de sus activos.

Además, no están sujetos a impuestos sobre ganancias de capital y se les permite invertir en bienes inmuebles fuera de Chile.

Una de las principales diferencias entre el modelo chileno y el americano es que solo se exige la distribución del 30% de las utilidades recibidas como dividendo a los 30 días de la reunión anual de resultados del fondo de inversión. En Estados Unidos este valor está definido en un 90%. La diferencia hace difícil que se pueda presentar inversión extranjera en un fondo de este tipo en Chile.

El principal REIT que existe es Rentas Inmobiliarias el cual tiene como foco el desarrollo de propiedades en un plazo de dos a tres años y posterior disfrute de su renta. Actualmente, cuenta con dos proyectos habitacionales en construcción. Sus principales inversionistas son AFP y corredores de seguros y de bolsa. Poseen inversiones en el extranjero, principalmente en EEUU, como se muestra a continuación:

Diversificación de la Cartera Según Destino y País (al 31/oct/17)

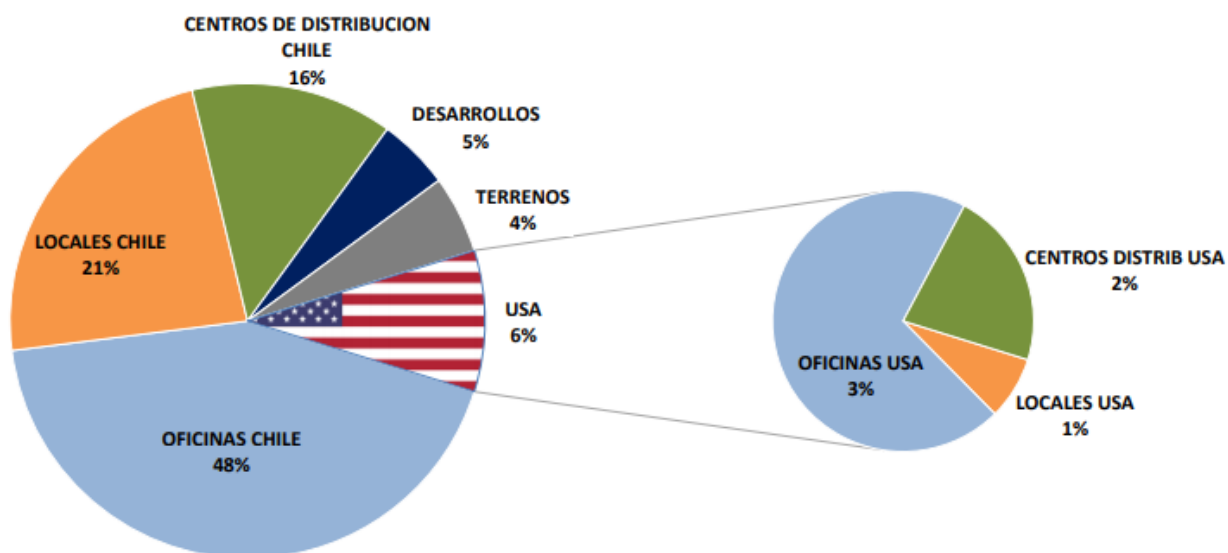


Ilustración 12: Diversificación cartera Independencia Rentas Inmobiliarias (Independencia Rentas Inmobiliarias, 2017)

En Chile existe la Asociación Chilena Administradora de Fondos de Inversión (ACAFI), creada con varios fines entre los que se encuentran, como se puede evidenciar en su página web, fortalecer y profundizar el mercado de fondos de inversiones en Chile y promover el desarrollo de nuevas alternativas de inversión. Esta asociación ha definido cuatro subcategorías de fondos de inversión de acuerdo con su objeto de inversión:

- **Fondos de Inversión Inmobiliarios de Rentas:** Fondos cuya política de inversiones estipule que el objeto principal de inversión del fondo sea invertir indirectamente en bienes raíces construidos o por construir para el arriendo.
- **Fondos de Inversión Inmobiliarios de Desarrollo:** Fondos cuya política de inversiones estipule que el objeto principal de inversión del fondo sea invertir en el desarrollo y construcción de proyectos inmobiliarios para la venta.
- **Fondos de Inversión Inmobiliarios de Plusvalía:** Fondos cuya política de inversiones estipule que el objeto principal de inversión del fondo sea invertir prioritariamente en bienes raíces que espera una ganancia futura en plusvalía.
- **Fondos de Inversión Inmobiliarios Mixtos:** Fondos cuya política de inversiones estipule que el objeto principal de inversión del fondo sea invertir en alguna combinación de las anteriores.

En la actualidad, existen 68 fondos públicos, administrados por 23 sociedades, de los cuales el 67% tiene por objeto la inversión en renta. Como se mencionó anteriormente, el fondo líder en el segmento de rentas es Independencia. Para el de Desarrollo se encuentra BTG Pactual, en plusvalía está Banchile y como mixto el más grande es Cimenta. Cabe destacar que: *“Actualmente, las AFP y Compañías de Seguros de Vida, representan en conjunto el 45% del total de aportantes que participan en este segmento. El 55% restante, lo constituyen los inversionistas de retail”* (ACAFI, 2017, p. 5). Esto muestra que en Chile hay bastante participación de los pequeños actores en este tipo de inversiones, contrario a lo que sucede en otros países donde estas inversiones se concentran en las inversiones de instituciones como las previamente mencionadas.

8.6 España

En el caso de España, este tipo de compañías es conocido como SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), y fueron autorizadas en el año 2009 por medio de la Ley 11. En sus inicios se consideraban una forma de flexibilización del gobierno español en un intento por dar movilidad al sector inmobiliario después de la crisis de 2007-2008 y de atraer mayores inversionistas extranjeros al país. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Función Pública (2009), las primeras definiciones exigían: capital social mínimo de 15 millones de euros, su objeto social principal debía ser la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana, podrían tener actividades alternativas solo si estas no superan el 15% de las rentas impositivas de la sociedad, los inmuebles que se tuvieran en activos debían estar arrendados mínimo tres años, un nivel de endeudamiento máximo del 70% y para evitar concentración se exigía mínimo tres inmuebles ninguno con el 40% del valor del activo, entre otros.

Uno de los principales inconvenientes de esta primera regulación era el hecho de que solo se permitían las transacciones en el mercado bursátil, el cual posee altos costos para los inversionistas por lo que el mercado pedía la posibilidad de transar en el Mercado Alternativo Bursátil.

Como ya se mencionó, las SOCIMI son sociedades cotizadas cuya actividad principal es la inversión directa e indirecta en bienes inmuebles urbanos para arrendamiento. En diciembre de 2012, por medio de la Ley 16, se introdujeron enmiendas significativas a la regulación REIT para períodos impositivos que comenzaran a partir del 1° de enero de 2013, incluida la tasa CIT² del 0% para el vehículo REIT. PwC (2017) afirma que la reforma se orientó a relajar muchos de los requisitos y hacer que el régimen sea más atractivo en general, convirtiendo a las SOCIMI en la estructura más eficiente en impuestos para invertir en bienes inmuebles urbanos de alquiler en España. Coyuntura Empresarial (2013) relaciona las siguientes definiciones sobre el manejo y estructura de este tipo de empresas:

² Corporate Income Tax (Impuesto de Sociedades)

- Las SOCIMI pasan a pagar del 19 al 0% en el Impuesto de Sociedades, siempre que los accionistas que posean una participación igual o superior al 5% del capital, tributen sobre los dividendos distribuidos a un tipo igual o superior al 10%.
- El porcentaje de distribución obligatoria de dividendos, se reduce del 90 al 80% sobre los beneficios procedentes de las rentas de alquiler y de los dividendos de participaciones afectas a su objeto social.
- Se reduce el capital social mínimo desde 15 hasta 5 millones de euros y las acciones serán nominativas.
- Se flexibiliza el requisito de cotización en mercados regulados, para admitir también la negociación de los títulos en sistemas multilaterales de negociación.
- Su objeto social principal, equivalente al 80%, será la inversión en bienes inmuebles de forma directa o indirecta.
- Se ratifica en 80% el porcentaje obligatorio de inversión en bienes inmuebles para el arrendamiento, y el restante 20% podrá proceder de otras actividades.
- Continúa la exigencia de que los bienes inmuebles que forman parte del activo deberán permanecer arrendados por un plazo de tres años o siete si los ha promovido la propia sociedad, Así mismo, llevarán contabilidad individual por cada inmueble y para cada actividad.
- Un solo accionista no debe tener más del 75% de la cartera total y ha de existir un mínimo del 25% de capital flotante.

La principal actividad corporativa de las SOCIMI, tal cual lo describe PwC (2017), debe ser:

- La adquisición y desarrollo de bienes raíces urbanos para arrendamiento, incluida la remodelación de edificios;
- La tenencia de acciones en otras SOCIMI o en compañías extranjeras con la misma actividad corporativa y requisitos similares de distribución de dividendos que las SOCIMI;

- La tenencia de acciones de empresas españolas o extranjeras con la misma actividad corporativa, obligaciones de distribución de dividendos, pruebas de activos e ingresos como SOCIMI; y
- La tenencia de acciones o participaciones en entidades reguladas de inversión inmobiliaria en España.

Con respecto a la distribución de dividendos, se establece:

- 100% de los beneficios derivados de los dividendos recibidos de otras SOCIMI, REIT extranjeras, filiales calificadas e instituciones de inversión colectiva.
- Al menos el 50% de las ganancias de capital derivadas de activos y acciones inmobiliarios calificados. La ganancia restante se reinvertirá dentro de un período de tres años o se distribuirá por completo una vez que haya transcurrido el período de tres años y no se haya reinvertido; y
- Al menos el 80% de las ganancias derivadas de los ingresos distintos de los dividendos y las ganancias de capital, es decir, que incluyen los ingresos por alquileres y actividades auxiliares.

8.7 Reino Unido

Se iniciaron a regular bajo la Ley de Finanzas de 2006, donde se delimitan como grupo de compañías con propiedades alquiladas a terceros. Un REIT del Reino Unido comprende un grupo de compañías que realizan un negocio de inversión inmobiliaria, con propiedad alquilada a terceros inquilinos. La empresa matriz puede incorporarse en cualquier lugar, pero debe ser una compañía británica residente en el Reino Unido cuyas acciones coticen en la Bolsa de Londres (o en un mercado extranjero equivalente) o se negocien en una bolsa de valores reconocida. Al menos el 35% de sus acciones deben ser capital flotante. Al menos el 75% de las ganancias y el 75% del valor de los activos deben estar relacionados con el negocio de alquiler de propiedades.

De acuerdo con PwC (2017), el REIT del Reino Unido está obligado a distribuir al menos el 90% de sus ganancias de arrendamiento (que es el ingreso por alquiler después de deducir los costos financieros, los gastos generales y la depreciación fiscal) a menos que tenga reservas insuficientes. El requisito de distribución puede cumplirse usando dividendos en acciones. No hay ningún requisito para distribuir ganancias.

Un REIT del Reino Unido no está sujeto a impuestos con respecto a los ingresos de alquiler o las ganancias de capital realizadas con respecto a sus activos comerciales de alquiler, siempre y cuando cumpla con la condición de distribución de por lo menos el 90% de sus ganancias por el mismo concepto. Está sujeto al impuesto de sociedades sobre todos los otros ingresos y ganancias bajo las reglas de impuestos habituales.

8.8 Alemania

En Alemania la ley que regula los REIT no fue expedida sino hasta 2007, buscando mantener al país como un mercado inmobiliario competitivo dentro de la Unión Europea. Con base en información de PwC (2017), los REIT alemanes (G-REIT) son sociedades anónimas, tienen exención de impuestos y están obligadas a transar en los mercados de capitales. Hasta el momento solo existen tres en bolsa. Su capital debe ser mínimo de 15 millones de euros. En cuanto a su conformación debe existir un 15% de capital flotante del cual cada inversionista puede poseer un 3% y para el restante 85% ningún accionista puede tener más del 10%. El 75% de las actividades del REIT deben estar relacionadas con activos inmobiliarios. Deben distribuir al menos el 90% de las ganancias obtenidas. Los REIT se encuentran exentos de impuestos sin importar si los ingresos son derivados de actividades inmobiliarias o no y los dividendos repartidos son afectados por una tasa del 26,4% de retención, para los inversores extranjeros esa tasa será, generalmente, del 15%, para los países con los que Alemania tenga establecido un acuerdo de doble tributación, sin embargo, para los inversores residentes en otro país que no tenga suscrito un acuerdo de doble tributación, dicha tasa varía.

8.9 Francia

Este país fue uno de los pioneros en modelos de inversión inmobiliaria en Europa. Allí es conocido como SIIC por la sigla en francés de Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (Sociedades de inversión inmobiliaria cotizadas). Tienen una particularidad especial y es que para ser considerados como SIIC y recibir los beneficios, el fondo de inversión debe solicitarlo, de lo contrario, funcionará como un fondo de inversión normal.

Algunas de las características principales en este país, de acuerdo con PwC (2017), son: la sociedad debe contar con un capital mínimo de 15 millones de euros, y estar cotizando en bolsa regulada francesa o alguna extranjera autorizada. Ningún inversionista debe poseer más del 60% de las acciones, están obligadas a distribuir el 95% de ingresos por alquiler, 60% por ganancias de capital y 100% de los dividendos de sus subsidiarias.

El régimen SIIC está disponible para las empresas (sujetas al impuesto sobre la renta de las sociedades) cuya actividad principal es adquirir o construir, directa o indirectamente (es decir, a través de empresas intermediarias) propiedades inmobiliarias con el objetivo de alquilarlas. Luego de adoptar el régimen SIIC, dichas compañías pasan a ser exentas del impuesto sobre la renta para los ingresos derivados de dichas actividades mencionadas.

8.10 Italia

En el caso de Italia, este modelo de inversión es muy ajustado al presentado inicialmente en Estados Unidos. Se conocen como SIIQ, por su nombre en italiano Società di Investimento Immobiliare Quotata (Sociedad de inversión inmobiliaria cotizada). Como su nombre lo indica, es un fondo que debe estar cotizando en bolsa, su actividad principal debe ser el alquiler de bienes inmuebles (se descarta el modelo de desarrollo de bienes y compra para valorización).

