

EL DESARROLLO DE LOS FIBRA EN EL PERÚ

THE DEVELOPMENT OF FIBRA IN PERU

Rocío Gordillo Soto*
Payet, Rey, Cauvi, Pérez

FIRBI or FIBRA are vehicles that have revolutionized traditional real estate investment. The objective of these vehicles is to give access to all types of investors, including natural persons, to the real-estate market through the acquisition of shares in these vehicles that invest in income-generating real estate assets, and that also enjoy of tax benefits.

International experience demonstrates that understanding the particular market of each country and based on this, constantly improving the regulation of FIRBI or FIBRA is what generates the development of this market.

KEYWORDS: Real-estate market; FIBRA; FIRBI; REIT.

Los FIRBI o FIBRA son vehículos que han revolucionado la forma en la que se invierte en real estate. A través de estos vehículos, se busca que todo tipo de inversionistas, incluyendo personas naturales, puedan acceder a dicho mercado a través de la adquisición de certificados de participación en estos vehículos dedicados a la inversión en activos inmobiliarios generadores de renta, y que, además, gozan de beneficios tributarios.

La experiencia internacional demuestra que entender el mercado particular de cada país y, sobre la base de ello, perfeccionar constantemente la regulación de los FIRBI o FIBRA es lo que genera el desarrollo de este mercado.

PALABRAS CLAVE: Mercado inmobiliario; FIBRA; FIRBI; REIT.

* Abogada. Magíster en Derecho (LL.M) por University College London. Especialista en derecho corporativo, derecho de mercado de valores y, además, derecho bancario y financiero. Asociada principal del estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez Abogados (Lima, Perú). Contacto: rgs@prcp.com.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 27 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 11 de septiembre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (en adelante, FIBRA) son vehículos de inversión inmobiliaria equivalentes a los *Real Estate Investment Trusts* (en adelante, REIT) que tienen por finalidad invertir en bienes inmuebles generadores de ingresos y que fueron incorporados a nuestra legislación en el año 2015, encontrándose aún en desarrollo, tanto a nivel de la regulación como en el mercado.

Las características especiales de este tipo de vehículos, así como los beneficios tributarios sobre los que se fundamenta su existencia, han generado el éxito de los REIT en su lugar de nacimiento, los Estados Unidos de América (en adelante, EUA), así como a nivel global, y la eventual transición de dicha figura en los FIBRA que conocemos en la región.

Se trata de una alternativa de inversión que representó un cambio importante para los inversionistas que normalmente no tenían acceso a inversiones inmobiliarias en gran escala, y que ha revolucionado la forma en la que se ejerce la propiedad sobre activos inmobiliarios. En EUA, los REIT nacieron, y evolucionaron, con un enfoque inclusivo a fin de permitir a todos los ciudadanos acceder a los beneficios de la inversión en bienes raíces comerciales de alta calidad. El éxito en alcanzar dicho objetivo es claro. Conforme lo señala la National Association of Real Estate Investment Trust (en adelante, Nareit), el 45% de los hogares estadounidenses invierten en REIT de manera directa o a través de fondos mutuos, ETF u otros fondos (2023).

En nuestro país, los denominados **FIBRA**, para efectos prácticos en este artículo, pueden ser constituidos como patrimonios fideicometidos de titulización¹ o como fondos de inversión². A pesar de su relativamente reciente incorporación, los FIBRA, impulsados por los incentivos tributarios por la inversión en los mismos, han generado interés de los aportantes de bienes inmuebles, así como de inversionistas en general.

Conforme a nuestra regulación, los FIBRA deben cumplir con los siguientes requisitos para ser considerados como tales: (i) sus certificados de participación deben ser colocados por oferta pública primaria a, por lo menos, diez inversionistas que

no sean vinculados entre sí, en cada colocación; (ii) al menos el 70% de su activo debe estar invertido en bienes inmuebles, con una permanencia mínima de cuatro (4) años; (iii) el remanente debe encontrarse en depósitos bancarios, instrumentos representativos de deuda emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú o el Gobierno Central, o en instrumentos de deuda soberana emitida por gobiernos y bancos centrales de los países donde el FIBRA mantiene inversiones; y (iv) debe distribuir y pagar, una vez al año, al menos el 95% de su utilidad neta distribuible del ejercicio.

En este