Su regulación se dio a partir de la Ley de Presupuesto de 2007, pero dadas las circunstancias del mercado no se ha generado el nivel de inversión esperado, aunque viene en aumento. Al igual que en los demás países europeos, las empresas que adopten este régimen se encuentran exentas del impuesto de renta si cumplen con las obligaciones de distribución establecidas. Como lo expone PwC (2017), requiere una capitalización mínima

de 40 millones de euros, ningún inversionista podrá tener más del 60% de participación, el 80% de sus activos deben ser bienes inmuebles y el 80% de sus ganancias deben provenir del alquiler de dichos bienes. En cuanto a la distribución de dividendos, debe ser mínimo el 70%.

Tanto en el caso de Francia como en el de Italia, si la sociedad que se acogió al régimen REIT incumple con alguna de las obligaciones legales que lo reconocen como tal, perderá su calidad, y por ende, su exención de impuestos hasta tanto no vuelva a cumplir con dichos requisitos.

8.11 Australia

La historia de los REIT en Australia se empieza a marcar en 1971 cuando el primer REIT se lanzó en el mercado de capitales. Se estima que alrededor del 70% de propiedades de grado de inversión se encuentran titularizadas.

Como lo indica PwC (2017), los REIT australianos pueden ser fondos sectoriales específicos (por ejemplo, industrial, de oficina, etcétera) o diversificados. Australia posee alrededor de 50 REIT que cotizan en bolsa, siendo el segundo mercado más grande del mundo después del de Estado Unidos.

En el caso de Australia, los REIT no poseen regulación en cuanto a capital, actividad económica ni porcentaje de concentración de inversionistas. Allí, este tipo de modelos de inversión son considerados Fideicomisos de Inversión Administrativa (MIT), deben realizar distribución de ganancias al 100%, pues de lo contrario tendrán que pagar el 49% de impuestos.

No hay restricciones de inversión para los inversores que buscan REIT australianos como alternativa. Sin embargo, para calificar como un MIT, un individuo extranjero no debe tener un 10% o más de participación en el REIT (directa o indirectamente).

8.12 Singapur

En este país inicia la regulación en 1999, el primer REIT formalizado es listado en bolsa en el año 2002. A hoy existen 37 REIT en bolsa, denominados S-REIT, lo que los posiciona como uno de los mercados más grandes en Asia, mostrando así un crecimiento exponencial. Los S-REIT funcionan como fideicomisos enmarcados en la normatividad de inversiones colectivas. Para su apertura deben tener un capital de 300 millones de dólares singapurenses, aproximadamente 227 millones de dólares. Solo pueden acceder a los beneficios tributarios aquellos que cotizan en bolsa. Debe tener como mínimo 500 acciones públicas, representando como mínimo un 25% del capital. 75% de sus activos deben ser bienes inmuebles, no pueden realizar desarrollos a menos que ese bien posteriormente se vaya a alquilar. Para recibir los beneficios tributarios deben repartir un mínimo del 90% de sus ganancias.

De acuerdo con PwC (2017), el alcance de las inversiones que un S-REIT puede realizar está restringido a los siguientes tipos de “inversiones permitidas”:

- Bienes inmuebles dentro o fuera de Singapur.
- Activos relacionados con bienes inmuebles.
- Valores de deuda y acciones cotizadas de sociedades no inmobiliarias.
- Valores emitidos por un gobierno, agencia supranacional o junta estatutaria de Singapur.
- Efectivo y equivalentes de efectivo.

A continuación, se presentarán las principales características de los REIT alrededor del mundo con base en la información del informe “Compare and contrast Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes” presentado por PwC en 2017.

Ilustración 13: Características REIT en el mundo.
Elaboración propia con información de PwC (2017)

Región	África	Asia		
País	Sudáfrica	Australia	Corea del Sur	Hong Kong
Denominación	REIT	MIT	K-REIT, P-REIT o CR-REIT	REIT
Forma Jurídica	Compañía de responsabilidad limitada	No hay una forma jurídica definida	Puede establecerse solo como una sociedad anónima	Se requiere que se estructure en la forma de un fideicomiso
Capital Requerido	Por lo menos 300 millones de Rands (25,2 millones de dólares)	No hay capital requerido para el REIT. Sí para el gerente	Entre mil millones y 7 mil millones de (entre 930 mil y 6,5 millones de dólares)	No hay requerimientos específicos
Inversión en Bienes Raíces exigida	Mínimo 75%	No hay restricción específica	Mínimo 80%	Mínimo 75%
Requerimientos para listar en bolsa	Deben estar listados en la bolsa de valores de Johannesburgo	No hay requerimientos. Pueden ser listados en bolsa o no	Deben estar listados en la bolsa de valores de Corea y ofrecer públicamente más del 30% del capital social	Deben estar listados en la bolsa de valores de Hong Kong
Restricciones a inversores	No hay restricciones para inversionistas ni residentes ni extranjeros	No hay restricciones para inversores locales. Para extranjeros, no pueden poseer más del 10% de un REIT	Ningún inversionista debe poseer más del 50%	No hay restricciones para inversionistas ni residentes ni extranjeros
Inversión en activos extranjeros	No hay restricciones	No hay restricciones	No hay restricciones	No hay restricciones
Distribución de Ganancias	Por lo menos el 75% anualmente	No hay mínimo de distribución. Para acceder a la exención de impuestos, la distribución debe ser del 100% anualmente	Por lo menos el 90% anualmente	Por lo menos el 90% anualmente
Retención sobre Ganancias	Personas e instituciones residentes: Ninguna Extranjeros: 20% o menos según tratados de doble tributación	Personas e instituciones residentes: Ninguna Extranjeros: 30% o 15% para países con tratado de doble tributación	Personas e instituciones residentes: 15,4% Extranjeros: 22% o menos según tratados de doble tributación	Ninguna, tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes

Región	Asia			
País	India	Japón	Malasia	Singapur
Denominación	IN-REIT	J-REIT	REIT o PTF	S-REIT
Forma Jurídica	Se requiere que se estructure en la forma de un fideicomiso	Se han formado como corporaciones de inversión	Se requiere que se estructure en la forma de un fideicomiso	Se requiere que se estructure en la forma de un fideicomiso
Capital Requerido	Por lo menos 1000 millones de rupias indias (15,36 millones de dólares)	Por lo menos 100 millones de Yenes (941 mil dólares)	Por lo menos 100 millones de Ringgit (25,5 millones de dólares)	Por lo menos 300 millones de dólares Singapurenses (227,7 millones de dólares)
Inversión en Bienes Raíces exigida	Mínimo 80%	Mínimo 70%	Mínimo 50%	Mínimo 75%
Requerimientos para listar en bolsa	Deben estar listados en una bolsa de valores reconocida	No están obligados a cotizar en una bolsa de valores, aunque muchos estén listados en la bolsa de valores de Tokio	Deben estar registrados en la Comisión de Valores de Malasia	Pueden estar listados en bolsa o no. Sin embargo, es necesario cotizar en bolsa para calificar a la exención de impuestos
Restricciones a inversores	Debido a la pesada burocracia de India, existen diversas restricciones para los inversores que varían desde participaciones mínimas hasta capital máximo dependiendo del tipo de inversión que el REIT quiera realizar	El inversor principal debe poseer el 75% o menos del total de acciones y deben existir por lo menos 1000 inversionistas diferentes al principal	No hay restricciones para inversionistas ni residentes ni extranjeros	Al menos el 25% de las acciones deben ser capital flotante o deben existir por lo menos 500 accionistas públicos
Inversión en activos extranjeros	Todos los activos deben estar ubicados en India	No hay restricciones	No hay restricciones	No hay restricciones
Distribución de Ganancias	Por lo menos el 90% anualmente	Por lo menos el 90% anualmente	No hay mínimo de distribución	Para acceder a la exención de impuestos, la distribución debe ser de, por lo menos, 90% anualmente
Retención sobre Ganancias	Debido a la pesada burocracia de India, existen diversas tablas de retenciones de acuerdo con los dividendos percibidos, que varían entre 5 y 40%	Personas e instituciones residentes: 20,42% y 15,315% respectivamente No residentes: 15,315% si poseen menos del 3% del capital, de lo contrario, 20,42%	Personas residentes y extrajeras: 10% Instituciones residentes: Ninguna Instituciones extranjeras: 24%	Personas residentes y no residentes e instituciones residentes: Ninguna Instituciones no residentes: 10%

Región	Centroamérica	Norteamérica		Suramérica
País	México	Canadá	Estados Unidos	Brasil
Denominación	FIBRAS	REIT o MFT	US REIT	BR-REIT
Forma Jurídica	Se requiere que se estructure en la forma de un fideicomiso	Fondos de Inversión Mutua	Un REIT de EE. UU. puede formarse como una corporación, fideicomiso, una asociación sujeta a impuestos o como una sociedad de responsabilidad limitada	Solo pueden establecerse bajo la forma de un condominio. Como resultado, no tiene personalidad jurídica
Capital Requerido	No hay requerimientos específicos	No hay capital requerido	No hay capital requerido	No hay capital requerido
Inversión en Bienes Raíces exigida	Mínimo 70%	Mínimo 90%	Mínimo 75%	No hay restricción específica
Requerimientos para listar en bolsa	Deben ser listados la bolsa de valores mexicana	Deben ser cotizados en bolsa. Al menos 1 millón de acciones valoradas en 4 millones de dólares canadienses en capital flotante y 300 accionistas públicos	No hay requerimientos. Pueden ser listados en bolsa o no	No hay requerimientos. Pueden ser listados en bolsa o no
Restricciones a inversores	Ningún inversionista debe poseer más del 20%	Debe haber por lo menos 150 inversionistas. No se puede establecer ni mantener para el beneficio de los no residentes (la propiedad debe ser inferior al 50%)	Debe tener al menos 100 inversionistas. 5 o menos inversores no pueden poseer más del 50%	No hay restricciones para inversores locales o extranjeros
Inversión en activos extranjeros	No hay restricciones	Por lo menos el 80% de los activos deben ser canadienses	No hay restricciones	BR-REIT tienen prohibido invertir en activos extranjeros
Distribución de Ganancias	Por lo menos el 95% anualmente	No hay mínimo de distribución. Para acceder a la exención de impuestos, la distribución debe ser del 100% anualmente	Por lo menos el 90% anualmente	Por lo menos el 95% semestralmente
Retención sobre Ganancias	10% tanto para personas como instituciones Sin importar si son o no residentes	Locales: Ninguna Extranjeros: 25% o 15% para países con tratado de doble tributación	Personas naturales e instituciones residentes: Ninguna No residentes: 30% o menos de acuerdo a los tratados de doble tributación	Entre el 15 y 20%

Región	Europa			
País	Alemania	Bélgica	Bulgaria	España
Denominación	G-REIT	RREC	BG-REIT	SOCIMI
Forma Jurídica	Puede establecerse solo como una sociedad anónima	Compañía de responsabilidad limitada pública o sociedad limitada por acciones	Puede establecerse solo como una sociedad anónima pública	Puede establecerse solo como una sociedad anónima
Capital Requerido	Mínimo 15 millones de euros	Mínimo 1,2 millones de euros. Para cotizar en bolsa, mínimo 15 millones de euros	Mínimo 500 mil levas búlgaras (255 mil euros)	Mínimo 5 millones de euros
Inversión en Bienes Raíces exigida	Mínimo 75%	No hay restricción específica	No hay restricción específica	Mínimo 80%
Requerimientos para listar en bolsa	Deben ser listados en un mercado regulado alemán, de la UE o del Área Económica Europea	Por lo menos 30% de las acciones como capital flotante	Cuando obtienen el capital requerido, deben ser listados en un mercado regulado	Deben ser listados en un mercado regulado español, de la UE o del Área Económica Europea
Restricciones a inversores	Al menos el 15% de las acciones deben ser capital flotante, cada uno de estos accionistas debe poseer menos del 3%. Del 85% restante, un solo inversionista no debe poseer más del 10% directamente.	No hay restricciones para inversores locales o extranjeros	No hay restricciones para inversores. El 30% del capital debe ser suscrito por instituciones	Al menos el 25% de las acciones deben ser capital flotante en manos de, por lo menos, 100 accionistas con participaciones menores a 25%
Inversión en activos extranjeros	No hay restricciones	No hay restricciones	Todos los activos deben estar ubicados en Bulgaria	No hay restricciones
Distribución de Ganancias	Por lo menos el 90% anualmente	Por lo menos el 80% anualmente	Por lo menos el 90% anualmente	Debe distribuir 100% de los beneficios derivados de los dividendos recibidos de otras SOCIMI o REIT extranjeros, al menos el 50% de las ganancias de capital derivadas de activos y acciones inmobiliarios, y, al menos el 80% de las ganancias derivadas de ingresos que no sean dividendos y ganancias de capital
Retención sobre Ganancias	Personas e instituciones residentes: 26,4%. En caso de las instituciones, pueden solicitar reintegro. No residentes: De acuerdo con los tratados de doble tributación	30% tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes	Personas naturales e instituciones residentes: 5% No residentes: De acuerdo con los tratados de doble tributación	25% tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes

Región	Europa			
País	Finlandia	Francia	Grecia	Holanda
Denominación	FIN-REIT	SIIC	REIC o REMF	FBI
Forma Jurídica	Puede establecerse solo como una sociedad anónima pública finlandesa	Sociedad anónima o cualquier otra forma legal elegible para cotizar en una bolsa de valores	Puede establecerse solo como una sociedad anónima	Pueden ser compañías públicas holandesas, compañías de responsabilidad limitada y fondos mutuos.
Capital Requerido	Mínimo 5 millones de euros	Mínimo 15 millones de euros	Mínimo 25 millones de euros	Compañías públicas: Mínimo 45 mil euros. No hay requerimientos de capital para las demás compañías
Inversión en Bienes Raíces exigida	Mínimo 80%	Mínimo 95%	Mínimo 80%	No hay restricción específica
Requerimientos para listar en bolsa	Deben ser listados en un mercado regulado a excepción de los primeros 2 años	Deben ser listados en un mercado francés regulado	Deben ser listados en un mercado griego regulado con una anticipación de 2 años	Pueden estar listados en bolsa o no, Sin embargo, es necesario cotizar en bolsa para calificar a la exención de impuestos
Restricciones a inversores	Cada accionista no puede poseer más del 10%	Al menos el 15% del capital social y los derechos de voto deben ser propiedad de inversores que posean individualmente (directa o indirectamente) menos del 2% del capital social y los derechos de voto. Un solo inversionista, persona o institución, no puede poseer más de 60% del capital social	No hay restricciones para inversores locales o extranjeros	Cada accionista no puede poseer más del 25%
Inversión en activos extranjeros	Todos los activos deben estar ubicados en el Área Económica Europea	No hay restricciones	No hay restricciones	No hay restricciones
Distribución de Ganancias	Por lo menos el 90% anualmente	Debe distribuir al menos el 95% de sus ingresos por alquileres, el 60% de las ganancias de capital realizadas y el 100% de los dividendos que recibió de sus subsidiarias francesas con una participación del 95% o más	Por lo menos el 50% anualmente	La distribución debe ser del 100% anualmente
Retención sobre Ganancias	Personas naturales residentes: 30% Instituciones residentes: 20% No residentes: De acuerdo con los tratados de doble tributación	Personas residentes: desde 21 hasta 45% proporcionalmente Instituciones residentes: 33,33% Personas e instituciones no residentes: 30% y disminuciones por tratados de doble tributación	Ninguna, tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes	15% tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes

Región	Europa				
País	Hungría	Irlanda	Italia	Reino Unido	Turquía
Denominación	HU-REIT	Irish REIT	SIIQ	UK REIT	REIC
Forma Jurídica	Puede establecerse solo como compañía pública limitada por acciones	Sociedad anónima o cualquier otra forma legal elegible para cotizar en una bolsa de valores. Puede ser un conglomerado de empresas (Grupo REIT) o una sola compañía	Puede establecerse solo como una sociedad limitada por acciones	Puede ser un grupo de compañías con una compañía matriz o una sola compañía listada en bolsa	Puede establecerse solo como una sociedad anónima
Capital Requerido	Mínimo 5 mil millones de florines búlgaros (16 millones de euros)	No hay requerimientos de capital	Mínimo 40 millones de euros	No hay capital requerido	Mínimo 30 millones de nuevas liras (6,3 millones de euros)
Inversión en Bienes Raíces exigida	Mínimo 70%	Mínimo 75%	Mínimo 80%	Mínimo 75%	Mínimo 75%
Requerimientos para listar en bolsa	Deben ser listados en un mercado regulado de la UE	Deben ser listados en un mercado regulado de la UE o Reino Unido	Deben ser listados en un mercado regulado de la UE o del Área Económica Europea, así como pertenecer a la "lista blanca" de Italia	Debe ser cotizado en la Bolsa de Londres, su equivalente extranjero o negociarse en una bolsa de valores reconocida	Por lo menos 25% de las acciones como capital flotante
Restricciones a inversores	Al menos 25% de capital flotante	No puede ser una compañía controlada por 5 o menos inversores. Cada inversionista no puede poseer más del 10%	Mínimo 25% de capital flotante. De este, ningún inversionista debe poseer más del 2% Ningún inversionista puede poseer más del 60% directa o indirectamente	Al menos 35% de capital flotante	Los inversores no deben haber estado implicados en ninguna clase de delito, ni estar en mora en ninguna deuda
Inversión en activos extranjeros	No hay restricciones	No hay restricciones	No hay restricciones	No hay restricciones	Máximo el 49% del capital puede estar invertido en activos en el extranjero
Distribución de Ganancias	Por lo menos el 90% anualmente	Por lo menos el 85% al final de cada periodo contable	Por lo menos el 70% anualmente	Por lo menos el 90% anualmente	No hay mínimo de distribución
Retención sobre Ganancias	Personas residentes: 29% Personas no residentes: 15% y disminuciones de acuerdo con tratados de doble tributación. Instituciones: Ninguna	20% tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes	26% tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes	20% tanto para personas como instituciones, sin importar si son o no residentes	Ninguna tanto para personas como instituciones. Sin importar si son o no residentes

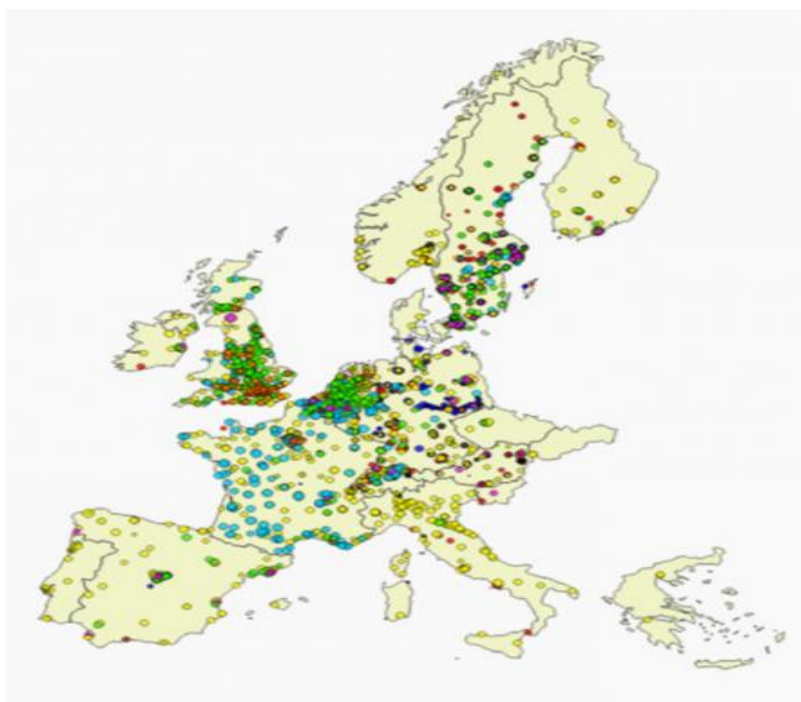
9. Asociaciones

Dado el crecimiento de los REIT alrededor del mundo y del impacto que han tenido en los modelos de inversión, han nacido tres asociaciones que buscan potencializar su creación y el conocimiento de los inversionistas sobre este. A continuación, se presenta información sobre cada una de ellas:

National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT): Es la organización más grande alrededor del mundo sobre REIT, busca generar interés en este tipo de inversión. Tiene más de 200 miembros entre inversionistas y fondos de inversión. Continuamente está compartiendo información actualizada sobre el desempeño de los REIT, busca capacitar personas, brinda conferencias, y lo más importante, pretende generar estándares unificados sobre la presentación de los resultados contables de los REIT con el fin de garantizar transparencia en la información brindada a los inversionistas. NAREIT clasifica los REIT de capital según los tipos de propiedad así: Oficinas, Industrial, Retail, Residencial, Diversificados, Hoteles y Resorts, Salud, Mini-bodegas y Especialidad.

European Public Real Estate Association (EPRA): Creada en 1999, busca fortalecer los fondos de inversión inmobiliaria en Europa. Como ellos mismos lo enmarcan en su misión:

La misión de EPRA es promover, desarrollar y representar el sector inmobiliario público europeo. Lo logramos mediante el suministro de mejor información a los inversores y partes interesadas, la participación activa en el debate público y político, la mejora del entorno operativo general, la promoción de mejores prácticas y la cohesión y el fortalecimiento de la industria. (EPRA, 2018)



**Ilustración 14: REIT alrededor de Europa
(EPRA, 2018)**

Asian Public Real Estate Association (APREA): Creada en 2005, tiene como finalidad dar a conocer este tipo de inversión, representar a los fondos frente a los gobiernos con el fin de conseguir que más países autoricen y utilicen este modelo de inversión y mejorar las regulaciones asociadas de tal manera que se desarrollen fondos de inversión competitivos. Busca que la inversión inmobiliaria en Asia Pacífico sea un tema transfronterizo llegando a todos los sectores. Tiene como miembros tanto a inversionistas como a fondos de inversión y gobiernos. A continuación, se presenta información sobre los resultados de los REIT reconocidos por la APREA pertenecientes a 12 países de Asia Pacífico.

GPR/APREA Composite Listed Real Estate Country Index over the Long-term

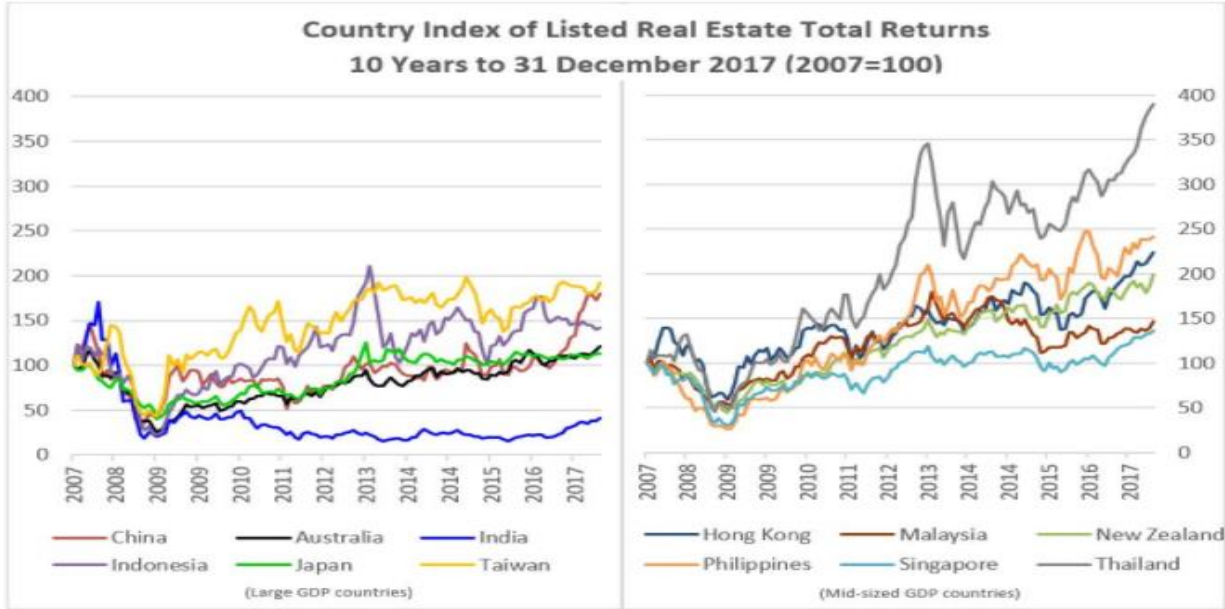


Ilustración 15: Índices de retorno por país (EPRA, 2018)



Ilustración 16: Índice de retornos por sector (EPRA, 2018)

10. Tendencias del Real Estate en el Mundo

Tal como se ha venido desarrollando en el presente trabajo, la base principal para que el mercado de REIT funcione en cada una de las economías alrededor del mundo es la estabilidad, continuidad y sostenibilidad del sector de bienes raíces. Por esto, es importante conocer la perspectiva de los diferentes analistas y expertos en el tema inmobiliario. Es sus informes de perspectiva y tendencias del sector inmobiliario para 2018, PwC (2017) expone los diversos planteamientos de analistas, expertos, CEO y miembros de Juntas Directivas de las más importantes empresas del sector inmobiliario en los mercados de Norteamérica, Europa y Asia. A continuación, se presenta una reseña de sus principales observaciones acerca de cómo funcionará el mercado de bienes raíces en 2018 y los factores externos que podrían afectarlo o beneficiarlo.

10.1 Norteamérica

El primer tema que aborda el capítulo de Norteamérica (Estados Unidos y Canadá) es el relacionado con los tipos de propiedad y los cambios a los cuáles se deben adaptar las mismas para satisfacer las complejas necesidades de usuarios mayoritariamente Millennials como los son entregas “justo a tiempo” en épocas de e-teiling o la adaptación de los estacionamientos tradicionales frente a la incorporación de vehículos eléctricos y autónomos.

El sector industrial ha sido durante un quinquenio el mejor clasificado de los diferentes sectores de bienes raíces por los diferentes expertos consultados por la firma de auditoría. El 2016 fue un muy buen año para dicho sector presentando datos de oferta y demanda en equilibrio, la vacancia en el mercado estuvo en un nivel históricamente bajo y los rendimientos totales aún en dos dígitos. Pensando en un futuro cercano, los usuarios del espacio industrial están manifestando su disposición a pagar por el espacio que mejor se adapte a sus cadenas de suministro, lo que lleva a un aumento constante de la renta. En conjunto, no sorprende que el sector industrial siga siendo el principal sector de inversión y desarrollo. Sin embargo, hay nuevas tendencias para tener presentes a medida que los inversores acceden al espacio.

En primer lugar, se encuentra la diversificación de la demanda: gran cantidad de usuarios proveen los bienes de consumo y necesidades básicas diarias, como las empresas de alimentos, lo que representa un aumento significativo en el número de locaciones que deben adquirir para suplir a satisfacción dichas necesidades básicas crecientes. Luego, el fenómeno de los últimos años de contracción de la oferta, gracias a la recesión y al aumento constante de los costos de materiales (principalmente concreto y acero) y mano de obra, han convertido las construcciones de 2017 como las más costosas de todos los tiempos, lo que ha causado una disminución en la oferta de la misma ya que luego de la recesión los inversores son más cuidadosos con los riesgos que asumen. De acuerdo con los expertos consultados por PwC, existen varias tendencias para el futuro que irán moldeando el mercado, como son demanda fuerte y continua gracias al crecimiento constante del sector industrial y mayor disposición entre los usuarios a pagar por espacios de alta calidad.

Otro de los sectores importantes analizados es el sector de apartamentos, puntualmente los de alquiler, que son los que aportan las utilidades a los diversos REIT que invierten en ellos. Para los especialistas que participaron de la encuesta, este sector tiene un gran potencial de crecimiento ya que para una población de 77 millones de personas de la generación Millennial con 30 años o un poco menos que ya han cubierto en parte sus deudas estudiantiles y optan por conseguir un lugar dónde vivir, el alquiler se posiciona como una preferencia de vivienda, porque es la forma más económica de formar un hogar, permite una mayor flexibilidad y, con frecuencia, proporciona un mayor acceso a la conectividad de la comunidad.

Además, alquilar por elección es una tendencia entre otros grupos de edad, incluidos los hogares de más de 55 años que deciden contar con un estilo de vida conectado y con fácil acceso a atención médica, cultura, entretenimiento y alimentos. Factores adicionales que posicionan a los arrendamientos de apartamentos como una buena opción son los altos precios de la vivienda, como ya se mencionó, y el inventario limitado de venta en los niveles de precios más bajos.

Por su parte, el segmento de oficinas permanece constante en las diferentes perspectivas consultadas. Sin embargo, existen diversos factores que pueden afectar su estabilidad como que los Millennials, que ahora representan casi un tercio del total de los empleos que utilizan oficinas, están llegando a su matrimonio, a la compra o alquiler de una primera vivienda y a la procreación. Combinada esta particularidad demográfica con rentas más bajas, se podría impulsar la demanda de oficinas en el futuro cercano. Otro factor que se analiza como posible determinante de la oferta de construcción de oficinas es la evolución de los espacios de coworking. Un ejemplo es la llegada hace dos años al mercado norteamericano de la empresa WeWork, especializada en la adecuación de sitios para su alquiler como oficinas compartidas, que ahora es el undécimo inquilino más grande de la ciudad de Nueva York, superando a reconocidas compañías del mercado como Goldman Sachs.

Dichas organizaciones de coworking citan diversas razones para su desbordado crecimiento y auge en el mercado actual: reducciones de costos en comparación con el nuevo espacio, flexibilidad de uso del espacio y las necesidades de los empleados de flexibilidad, comunicación y trabajo remoto. Bajo tales influencias, la línea entre los espacios de coworking y la oficina tradicional está comenzando a desdibujarse gradualmente lo que impulsa y dinamiza la demanda de construcción de espacios que se ajusten a las nuevas necesidades del mercado.

Los hoteles constituyen otro de los sectores analizado, el cual luego de la crisis inmobiliaria mundial del 2007 vivió una fuerte recuperación y sus rendimientos fueron históricos. Ahora, parece haberse estabilizado y la perspectiva, aunque sigue siendo positiva, es de mayor cautela con el riesgo en el entorno inmobiliario hotelero. Se espera que el crecimiento de la oferta en Norteamérica supere el crecimiento de la demanda en 2018 por primera vez desde 2009, lo que marca un periodo histórico de ocho años de crecimiento sostenido de la demanda por encima del crecimiento de la oferta.

Como resultado de este periodo prolongado, que parece haber alcanzado su punto máximo, el rendimiento de la inversión ha sido moderado. Los retornos anuales totales para hoteles en la primera mitad de 2017 fueron de 3,65%, el más bajo entre todos los sectores

inmobiliarios. A pesar de los bajos rendimientos, la inversión transfronteriza en hoteles de Norteamérica sigue siendo popular. La atracción de capital de Asia, Europa y otros mercados mundiales, en parte debido a la relativa seguridad percibida en las inversiones en activos tangibles en esta parte del mundo, continúa creciendo año a año.

Para el futuro se espera, desde el punto de vista de la oferta en el sector hotelero, que las empresas de alojamiento continúen aumentando su diversificación de marca. Se ha lanzado una cantidad sin precedentes de marcas hoteleras en los últimos años, impulsadas por la intención de las compañías de alojamiento de crear una mayor segmentación de la demanda, impulsar la diferenciación y expandir sus huellas en un mercado norteamericano maduro. Se espera también, que los productos de alojamiento alternativo, incluidas las opciones basadas en la economía compartida, sigan aumentando, ya que las empresas que ofrecen opciones de alojamiento alternativo buscan crear una mayor segmentación dentro de sus propios portafolios de productos.

Mientras que, desde el lado de la demanda, se espera que las agencias de viaje en línea continúen siendo una fuerza motriz del cambio en la distribución hotelera. Lo anterior debido a que parte del continuo crecimiento de la demanda en el periodo antes mencionado ha sido impulsado por el aumento de canales de distribución en línea, particularmente de agencias de viajes y el conjunto creciente y en constante evolución de productos y servicios que ofrecen al consumidor, por este medio.

El último de los sectores analizados por los expertos inmobiliarios ha sido el sector retail, el cual enfrenta hace varios años un cambio generacional que ha marcado su crecimiento, teniendo como principales factores:

Obsolescencia y antigüedad de los grandes almacenes: Es la fase final de un proceso de varias décadas para eliminar el modelo comercial de la tienda departamental. La tienda departamental de línea completa de 1975 albergaba hasta 50 a 75 departamentos que ofrecían desde autopartes hasta biberones. El número de departamentos dentro de la tienda comenzó a disminuir a fines de la década de 1970, cuando los comerciantes comenzaron a construir alternativas de gran formato para las ofertas de los grandes almacenes.

La fórmula básica de una mayor selección y precios más bajos atraía a los consumidores, aumentaba la eficiencia y reducía los costos de construcción. A medida que este proceso continuó en los años ochenta y noventa, la cantidad de ofertas de productos de gran formato aumentó, lo que provocó la salida de las tiendas departamentales de muchas categorías de productos. Hoy, después de más de 40 años de este proceso lento y deliberado, los antiguos grandes almacenes de línea completa han reducido la oferta de productos a tres categorías principales de productos: prendas de vestir, artículos para el hogar y cosméticos y fragancias.

Maduración de la industria retail: Mientras que las ventas minoristas anuales continúan creciendo a niveles históricos, la industria ha visto una reducción rápida en el crecimiento de tiendas y metros cuadrados ya que la mayoría de los minoristas de productos básicos (con las notables excepciones de indumentaria, artículos para el hogar y tiendas de cosméticos) han alcanzado su crecimiento dejando una industria madura a su paso.

Cambios históricos en el gasto de vestimenta: Los rápidos avances en la fabricación de prendas de vestir, como las líneas de producción de moda a corto plazo y un alejamiento del modelo tradicional de introducción estacional, han reducido los ciclos de desarrollo de productos y los precios de la vestimenta. La proliferación de conceptos de moda rápida ha traído consigo la disminución de las ventas, tanto en los grandes almacenes como en muchas cadenas de ropa de precio medio. El resultado ha sido la quiebra para muchos minoristas del mercado medio.

Cambios importantes en la demografía del consumidor: Los “baby boomers” aún representan el mayor grupo de consumidores de Norteamérica y han entrado en una nueva etapa de vida: consumir menos y gastar un mayor porcentaje de ingresos en salir a cenar, divertirse y viajar. Los Millennials también parecen estar gastando menos en ropa y artículos para el hogar y un porcentaje mayor en entretenimiento y comidas fuera. Incluso la propiedad de automóviles tiene una tendencia más baja entre los Millennials.

E-teling y otros cambios tecnológicos: La marcada trayectoria ascendente de las ventas por Internet y la alta publicidad de los medios que anuncian el comercio electrónico podrían

sugerir que se ha convertido repentinamente en la norma para los compradores de Norteamérica.

Los números, sin embargo, dicen lo contrario. Los datos de la Oficina del Censo de Estados Unidos (2016) indican que el comercio electrónico representa el 8,5% de las ventas minoristas y de servicios de alimentos, y quizás el 11% del total de ventas, excluyendo las de automóviles y repuestos automotrices.

Dos puntos importantes deben destacarse, incluso cuando el comercio electrónico se está expandiendo al 10% o más anualmente. En primer lugar, los costos de envío representan un obstáculo importante para el desarrollo del comercio electrónico. En segundo lugar, existe un patrón de crecimiento bien documentado conocido como curva S, que es común en los formatos recientemente introducidos. Después de un período de rápido crecimiento, la curva se nivela cuando alcanza un punto de saturación en su segmento de mercado. El comercio electrónico puede no estar en ese punto todavía, pero algunos analistas ven que la cuota de mercado final para el comercio electrónico es del 15 al 20% y el crecimiento se nivela a medida que se acerca a ese rango.

No obstante, a pesar de las obvias tensiones que han llamado la atención del público, los entrevistados consideran que la propiedad retail es relativamente saludable, con abundante capital disponible para propietarios e inversores.

Ahora bien, ¿cuál es la implicación de todo este contexto en los REIT de Norteamérica? La principal consecuencia es que los REIT se encuentran hoy en su fase de “descuento”. Esto significa que es barato comprar acciones de REIT y relativamente costoso para los REIT comprar propiedad, por lo que el flujo de capital en este sector se destinará a las finanzas corporativas a expensas de que los REIT no puedan ampliar sus carteras de activos. Por lo tanto, no es de extrañar que los expertos esperen que los flujos de acciones de los REIT en los mercados inmobiliarios caigan en picada en 2018.

A largo plazo, el crecimiento de los REIT, desde una pequeña porción del sector inmobiliario a mediados de la década de 1990, hasta la industria de un billón de dólares actual es visto como la primera etapa de crecimiento.

En una conferencia sobre REIT en 2017, se predijo que el mercado duplicará su tamaño en la próxima década, con una tasa de crecimiento cercana al 7% anual, gracias a la globalización que desempeña un papel clave y a la migración de bienes raíces corporativos al REIT como estructura de crecimiento.

10.2 Europa

La industria de bienes raíces de Europa sigue siendo "cautelosa, pero positiva" al aceptar el mercado actual de bajos rendimientos y de fuerzas disruptivas a largo plazo como la tecnología y el cambio social. PwC revela una industria impulsada por una perspectiva económica general más estable y, a su vez, una demanda de ocupación más fuerte en gran parte de Europa que en años anteriores.

Los mercados europeos continentales se están beneficiando de una relativa visión pesimista hacia el Reino Unido, donde, a pesar de cierta apariencia de normalidad volviendo a los volúmenes de inversión en 2017, existe una preocupación generalizada por el impacto económico del Brexit en el próximo quinquenio.

En contraste, después de la elección de Emmanuel Macron, los expertos son más optimistas sobre Francia de lo que lo han sido durante años. Mientras tanto, Alemania se está consolidando como el refugio seguro de Europa para los diferentes flujos de capital y representa cuatro de las seis ciudades principales para las inversiones globales. Aunque los valores en la capital germana se dispararon durante 2016, los líderes de la industria creen que el crecimiento es sostenible, apoyado por una población en crecimiento y un sector de tecnología en auge.

Al mismo tiempo, la industria europea está mirando mucho más allá de 2018, y de los límites tradicionales de bienes raíces. Algunos líderes creen que el cambio se viene presentando hace tiempo, pero PwC revela una industria que está comenzando a abrir los ojos a nuevos participantes, nuevas asociaciones y nuevos modelos de negocios.

Esta perspectiva optimista se extiende más allá de 2018, y se espera que el crecimiento económico europeo mejore en los próximos tres a cinco años.

Tal evaluación positiva es consecuencia de un repunte en los volúmenes de inversión totales en 2017 y a una mayor demanda de ocupación en muchas de las principales ciudades de Europa, aunque no en el mercado de oficinas de Londres.

Aun así, el Brexit sigue siendo una preocupación seria en el Reino Unido y particularmente en Londres. Más de un año después de la votación del referéndum del Reino Unido para abandonar la UE, la percepción de falta de progreso después del Brexit es una fuente de gran frustración en toda la industria. Además de las consecuencias directas para los flujos de capital y de personas, la industria también está preocupada por el impacto a largo plazo de esta decisión de Reino Unido. Sin embargo, se encuentra consuelo en las elecciones recientes de Holanda, Francia y Alemania que han disipado, en diversos grados, los temores sobre el entorno político en Europa.

La inestabilidad política de este continente puede estar disminuyendo, pero sigue siendo un tema clave para el 2018 entre los agentes inmobiliarios en general. Los expertos expresan una preocupación especial por los riesgos políticos para las empresas y la inversión en Turquía, Hungría y Polonia.

Todos estos asuntos repercuten directamente en los valores de mercado de los REIT alrededor de Europa, como menciona Damien Marichal, Gestor REIT en Europa de Degroof Petercam AM, institución financiera independiente líder en el mercado europeo: *“esperamos un retorno total para los REIT europeos cercano al 10% al año”* (Estrategias de Inversión, 2017).

10.3 Asia Pacífico

De todas las diversas influencias que se han combinado para dar forma a los flujos de inversión recientes en bienes raíces asiáticos, uno se continúa destacando: el exceso de liquidez. Los fondos locales soberanos e institucionales que poseen grandes reservas de efectivo acumulado lo están invirtiendo cada vez más en propiedades, tanto a nivel regional como global.

Otra tendencia que se está extendiendo rápidamente en Asia es el auge de los lugares de trabajo compartidos, donde los operadores de coworking son ahora el principal motor de demanda de nuevas oficinas en muchas ciudades de la región.

Esto, sumado a que mercados en desarrollo como Vietnam e India continúan atrayendo interés de inversión y que, en términos de flujo de capital, el éxodo continuo de dinero de las instituciones asiáticas, principalmente en la forma de fondos soberanos locales y compañías de seguros, ha seguido creciendo en 2017, son factores determinantes del dinamismo que ha marcado los últimos años en el sector inmobiliario asiático.

Tal dinamismo ha repercutido directamente en el mercado REIT. Con las tasas de interés aparentemente fijas para un largo período de incrementos graduales, los REIT en la región de Asia Pacífico (aparte de Japón) han seguido mostrando una capacidad de recuperación sorprendente. Al mismo tiempo, surgen signos de que el atractivo de los REIT puede estar debilitándose, ya que los mercados de acciones mundiales continúan recuperándose con mejores perspectivas de crecimiento y la probabilidad de tasas de interés más altas atenúa la atracción de una clase de activos que tiende a operar en línea con activos de renta fija.

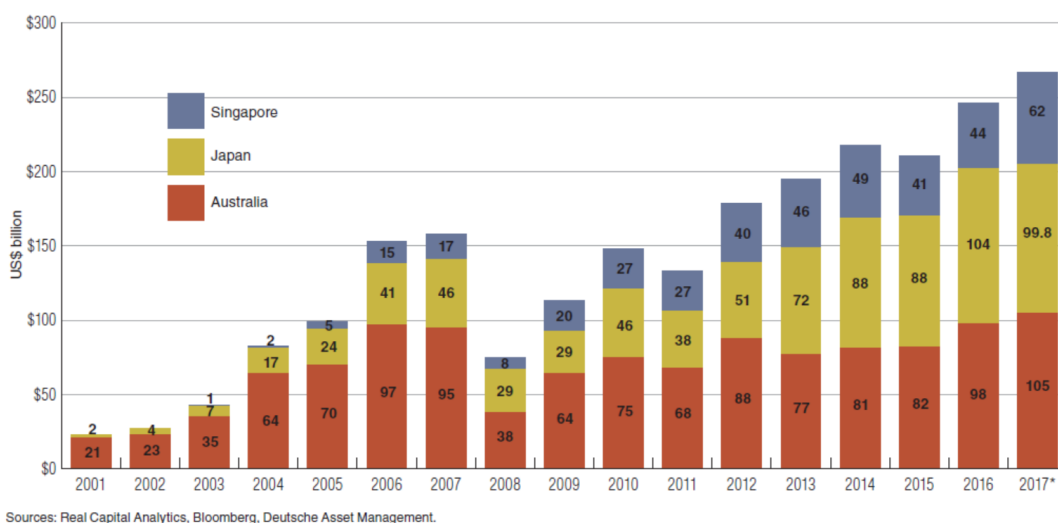


Ilustración 17: Capitalización Bursátil de REIT listados en bolsa en Asia Pacífico (PriceWaterHouseCoopers, 2017)

En Japón, el auge en el mercado J-REIT (denominación en bolsa de los REIT japoneses) provocado por la flexibilización del gobierno y el programa de compra de REIT parece haberse desvanecido en 2017.

El índice de cotización local TSE REIT bajó un 8% a partir de finales de octubre comparado con el mismo periodo del año anterior, incluso con los mercados de acciones avanzando. Esta disminución se debe en parte a la venta institucional en previsión del aumento las tasas de interés y, en parte, a la venta por parte de fondos mutuos nacionales (que representan aproximadamente el 20% de todo el mercado J-REIT) a raíz de una investigación de los reguladores financieros locales sobre sus prácticas de gestión de riesgos.

Como resultado, ha habido un cambio en la dinámica de compra de REIT, con fondos que ahora optan por invertir a través de fondos negociados en bolsa. Si bien esto parece satisfacer a los reguladores, ha creado una distorsión en la forma en que estos se canalizan hacia el mercado, lo que significa que ahora hay más capital dirigido a REIT más pequeños y de menor calificación. En consecuencia, los precios de las acciones en estos vehículos han aumentado incluso cuando los que están en REIT más grandes han caído.

Por su parte, Australia, con las tasas de interés, bonos en alza y los bancos empezando a endurecer los requisitos de préstamos, los precios de las acciones en A-REIT han vacilado desde los máximos del primer semestre en 2017, con el índice australiano ASX 200 A-REIT con una pérdida de alrededor del 4% a fines de octubre. Los rendimientos, mientras tanto, rondaban el 6%. Las acciones de A-REIT han sido apoyadas hasta cierto punto por la perspectiva de aumentos constantes en el alquiler de propiedades comerciales, por lo que, las ventas recientes de activos de A-REIT han sido fuertes.

Finalmente, una serie de A-REIT ha ganado valor en su acción con éxito en 2017 para la financiación de nuevas adquisiciones. Esto es un buen augurio, y dado que los bienes inmuebles continúan siendo atractivos como una clase de activo defensivo, se espera que la recaudación de capital continúe en el futuro.

Singapur, sin embargo, presentó retornos totales del índice SGX S-REIT de alrededor de 21,4% en los primeros nueve meses de 2017 (con rendimientos promedio de 6,4%), un atractivo rendimiento para un mercado donde el sector inmobiliario nacional ha estado en una recesión durante varios años.

Aun así, con el mercado en Singapur saturado, la especulación persiste en una mayor consolidación en el sector REIT ya que los S-REIT más débiles son absorbidos por jugadores más grandes o comprados por rivales corporativos. Entre tanto, muchos S-REIT siguen buscando en el extranjero nuevos activos: Australia sigue siendo un terreno favorito, aunque la falta de oferta y los altos precios de los activos disponibles han visto caer las transacciones de los inversores extranjeros en 2017. Corea del Sur se destacó por su gran mercado logístico que aún no se ha aprovechado para la titularización, y China, por su parte, todavía tiene seguidores, pero la preocupación por las dificultades operativas está creciendo.

Adicional a estos tres mercados, los más grandes e importantes en Asia Pacífico, se evidencia movimiento y crecimiento en nuevos mercados REIT. Varias regulaciones en el tema que se han estado trabajando durante años en distintas jurisdicciones asiáticas, se han acercado poco a poco a su realización en 2017, pero el problema sigue siendo el problema crucial de las exenciones fiscales. Filipinas es uno de esos mercados, donde los inversores esperaban que la administración más reciente se movería para implementar las reformas requeridas, pero los funcionarios del gobierno parecen estar poco convencidos de que las exenciones fiscales serían lo suficientemente beneficiosas para la economía doméstica.

China es otro mercado donde el problema de la exención de impuestos aún no se ha resuelto. Sin embargo, parece haber señales de progreso, con los rumores que circulan de que las autoridades están a punto de publicar nuevas regulaciones para un REIT basado en propiedades de alquiler que se venderá a inversionistas minoristas en los mercados públicos nacionales a fines de 2017.

India, por su parte, sigue siendo el mercado que los expertos más observan. A pesar del pensamiento generalizado de que la excesiva burocracia eliminaría efectivamente las posibilidades de una introducción de los primeros REIT en el país, ahora parece existir una posibilidad real de que el primer REIT de la India se incluya a finales del primer trimestre de 2018. Sin embargo, el problema no parece ser un obstáculo regulatorio, sino más bien la cuestión de cómo valorar los activos inmobiliarios a un nivel que atraiga a los inversionistas de REIT.

11. Desarrollo de los REIT en Colombia

En Colombia la regulación no se da sino hasta 2007 con el Decreto 2175 donde se define la creación de carteras colectivas (hoy Fondos de Inversión Colectiva) todavía con muchas restricciones con respecto a los parámetros internacionales. En este se definía la creación de fondos de capital privado inmobiliario que permitían invertir hasta el 100% de los aportes de los inversionistas en activos inmobiliarios, siendo mínimo el 60%, las cuales se administraban por gestores profesiones que eran quienes tomaban las decisiones de inversión.

Tal regulación fue modificada a su vez por el Decreto 4805 de 2010, Decreto 2550 de 2010 y finalmente por el Decreto 1242 de 2013, normatividad que se encuentra vigente a la fecha y en la cual se dividen los fondos de inversión de acuerdo con su plan de inversión y se logran delimitar aún más los fondos inmobiliarios creándose los llamados FICI (Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria) los cuales difieren de los anteriores en cuanto a sus gestores profesionales que ya deben ser entes regulados por la Superintendencia Financiera, tales como comisionistas de bolsas, sociedades fiduciarias o sociedades administradoras de inversión.

En el caso de Colombia estos modelos de inversión se han delimitado así:

- Se definió en su primera normatividad que al menos el 60% de su portafolio debe ser invertido en bienes raíces. Con el decreto de 2013 aumenta ese monto a 75%.
- Deben cotizar en bolsa con el fin de garantizar el acceso de todo el público y buscan que puedan ser los vehículos de captación de dinero para desarrollo de edificaciones que permitan mejorar sectores como el industrial, hotelero y varias fuentes de ingresos necesarios en el país.
- En cuanto al endeudamiento, tienen un límite autorizado del 65%.
- Así mismo, se les tiene autorizado invertir en bienes en el exterior

Son considerados activos inmobiliarios:

- Bienes inmuebles ubicados en Colombia o en el exterior.
- Títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria o inmobiliaria.
- Derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles o que tengan por finalidad el desarrollo de proyectos inmobiliarios.

El factor diferencial más importante entre Colombia y los demás países, como lo define Evercore (2012), es que en este país no se delimitó regulación frente a los siguientes temas:

- No se determinan montos mínimos de distribución a los inversionistas, ni la frecuencia de los mismos.
- Plazo mínimo de tiempo antes del cual el fondo inmobiliario no puede vender los bienes adquiridos.
- Beneficios fiscales aplicables a los fondos de inversión.

Uno de los principales cambios en la regulación generados por este decreto es la autorización a que fondos extranjeros puedan participar en el mercado colombiano sin necesidad de tener una licencia local. Esto con la única delimitación de que deben hacerlos de la mano de una fiducia o un comisionista de bolsa que será el responsable ante la Superintendencia Financiera por las inversiones que realice el fondo.

Algunas de las principales razones para que se den estas diferencias se deben a normativas aplicables desde el Código de Comercio, el Ministerio de Hacienda o la Superintendencia Financiera, siendo estos sus principales reguladores:

- **Reserva legal:** Valor mínimo definido por el gobierno que las empresas deben mantener para garantizar la protección del capital de la sociedad de pérdidas que puedan presentarse. En Colombia las sociedades anónimas, limitadas, extranjeras y comandita por acciones están obligadas a mantener una reserva del 50% del capital suscrito. Este valor deberá ser constituido durante cada año fiscal con un 10% de las utilidades líquidas obtenidas en el periodo anterior.

Por lo anterior, esta reserva se deberá realizar siempre que el valor acumulado se encuentre por debajo del 50% del capital suscrito. Aquellos años en los que esté cumpliendo no es necesaria realizar un adicional.

- **Rentabilidad mínima de los AFP:** En Colombia se han regulado los montos mínimos de rentabilidad que los fondos de pensión deben garantizar a sus ahorradores para cada uno de los portafolios que ofrecen. En caso tal de que sus inversiones no generen dichos retornos, los fondos deben garantizarlos con sus recursos propios.

Lo anterior fue regulado por primera vez en el Decreto 2949 de 2010, en el cual se define que la rentabilidad mínima exigida es calculada tomando como base la rentabilidad de un portafolio referencia y el promedio ponderado de las rentabilidades que ha obtenido el portafolio definido por la AFP en cada tipo de riesgo. Por lo anterior, estas administradoras suelen invertir en portafolios con buen rendimiento, pero un nivel menor de riesgo con el fin de no exponer su capital propio. Esto pone en riesgo los REIT dado que las AFP son sus principales inversionistas y normatividades ya que los llevan a realizar inversiones en otros portafolios e incluso en otros países.

- **Poco desarrollo del mercado de capitales en Colombia:** Como Juan Pablo Cardona, presidente de Bolsa de Valores de Colombia, mencionó en el Congreso de Aso bolsa de 2017:

la dificultad para encontrar suficientes fuentes de financiación locales para las 4G, ponen de presente que el país tiene mucho por avanzar para profundizar su mercado. La alta concentración del sistema financiero, las dificultades para innovar han sido un freno para el desarrollo del país (Revista Dinero, 2017).

Esto es una pequeña muestra de que el mercado de capitales aún no se encuentra lo suficientemente masificado como para atraer el nivel de inversión que el país necesita. El poco conocimiento sobre inversiones, hace que las personas prefieran fuentes de ahorro en un mercado en el cual los bancos se encuentran saturados.

- **Enfoque en inversionistas institucionales:** Se evidencia que en el mercado las ofertas están dadas más para inversionistas institucionales. Los REIT por su parte, son inversiones de largo plazo que pueden afectar a pequeños inversionistas que requieran capital. Como lo indica María Fernanda Díaz Trujillo, Vicepresidente de Estructura y Estrategia de Negocios en Grupo Bancolombia, *“para un inversionista pequeño que no encuentra precio en su inversión, en caso de requerir liquidez no tiene incentivo por invertir y le costará percibir valor”* (Díaz Trujillo, 2017). En cambio, inversionistas institucionales como los AFP tienen toda la capacidad financiera para invertir en ellos, sin requerir monetizar su inversión en el corto plazo.

Inicialmente, el foco de estos fondos de inversión estaba localizado en los bienes raíces comerciales. Con los años esto ha evolucionado a otros sectores de acuerdo a las dinámicas de desarrollo del país y las necesidades del mercado. Esto hace que hoy sea un poco difícil comparar el desempeño de estos.

Los principales inversionistas en Colombia de este modelo son las AFP, autorizadas a partir del Decreto 765 de 2016, a participar directamente en los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria, antes inversiones inmobiliarias y carteras colectivas. Su inmersión en este tipo de inversiones, de acuerdo con M.B.P. (2008), ha sido muy sobreprotegida dado el perfil conservador que tiene la mayoría de los ahorradores colombianos, por lo que el Gobierno tenía delimitado sus inversiones a operaciones más seguras (TES, Bonos, entre otros). Aun así, cuentan con la posibilidad de invertir hasta un 20% en bienes raíces.

En el mencionado decreto, el Ministerio de Hacienda define que las AFP solo pueden invertir el 20% de los activos que poseen los ahorradores con el perfil moderado, y un 25% de los activos de los ahorradores con perfil arriesgado, en inversiones consideradas alternativas. En estas últimas se encuentran los fondos de capital privado inmobiliario, los fondos de inversión colectiva inmobiliaria, titularizaciones inmobiliarias y fondos de capital privado de infraestructura, entre otros. En consecuencia, se piensa que las AFP sean aún más conservadoras y que los fondos deban diversificarse más y gestionar mejor el riesgo de manera que se vuelvan los más atractivos.

En el caso de las personas naturales, éstas suelen invertir en el modelo por medio de fiduciarias independientes, aun cuando la oferta también se presenta por medio de comisionistas de bolsas y fiduciarias de bancos privados. Se trata de un beneficio muy alto para los inversionistas privados dado que estas sociedades cuentan con asesores financieros e inmobiliarios que, además de decidir dónde se debe invertir para obtener mayor rentabilidad, guían a los inversionistas en la diversificación de su portafolio.

Anteriormente, el mínimo a invertir por una persona natural era de 660 SMMLV, un monto considerable comparado con otros mecanismos de inversión inmobiliaria como lo son los derechos fiduciarios que en ocasiones pueden partir de 60 millones. Por lo anterior, actualmente se les permite inversiones incluso desde un millón de pesos, haciendo que este modelo se vuelva más asequible.



Ilustración 18: Activos de los FIC por tipo de sociedad administradora (% billones de pesos, % del total) (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2016)

Según informes de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (2016), tan solo el 3% de la población colombiana invierte en FIC, un valor bastante inferior al de la región tomando como referencia países como Chile, donde se invierte alrededor de un 12% y mucho más bajo con respecto al 29% en Estados Unidos. Este bajo porcentaje se presenta principalmente, por el poco conocimiento y educación financiera que hay en el país. Pocas personas comprenden realmente cómo funcionan estos medios de inversión, su rentabilidad y modos de acceso. Adicionalmente, lo complicado de la normatividad hace que la información sobre dichos modelos de inversión sea muy técnica y de difícil comprensión para el mercado en general.

Lo anterior, hace que este tipo de inversiones pareciera destinado a personas de altos niveles económicos y con fácil acceso a la banca de inversión.

En el mismo informe, se presentan gráficos como el siguiente, donde se puede observar que el nivel de inversión en los fondos inmobiliarios con respecto a otros tipos de fondos fiduciarios que existen en el mercado, para el año 2016, es un 12,4%. Es una muestra que evidencia que la profundidad de este modelo de inversión en Colombia no es suficiente.

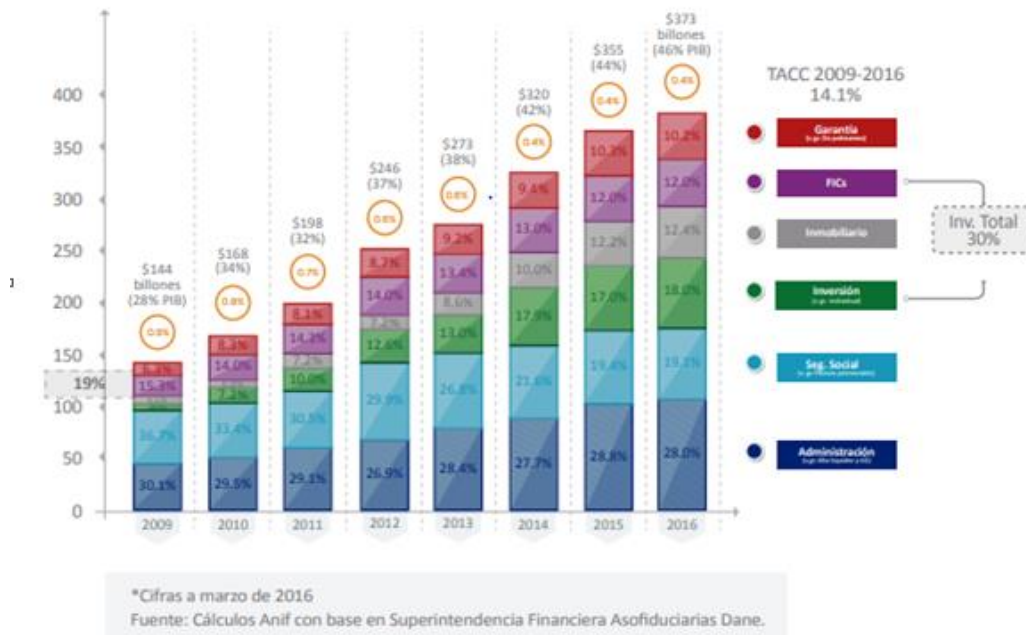


Ilustración 19: Activos fideicomitados por línea de negocio (\$ billones, % del total) (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2016)

Otro de los aspectos que desincentivan la inversión es el impuesto a las transacciones financieras (4x1000), dado que encarece la operación y reduce la rentabilidad percibida por los inversionistas. Algunos de sus principales efectos, según lo analiza Roa Iregui (2011), están en que promueven un uso excesivo de efectivo y hacen que las personas salgan del sistema bancario a depositar sus ahorros a realizar sus transacciones.

Una de las estrategias que diseñó el gobierno, por medio del Decreto de 2013, para mejorar la confianza de los inversionistas en este tipo de modelos, fue definir los principios que deben guiar a las administradoras de fondos de inversión colectiva. Algunos de ellos, según Jaramillo Martínez, Urrego Vergara, & Silva Bello (2014), son:

- Profesionalismo. Deberán actuar de manera profesional, con la diligencia exigible a un experto prudente y diligente en la administración de fondos de inversión colectiva, de conformidad con la política de inversión de cada fondo.
- Segregación. Los activos que formen parte del fondo de inversión colectiva constituyen un patrimonio independiente y separado de los activos propios de la sociedad administradora y de aquellos que esta administre en virtud de otros negocios.
- Deberán administrar los fondos dando prevalencia a los intereses de los inversionistas sobre cualquier otro interés, incluyendo los de la sociedad administradora; sus accionistas, sus administradores, sus funcionarios, sus filiales, etcétera.
- Prevención y administración de conflictos de interés. Las sociedades administradoras deberán establecer en sus normas de gobierno corporativo, las políticas y los mecanismos idóneos que les permitan prevenir y administrar los posibles conflictos de interés en los que pueda incurrir cualquiera de sus funcionarios o la sociedad.
- Trato equitativo entre los inversionistas. La sociedad administradora está obligada a otorgar igual tratamiento a los inversionistas.

- Preservación del buen funcionamiento del fondo de inversión colectiva e integridad del mercado en general. Deberán actuar evitando la ocurrencia de situaciones que pongan en riesgo la normal y adecuada continuidad de la operación de los fondos de inversión colectiva bajo su administración o la integridad del mercado.
- Mejor ejecución del encargo. La gestión del fondo de inversión colectiva deberá realizarse en las mejores condiciones posibles para los clientes, teniendo en cuenta las características de las operaciones a ejecutar, la situación de mercado al momento de la ejecución, los costos asociados, la oportunidad de mejorar el precio y demás factores relevantes.

De acuerdo con Robledo (2007), el primer REIT en Colombia fue Patrimonio Estrategias Inmobiliarias, lanzado en el mercado de valores en 2007. Su proceso de definición tardó alrededor de cuatro años, se lanzó al mercado como un proceso de emisión de un patrimonio autónomo (fiduciaria mercantil) definiéndolo como el primer tramo de este vehículo de inversión. Cada título tenía un valor de cinco millones de pesos y cada inversionista debía adquirir mínimo 10 títulos.

Los activos adquiridos fueron principalmente de tipo comercial (bodegas, locales u oficinas), los principales inversionistas fueron fondos de pensiones, aseguradoras, fondo de empleados, compañía de seguros, entre otros. Su monto demandado para el lanzamiento fue de \$487.300 millones, 4,5 veces el monto esperado.

Actualmente, se encuentra administrado por Terranum, ha realizado ya 10 tramos de inversión y cuenta con alrededor de 1647 inversionistas.

En su último informe mensual (diciembre 2017). y se puede evidenciar información sobre la emisión del tramo X, el cual tuvo sobredemanda de un 152%, se transaron alrededor de 1,2 billones de pesos. Adicionalmente, se indica que se firmaron compraventas (promesas y escrituras) para cuatro nuevos bienes. Se muestra, además, que esta nueva emisión permitió reducir el nivel de endeudamiento pasando de un 50% a un 25%. Algunos de sus datos principales a hoy son:

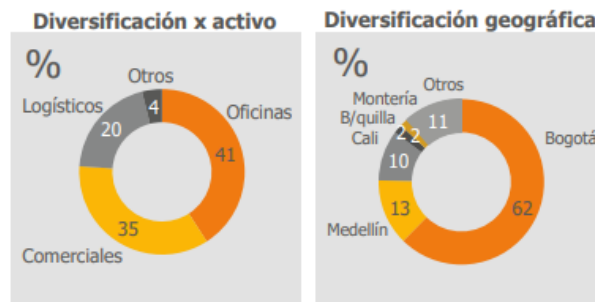


Ilustración 20: Diversificación del portafolio (Patrimonio Estrategias Inmobiliarias, 2017)



Ilustración 21: Desempeño a Diciembre 2017 (Patrimonio Estrategias Inmobiliarias, 2017)

Aunque no es un modelo de inversión tan conocido y hay pocas opciones en el mercado, los fondos de inversión inmobiliaria representaron, según Old Mutual Holding de Colombia (2017), el 1,15% del PIB en 2016.

Entre las carteras inmobiliarias que mejor desempeño tuvieron en 2016 se encuentran:

FONDOS INMOBILIARIOS	
BTG PACTUAL RENTAS INMOBILIARIAS INVERSIONISTAS COMUNES	11,80%
FOLD MUTUAL INMOBILIARIA COMPRAR PARA ARRENDAR	10,75%
CREDICORP INMOVAL	9,89%

**Ilustración 22: FICI con mejor desempeño en 2016
(Revista Dinero, 2017)**

Fondos como el de BTG PACTUAL, que representa el mejor desempeño del mercado, genera un referente importante en el mercadeo. En cuanto a monto de negociación es el tercero en tamaño en el país. Posee un portafolio diversificado, se puede ver que cuenta con activos comerciales, de oficinas e industrial, principalmente, y un bajo nivel de vacancia.

Tiene un 17% de sus inversiones en proyectos inmobiliarios en desarrollo. Aquí se observa cómo ha sido la evolución de sus inversiones:



**Ilustración 23: Evolución de las inversiones BTG Pactual
(BTG Pactual, 2017)**

12. Otros modelos de inversión inmobiliaria en Colombia

12.1 Crowdfunding

De acuerdo con Castañeda (en Ojeda, 2018), el crowdfunding es un sistema de inversión digital donde, por medio de una plataforma, una persona presenta una propuesta de inversión (normalmente desarrollo de propiedades) con el fin de que los inversionistas potenciales conozcan el proyecto y se decidan a invertir. La ganancia en este tipo de inversión se ve representada, principalmente, por las utilidades generadas en el proyecto, dadas a conocer desde el inicio por el promotor del proyecto. Algunas de las plataformas donde se realizan estas publicaciones son Kickstarter e Indiegogo, en el sector inmobiliario está Prodigy Network (con proyectos tanto en Colombia como en EEUU). Vale aclarar que este modelo de inversión no solo es utilizado para el sector inmobiliario. Muchas veces las personas con proyectos de emprendimiento suelen utilizarlo con el fin de recaudar fondos que les permitan iniciar o fortalecer su negocio. Aunque no tienen un mínimo de inversión reglamentada, el promedio de inversión es de 50 millones.

En este tipo de inversión es importante que el inversionista tenga conocimientos del sector de inversión, mercado y variables económicas, dado que la plataforma sirve como lugar de encuentro entre inversionistas y proponentes, pero no suelen brindar asesorías sobre las mejores opciones. Adicionalmente, es importante que el inversionista verifique la veracidad y confiabilidad de la plataforma, actualmente supervisadas por la Superintendencia Financiera. A hoy, el gobierno busca regular estas plataformas para asegurar que sean empresas legalmente constituidas, normalizar los montos máximos de recepción de inversión por parte de los proponentes y demás aspectos que permitan reducir estafas por este medio.

En noviembre de 2017, la Unidad de Regulación Financiera (URF) presentó el proyecto de decreto que regulará esta plataforma en la cual, Felipe Lega, director de esta Unidad indicó a la Revista Dinero (2017):

- Los proyectos tendrán que realizarse en el territorio nacional y podrán ser llevados a cabo por personas naturales o jurídicas con residencia en el país, a partir de actividades empresariales en los sectores agropecuario, industrial, comercial y de servicios.
- Las empresas administradoras de estas plataformas deberán ser sociedades anónimas.
- Topes de inversión y financiación mediante estas plataformas. Para financiación se ha establecido que no podrán invertir en cada proyecto más de la suma que resulte menor entre 10 SMMLV y 5% de sus ingresos anuales, y simultáneamente, entre varios proyectos no podrá sobrepasar el menor entre 30 SMMLV y 15% de sus ingresos anuales. Para la financiación podrán recibir máximo 100 SMMLV (\$737,1 millones en 2018).
- La financiación se hará a través de la emisión de dos tipos de instrumentos: valores representativos de deuda (bonos) o de capital social (acciones).
- Cuando se trate de proyectos financiados a través de la emisión de deuda, deberán analizar los riesgos de perder los fondos invertidos, no obtener el rendimiento esperado y la iliquidez de la inversión. En el evento de que la financiación se haga por medio de la emisión de acciones, tendrán que evaluar además los riesgos de disolución de la participación en la sociedad, no influir en su gestión y no recibir dividendos.
- Se compartirá información con las centrales de riesgo de modo que las transacciones estén registradas y así evitar que un mismo proyecto reciba financiación de diferentes plataformas superando el tope establecido.
- En cada plataforma se debe presentar las características del proyecto, el nivel de riesgo y sus condiciones de financiamiento, de modo que el inversionista pueda realizar una evaluación y comparativamente definir en qué proyectos invertir sus recursos. Es necesario incluir información amplia y precisa. El inversionista debe revisar si es por medio de deuda (tabla de amortizaciones, que contenga los valores, el número y la periodicidad de los pagos, junto con las sanciones por incumplimiento) o de acciones (montos, plazos y tasas o precios de las emisiones de los valores).
- Se definió que dichas plataformas estarán vigiladas por la Superintendencia Financiera y tendrán que inscribirse en el registro nacional de agentes del mercado de valores,

buscando que cumplan los estándares operativos y de funcionamiento. Adicional, establecen normas de protección de lavado de activos y financiación del terrorismo, manejo de conflictos de interés y deberán garantizar la continuidad y estabilidad de sus sistemas informáticos.

- La principal prohibición que tendrán las administradoras, sus accionistas, administradores y funcionarios es que no podrán brindar asesoría sobre los proyectos financiados mediante la plataforma que administren, asegurar rendimientos sobre la inversión, otorgar crédito u otro tipo de financiación a los empresarios y emprendedores, ni ser aportantes.

Dicho decreto se presentó con el fin de que la industria pueda hacer propuestas, comentarios y observaciones sobre el mismo esperando que el mismo sea lanzado en firme el primer semestre de 2018.

12.2 Fondos de capital privado

Como lo afirma Castañeda (en Ojeda, 2018), los fondos de capital privado son un modelo muy similar a los fondos de inversión colectiva inmobiliaria dado que buscan administrar el capital de un conjunto de inversionistas para invertir en inmuebles y conseguir utilidades que posteriormente sean entregadas de regreso a los inversionistas. Su principal diferencia radica en su mínimo de inversión, puesto que aún permanece en un valor de entrada de 600 SMMLV. Adicional, estos fondos son cerrados, por lo cual al finalizar el plazo definido en su creación deben retribuir las ganancias generadas por el proyecto.

Así mismo, enfrentan retos similares a los FICI. Los inversionistas cada vez demandan insistentemente transparencia e información más amplia de resultados, pues ejercen un rol de supervisión en sus inversiones. Uno de sus principales desafíos es el tema de los costos y los montos mínimos de inversión, dado que estos aspectos hacen que las inversiones no sean realmente abiertas para todo el potencial de inversionistas que hay en el mercado. También está en manos del gobierno, por medio de sus regulaciones, reducir los costos de los inversionistas que finalmente se ven afectados por las normatividades con las que los fondos de capital privado deben cumplir.

Este tipo de fondos han sido ampliamente usados, también, como medios de capitalización de empresas en crecimiento. Un conjunto de inversionistas aporta capital que posteriormente las administradoras invierten en propuestas de negocio en crecimiento.

Uribe (2017), argumenta que, conocido como “dinero inteligente”, los Fondos de Capital Privado (FCP) brindan a la empresa, aparte de efectivo, asesoría en gestión empresarial, manejo financiero, acompañamiento profesional y muchas veces generan networking para la empresa.

Ese es el mismo rol que tienen en las inversiones inmobiliarias, aparte de generar aportes en capital, dado su amplio conocimiento del sector, también brindar, por medio de la administración profesional, mejores prácticas, estructuras de gestión de proyectos, entre otros, que permitan que el desarrollo del bien inmueble tenga resultados exitosos. Esto con el fin de traducirlos en mayores rentabilidades para sus inversionistas.

De acuerdo con Clavijo, Zuluaga, & Malagón (2015), los FCP pueden clasificarse según su objetivo en:

- Fondos de Capital de Riesgo (ventures capital): Invierten en negocios nuevos y con potencial, por ejemplo, ideas de jóvenes emprendedores.
- Fondos de Adquisición (buyouts): Compran compañías que se encuentran operando, particularmente aquellas atadas a negocios familiares exitosos, pero con manejos obsoletos. Su objetivo es hacer crecer estas empresas y venderlas posteriormente (con emisiones de acciones o registro en Bolsa), tras importantes procesos de reestructuración administrativa y financiera

Con base en información de Colcapital (2017), actualmente existen 1055 fondos operando en Colombia con 63 gestores y una capitalización de 14.106 millones de dólares, lo que muestra una tasa de crecimiento anual de 24,4% desde 2005. Los principales fondos en Colombia, reconocidos a su vez por Colcapital, son Ashmore (por la calidad de su información y relación con inversionistas), Laefm (por sus resultados financieros en proyectos como la Plantación Forestal en Bolívar) y Tribeca (por los beneficios obtenidos en la venta de su participación en la Petrolatina Energy).

Como lo mencionan Brigard & Urrutia (2016), es importante tener presente que estos fondos, bajo el decreto de 2013, tenían la posibilidad de modificarse y convertirse en Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria, cambiando varias de sus condiciones, entre las cuales está la prohibición de delegar a un gestor profesional la gestión de los activos del fondo.

Ahora solo puede hacerse esta delegación en entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera (fiduciarias, comisionistas de bolsa o sociedades administradoras de inversión).

El principal inversionista de estos tipos de fondos también son las AFP, los cuales a partir del Decreto 765 de 2016 tienen un límite global de inversión del 20% y 25% calculado sobre el monto total de activos bajo administración del tipo de fondo de pensiones moderado y de alto riesgo. Como se mencionó anteriormente, esto ocasionará que los fondos de inversión (todos los allí indicados) deban hacer un esfuerzo mayor en su gestión para asegurar que las AFP mantengan su inversión en ellos.

Según estudios históricos analizados por Colcapital (2017), el 63% de inversiones de estos fondos de capital privado ha sido destinado a la infraestructura y el sector inmobiliario. Lo sigue el sector energético y minero con tan solo un 12,7%, aunque, en temas de capital, el sector energético encabeza la lista con una inversión de 4.682 millones de dólares, mientras que el inmobiliario recibió un capital de 2.985 millones de dólares. Entre ambos recopilan el 79,1% del capital invertido en Colombia por este medio.

12.3 Participaciones fiduciarias

De igual forma, Castañeda (en Ojeda, 2018), expone que las participaciones fiduciarias, también conocidas como derechos fiduciarios inmobiliarios, son instrumentos por medio de los cuales el inversionista obtiene un derecho sobre un grupo de bienes inmuebles de un fideicomiso. Son gestionados por administradores inmobiliarios u operador hotelero a través de una fiduciaria. A partir de allí, el inversionista empieza a recibir las utilidades generadas por los inmuebles u hotel una vez estos entran en operación, Tal utilidad está definida desde la firma del contrato fiduciario y determina el beneficio concreto a favor del inversionista.

Ha sido mayormente usado en el sector hotelero, locales comerciales, centros comerciales, y recientemente, en sectores como el industrial, empresarial y médico.

De acuerdo con Varón Palomino & Abella Abondano (2013), en estos casos, la facultad del fideicomitente es pedirle al fiduciario que le escriture y entregue esa participación inmobiliaria a la terminación del proyecto de construcción que se adelanta, por medio de un patrimonio autónomo, creado en virtud de un contrato de fiducia mercantil inmobiliaria, o en su defecto, la facultad del beneficiario de un fideicomiso de inversión.

Finanzas Corporativas (s.f) afirma que, normalmente, el mínimo de inversión es de 40 millones de pesos, lo usual en el mercado es que la inversión oscile entre el 10 y el 20% del valor total del bien. Estos recursos son entregados a la fiduciaria para que sean administrados de manera independiente por medio de una inversión en una cartera colectiva. Cuando el proyecto finaliza se inicia la explotación del bien, y así mismo, los inversionistas empiezan a recibir los retornos obtenidos del mismo (la rentabilidad del derecho fiduciario depende del activo inmobiliario).

Las fiduciarias pueden clasificarse según su finalidad. Para el caso del presente trabajo, se está interesado en las fiduciarias inmobiliarias.

La Superintendencia Financiera de Colombia lo caracteriza como: “el negocio fiduciario que, en términos generales, tiene como finalidad la administración de recursos y bienes afectos a un proyecto inmobiliario o a la administración de los recursos asociados al desarrollo y ejecución de dicho proyecto, de acuerdo con las instrucciones señaladas en el contrato”. (Varón Palomino & Abella Abondano, 2013, p.18).

A su vez tiene subcategorías que Varón Palomino & Abella Abondano (2013) describen en su documento “Derechos fiduciarios y mercados de valores” como:

- Fiducia inmobiliaria de administración y pagos: [...] negocio fiduciario en virtud del cual se transfiere un bien inmueble a la sociedad fiduciaria, sin perjuicio de la transferencia o no de otros bienes o recursos, para que administre el proyecto inmobiliario, efectúe los pagos asociados a su desarrollo de acuerdo con las instrucciones señaladas en el acto constitutivo y transfiera las unidades construidas a quienes resulten beneficiarios del respectivo contrato.
- Fiducia inmobiliaria de tesorería: “negocio fiduciario que tiene como finalidad principal encomendar a la sociedad fiduciaria la inversión y administración de los recursos en efectivo destinados a la ejecución de un proyecto inmobiliario”.

- Fiducia inmobiliaria de preventas: [...] negocio fiduciario que conlleva para la sociedad fiduciaria como obligación principal, efectuar el recaudo de los dineros provenientes de la promoción y consecución de interesados en adquirir inmuebles dentro de un proyecto inmobiliario. En este caso, la fiduciaria recibe los recursos como mecanismo de vinculación a un determinado proyecto inmobiliario y los administra e invierte mientras se cumplen las condiciones establecidas para ser destinados al desarrollo del proyecto inmobiliario. (Varón Palomino & Abella Abondano, 2013, p.19).

Según el Informe Anual del Sector Fiduciario 2016 presentado por Asociación de Fiduciarias de Colombia (2017), los activos de las Sociedades Fiduciarias se ubicaron en \$2,73 billones al corte de diciembre de 2016, con un crecimiento del 7,13% anual, mientras los pasivos sumaron \$472.602 millones, experimentando una disminución del 1,11% anual.

Por su parte, el patrimonio del sector alcanzó un nivel de \$2,26 billones al cierre del 2016, registrando un crecimiento de 9,03% respecto de diciembre de 2015, cuando alcanzó los \$2,07 billones.

Los ingresos totales del Sector Fiduciario a diciembre de 2016 se ubicaron en \$1,72 billones, con un incremento del 13,2% anual. El rubro de mayor participación dentro del ingreso fue el de comisiones y honorarios con el 70,5%, cifra que llegó a \$1,21 billones con una variación anual del 10,4%. Las comisiones causadas durante el año 2016 se encuentran distribuidas de la siguiente forma: 44,7% FIC; 16,3% fiducia de administración; 12,8% consorcios; 8,7% fiducia de inversión; fiducia inmobiliaria 8,7%; recursos de la seguridad social 4,8% y, finalmente, la fiducia en garantía participa el 3,9%.

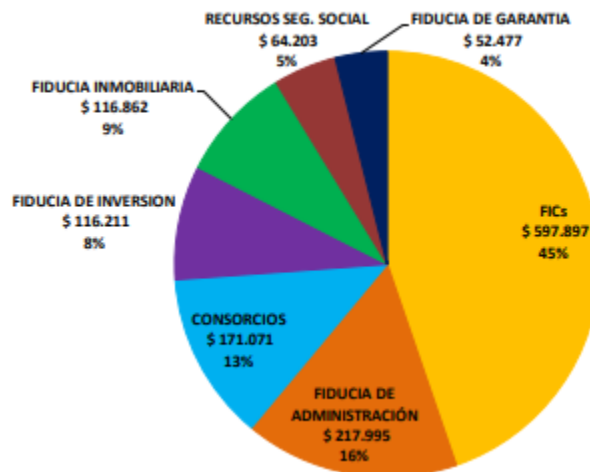


Ilustración 24: Composición de las comisiones del sector fiduciario (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2017)

Al cierre de 2016, a través de las fiducias inmobiliarias se administraron recursos por \$53,1 billones, en un total de 7.392 fideicomisos, que representan el 12,5% del total administrado por el sector y, respecto del número de negocios, representa el 33,2% del total.

Durante el año 2016, se gestionaron recursos adicionales por valor de \$9,8 billones, lo que corresponde a un crecimiento del 22,7% anual, en 436 negocios adicionales comparado con el año 2015.

Los datos anteriores demuestran que este vehículo de inversión es ampliamente utilizado en Colombia, siendo más conocido por las personas naturales y el más utilizado por las empresas del sector constructor. Vale la pena resaltar que actualmente es el modelo más utilizado en los casos de compra de vivienda, donde la personas que toman participación lo hacen por el 100% del inmueble.

13. Conclusiones

Después de realizar la revisión bibliográfica sobre el vehículo de inversión inmobiliaria conocida como REIT, se encontró que se trata de un modelo de inversión pensado por primera vez hace más de 50 años, que ha ido en expansión alrededor del mundo, principalmente con el crecimiento del mercado de capitales y los avances en flujos de capital e inversiones extranjeras.

Los REIT son fondos de inversión donde varios inversionistas aportan su capital con el fin de adquirir un bien inmueble o participar en el desarrollo de uno. Esto con el fin de que en el momento en el que el mismo sea arrendado o vendido los beneficios generados sea repartidos entre ellos como rentabilidad de su inversión.

Este es un modelo de inversión que requiere una regulación importante en términos de montos de inversión, distribución de dividendos, normatividad en cuanto a sus procesos de administración y operación y, principalmente, de las características que deben cumplir para que se les otorgue los beneficios tributarios que lo hacen una inversión atractiva en el mercado.

Ha sido tan amplio el desarrollo de estos modelos que incluso se han constituidos asociaciones alrededor del mundo que buscan fomentar las condiciones de legislación y económicas necesarias para que más fondos de inversión como estos sean formados y que, cada vez más capital sea recaudado por este medio y sirva para desarrollar el sector inmobiliario y constructor de los países donde se desarrollan. Es el caso de la APREA (asociación asiática) que busca que aquellos países donde aún no se han definido las regulaciones necesarias para el desarrollo de los REIT den este paso y permitan abrir su mercado de capitales a nuevos flujos de inversiones.

En Colombia, este es un modelo que se empieza a definir y regular a partir de 2007 y que, dado el tamaño del mercado de capitales, aún no está ampliamente desarrollado en el país. Así mismo, posee grandes diferencias con respecto a los beneficios definidos en otros países como lo son exenciones tributarias a los dividendos y una distribución de estos en un porcentaje bastante alto.

Dichas características hacen que este modelo quizás sea menos atractivo para la inversión extranjera y que para aquellos inversionistas que están en la capacidad de hacerlo, sea más atractivo invertir en REIT de otros países.

Después de desarrollar el presente estudio, se encuentra que existen dos aspectos importantes por mejorar en el mercado que permitirían fortalecer el modelo. La primera, es la falta de conocimientos financieros y del mercado de capitales en la población colombiana, lo que hace que aún no se sientan la confianza suficiente para invertir en este tipo de instrumentos haciendo que estos modelos de inversión estén “reservados” para personas de altos niveles económicos o para las grandes empresas. La segunda, son los altos costos relacionados con este tipo de inversiones que las hacen poco atractivas para los inversionistas. Las comisiones y gravámenes como el 4x1000 desincentivan el traslado de los recursos desde el ahorro hacia la inversión.

Adicionalmente, es importante resaltar que en Colombia existen varias alternativas para invertir en el sector inmobiliario, lo que hace que muchas personas las confunden o no las entienden completamente, a invertir de un modo más tradicional. Modelos como el de derechos fiduciarios han sido ampliamente conocidos en el país como el medio que se utiliza para recaudar el dinero de las personas que tienen intención de adquirir un bien inmueble, no como modelo de inversión y diversificación para participar en varios activos. Por lo anterior, es necesario que estos modelos tengan mayor divulgación, que se reconozcan sus diferencias y que se eduque a los inversionistas en las diferentes opciones que ofrece el mercado.

Por parte del legislador, se reconoce que en Colombia se han ido realizando muchos avances en temas de normatividad. Continuamente se siguen modificando y generando decretos que permiten abrir el mercado y generar campos de acción para estos modelos de inversión. Así mismo, se han hecho grandes esfuerzos para lograr que la información brindada al público sea cada vez más clara y equitativa con el fin de que el inversionista este lo suficientemente informado antes de tomar las decisiones de inversión.

14. Recomendaciones

Después de realizar esta consulta bibliográfica se plantean las siguientes recomendaciones con el fin de mejorar el desempeño del modelo de inversión en Colombia:

- Diseñar programas de educación financiera que permitan incrementar el número de personas que participen en inversiones de este tipo y conseguir que el nivel de ahorro se traslade a modelos de inversión como este.
- Continuar mejorando la regulación y normatividad con el fin de darle profundidad al mercado de capitales, buscando que las condiciones se den para los inversionistas privados e institucionales, así como implementar acciones que dinamicen el mercado.
- Generar mejores condiciones para que los Administradores de Fondos de Pensión se vean más atraídos a este tipo de modelo de inversión, teniendo en cuenta que son los mayores inversionistas que tiene el mercado de capitales colombiano y que la regulación ha sido bastante protectora.
- Reducir los costos asociados a este tipo de inversiones con el fin de volverlo más asequibles, tanto los costos de comisión como en los costos referentes a transacciones bancarias necesarias.
- Continuar realizando esfuerzos para mejorar la información que se entrega al público de tal manera que sea más sencillo para los inversionistas comparar los modelos de inversión y tomar decisiones de inversión.
- Debido a que las grandes exenciones fiscales son una importante característica de los REIT a nivel mundial, una buena medida para el desarrollo de este vehículo de inversión en Colombia, sería implementar mayores alivios tributarios para los inversionistas.
- También es importante que se desarrollen incentivos como la distribución de dividendos en un porcentaje alto y delimitado por la regulación, como se realiza en otros países. Este incentivo de inversión aún no ha sido implementado en Colombia en ninguna de sus regulaciones.

15. Referencias

- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (14 de Junio de 2013). *Decreto 1242 Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Colombia*. Obtenido de <https://www.asofiduciaras.org.co/images/enlaces/DECRETO1242.pdf>
- A&B Inmobiliaria. (21 de Mayo de 2016). *A&B Inmobiliaria - ¿Qué son los fondos inmobiliarios?* Obtenido de A&B Inmobiliaria Web Site: <http://www.aybinmobiliaria.com/Noticias/7>
- ACAFI. (2017). *Presentación Corporativa*. Obtenido de <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2018/01/Presentaci%C3%B3n-Corporativa-ACAFI-2017-1.pdf>
- ACAFI. (2017). *Reporte Inmobiliario 2017 - 2018*. Obtenido de <http://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2018/02/REPORTE-INMOBILIARIO-2017-2018.pdf>
- APREA. (2018). *GPR/APREA AsiaPac Performance Snapshot*. Obtenido de <http://www.aprea.asia/gpr-aprea-indices/>
- Asociación de Fiduciarias de Colombia. (16 de marzo de 2017). *Informe Anual del Sector Fiduciario 2016*. Obtenido de <https://www.asofiduciaras.org.co/index.php/pages/informe-anual/149-informe/787-informe-anual-del-sector-2016>
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (Agosto de 2016). *Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades*. Obtenido de <https://www.asofiduciaras.org.co/index.php/publicaciones/otras-publicaciones>
- Asuntos Legales. (10 de agosto de 2015). Obtenido de Nuevos Fondos de Capital Privado Inmobiliarios: <https://www.asuntoslegales.com.co/consultorio/nuevos-fondos-de-capital-privado-inmobiliarios-2287401>
- BlackRock. (2018). *Real Estate Investment Trusts*. Obtenido de <https://www.blackrock.com/investing/products/reits>
- Brigard & Urrutia. (2016). *Nueva Circular Reglamentaria de los Fondos de Inversión Colectiva*. Obtenido de <http://www.colcapital.org/wp-content/uploads/2016/01/BU-Concepto-CE-026.pdf>
- BTG Pactual. (Diciembre de 2017). *Informe de Rendición de Cuentas*. Obtenido de <https://www.btgpactual.com.co/images/userfiles/files/formas/fondos-inversion/informes-desempeno/Informes%20de%20Gestion/Diciembre2017/BTG%20Pactual%20Rentas%20Inmobiliarias.pdf>
- Camacol. (30 de abril de 2008). *Alternativas para financiar la construcción*. Obtenido de https://camacol.co/sites/default/files/secciones_internas/EE_Coy20080503043954.pdf
- Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. (01 de Enero de 2002). *Ley del Impuesto sobre la Renta*. Obtenido de http://www.oas.org/juridico/spanish/mesicic3_mex_anexo13.pdf

- Clavijo, S., González, A., & Vera, A. (2010). Mercado Inmobiliario Internacional: el caso de los REITs. *Enfoque*, 42.
- Clavijo, S., Zuluaga, A. M., & Malagón, D. (9 de diciembre de 2015). Obtenido de Los fondos de capital privado en Colombia:
https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2015/Enfoque_91_15.pdf
- Colcapital. (2017). Obtenido de Fortaleciendo la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de Fondos de Capital Privado:
<http://www.colcapital.org/estudios-de-la-industria/>
- Coyuntura Empresarial. (Enero de 2013). Cambios fiscales y legales en las Socimi. *Coyuntura Empresarial*(1616), 12-14.
- DANE. (19 de septiembre de 2017). *Índice de precios de vivienda nueva (IPVN)*. Obtenido de <http://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/construccion/indice-de-precios-de-vivienda-nueva-ipvn>
- Deloitte. (2016). *Real Estate*. Obtenido de Tendencias y perspectivas del sector inmobiliario en Colombia:
[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/co/Documents/finance/Real%20Estate7%20-%20RAF%20\(002\).pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/co/Documents/finance/Real%20Estate7%20-%20RAF%20(002).pdf)
- Díaz Trujillo, M. F. (9 de mayo de 2017). *Inversión inmobiliaria: ¿queremos que suceda aquí!* Obtenido de Capital Inteligente Grupo Bancolombia:
<https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/inversion-inmobiliaria-queremos-que-suceda-aqui>
- Dinero. (28 de Septiembre de 2017). *Fondos inmobiliarios van creciendo a ritmo acelerado en Colombia*. Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-impresa/pais/articulo/alternativas-de-inversion-de-los-fondos-inmobiliarios/250411>
- Dividend Earner. (12 de enero de 2017). *Best Canadian REITs*. Obtenido de <https://www.dividendearner.com/best-canadian-reits/>
- Economía Hoy. (22 de Agosto de 2017). *Desempeño del índice FIBRAS supera al IPC en la Bolsa*. Obtenido de <http://www.economiahoy.mx/mercados-eAmexico/noticias/8565470/08/17/El-indice-FIBRAS-supera-al-IPC-en-la-Bolsa.html>
- Economía Hoy. (22 de Agosto de 2017). *Desempeño del índice FIBRAS supera al IPC en la Bolsa*. Obtenido de <http://www.economiahoy.mx/mercados-eAmexico/noticias/8565470/08/17/El-indice-FIBRAS-supera-al-IPC-en-la-Bolsa.html>
- El Mercurio Inversiones. (20 de noviembre de 2014). *10 claves para escoger un fondo inmobiliario de renta*. Obtenido de <http://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Fondos-Privados/2014/11/20/10-claves-para-escoger-un-fondo-inmobiliario-de-renta.aspx>
- El Tiempo. (3 de mayo de 2007). *Abecé de los fondos inmobiliarios, una atractiva alternativa de inversión*. Obtenido de <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-3541735>
- El Tiempo. (24 de enero de 2017). *Los fondos inmobiliarios buscan acercarse a la gente*. Obtenido de <http://www.eltiempo.com/economia/sectores/fondos-inmobiliarios-en-colombia-42685>
- EPRA. (2018). *EPRA's mission*. Obtenido de <http://www.epra.com/>

- Ernst & Young. (2012). *Capital privado en bienes raíces enfrenta problemas de liquidez*. New York: Business Wire.
- Estrategias de Inversión. (29 de 05 de 2017). *Estrategias de Inversión*. Obtenido de <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/prevemos-un-retorno-total-para-los-reits-europeos-n-366079>
- Evercore. (mayo de 2012). *Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces*. Obtenido de <https://www.asofiduciarias.org.co/images/Augusto.pdf>
- Fernández Gimeno, J., Llovera Saez, F. J., & Roig Hernando, J. (2012). *Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI*. Cataluña: Intangible Capital.
- Finanzas Corporativas. (s.f). *¿Cómo funcionan los derechos fiduciarios?* Obtenido de <http://www.finanzaspersonales.co/consumo-inteligente/articulo/como-funcionan-derechos-fiduciarios/50629>
- Fondos inmobiliarios en Colombia con mayores rentabilidades en lo corrido del año*. (15 de noviembre de 2016). Obtenido de <https://www.carterascolectivas.co/colombia/fund-id/fondos-inmobiliarios-en-colombia-con-mayores-rentabilidades-en-lo-corrido-del-ano>
- Forero Vargas, G. E. (2008). *Implementación y Desarrollo De Los Fideicomisos de Inversión*. Obtenido de <http://javeriana.edu.co/biblos/tesis/economia/tesis244.pdf>
- Gallego, J. (Septiembre de 2009). Socimi, nuevas oportunidades de invertir. *Directivos Construcción*(225), 50-54.
- Gerencie. (10 de octubre de 2017). Obtenido de Reserva Legal: <https://www.gerencie.com/reserva-legal.html>
- Hernández Sampiere, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la Investigación*. México: Mc Graw Hill.
- Hoyos Botero, C. (2000). *Guía teórico – práctica sobre construcción de Estados del Arte*. Medellín: Señal Editora.
- Independencia Rentas Inmobiliarias. (octubre de 2017). *Ficha Informativa Fondo de Inversión Independencia Rentas Inmobiliarias*. Obtenido de http://www.aindependencia.cl/admin/uploads/ficha_rentas-33173.pdf
- Isik, I., & Topuz, J. C. (2017). Meet the “born efficient” financial institutions: Evidence from the boom years of US REIT. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- Jaramillo Martínez, J., Urrego Vergara, C., & Silva Bello, C. (2014). Una aproximación a la estructuración de un fondo garantizado de renta variable en el mercado colombiano. *Revista Contexto*, 52-75.
- Juri, F. V. (21 de junio de 2016). *Historia y evolución de los fondos inmobiliarios en Colombia*. Obtenido de Prensa Real Estate: <http://prensarealestate.com/historia-fondos-inmobiliarios-colombia/>
- Londoño Palacio, O. L., Maldonado Granados, L. F., & Calderon Villafanez, L. C. (2014). *Guía para construir estados del arte*. Bogotá.
- Los Reit de Colombia prosperan con los fondos de pensiones. (2008). *SCT Latinoamericana*, 22.

- M. B. P. (marzo de 2008). Los Reit de Colombia prosperan con los fondos de pensiones. *Shopping Centers Today*, 22. Obtenido de Los Reit de Colombia prosperan con los fondos de pensiones.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (6 de agosto de 2010). Obtenido de Decreto 2949 de 2010:
<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/dec294910.pdf>
- Ministerio de Hacienda y Función Pública. (26 de octubre de 2009). *Ley 11 de 2009*. Obtenido de
http://www.minhAFP.gob.es/Documentacion/Publico/NormativaDoctrina/Tributaria/Impuesto%20sobre%20Sociedades/Ley_11-2009.pdf
- Ministerio de Industria y Comercio. (2009). Fondos de capital privado, abiertos a la internacionalización. *Latin Trade*, 57-58.
- Morcillo-Mendez, L. G., & De Luca, L. (2015). Colombia: Introducing RECFs. *International Financial Law Review*, 26.
- Ojeda, D. (1 de febrero de 2018). Obtenido de Invertir en finca raíz, una alternativa para ganar dinero en 2018: <https://www.elespectador.com/economia/invertir-en-finca-raiz-una-alternativa-para-ganar-dinero-en-2018-articulo-736660>
- Old Mutual Holding de Colombia. (9 de Agosto de 2017). *LOS FONDOS INMOBILIARIOS COMO OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN*. Obtenido de <https://www.oldmutual.com.co/Sala-de-prensa/Lists/EntradasDeBlog/Post.aspx?ID=150>
- Patrimonio Estrategias Inmobiliarias. (2017). *Informe Mensual Diciembre PEI 2017*.
- Portal Inmobiliario. (28 de marzo de 2013). *Conozca los beneficios e implicancias del DFL 2*. Obtenido de <https://www.portalinmobiliario.com/diario/noticia.asp?NoticiaID=9399>
- PriceWaterhouseCoopers. (julio de 2017). *Compare and contrast worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes*. Urban Land Institute.
- PriceWaterHouseCoopers. (2017). *Emerging trends in Real Estate 2018*. Washington: Urban Land Institute.
- PriceWaterHouseCoopers. (2017). *Emerging Trends in Real Estate. Asia Pacific 2018*. Singapore: Urban Land Instituteq.
- PriceWaterHouseCoopers. (2017). *Emerging Trends in Real Estate. Reshaping the future. Europe 2018*. Copenhagen: Urban Land Institute.
- Prologis. (2018). *Resumen del Portafolio*. Obtenido de http://www.fibraprologis.com/portfolio-overview.aspx?sc_lang=es
- Ramírez, J. M., & Villar, L. (2015). *Macroeconomía de las Conseciones de Cuarta Generación*. Bogotá: Fedesarrollo.
- Rankia. (20 de Julio de 2015). *Introducción al mundo de los REITs - Rankia*. Obtenido de <https://www.rankia.com/blog/invertir-en-dividendos/2872919-introduccion-mundo-reits>
- Redman , A., Tanner, J., & Manakyan, H. (2002). Corporate real estate financing methods: A statistical study of corporations' choices. *Journal of Corporate Real Estate*, 4(2), 169-186.

- REIT Info. (28 de Junio de 2011). Obtenido de About Reit:
http://reitinfo.com/index.php?option=com_content&view=article&id=40&Itemid=2
- Revista Dinero. (25 de agosto de 2017). Obtenido de Mercado de capitales en el país necesita claridad: BVC: <http://www.dinero.com/economia/articulo/bolsa-de-valores-pide-claridad-en-mercado-de-capitales-colombia/249130>
- Revista Dinero. (14 de diciembre de 2017). *¿Cómo funcionará el crowdfunding en Colombia?* Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-impresapais/articulo/asi-funcionara-el-crowdfunding-en-colombia/253340>
- Revista Dinero. (19 de enero de 2017). *Estos son los fondos de inversión más rentables.* Obtenido de <http://www.dinero.com/edicion-impresacaratula/articulo/los-fondos-de-inversion-mas-rentables-en-colombia/241202>
- Revista Dinero. (24 de noviembre de 2017). *Reglamentación de plataformas de crowdfunding entraría en vigencia en 2018.* Obtenido de <http://www.dinero.com/economia/articulo/reglamentacion-de-crowdfunding-empezaria-en-colombia-en-2018/252779>
- Roa Iregui, E. (2011). LA REGULACIÓN DEL MERCADO COLOMBIANO EN ÉPOCA DE CRISIS: EL CASO DE GRAVAMEN A LOS MOVIMIENTOS FINANCIEROS Y SU REPERCUSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES. *Revista De Derecho Privado*, 1 - 32.
- Robledo, J. I. (2007). *Nace el primer REIT en Colombia*. Bogotá.
- Santiago, J. (19 de Diciembre de 2017). *Llegarán tres fibras a la Bolsa mexicana*. Obtenido de El Economista: <https://www.economista.com.mx/mercados/Llegaran-tres-fibras-a-la-Bolsa-mexicana--20171219-0151.html>
- Uribe, E. (2017). Fondos de capital privado y bolsa. *Entrepreneur México*, 56-58.
- Varón Palomino, J. C., & Abella Abondano, G. D. (2013). *Derechos fiduciarios y mercado de valores : Reflexiones frente a la normativa colombiana*. Bogotá: Ediciones Uniandes.
- Vélez Restrepo, O. L., & Galeano Marín, M. E. (2002). *Estado del arte sobre fuentes documentales en investigación cualitativa*. Medellín: Editorial Universidad de Antioquia.
- Vélez, A., & Calvo, G. (1992). *La investigación documental. Estado del arte y del conocimiento. Análisis de la investigación en la formación de investigadores*. Bogotá: Universidad de la Sabana.
- W. P. Carey: 40+ Years of Real Estate Financing Solutions. (Mayo de 2015). *Site Selection*, 60(3), 170.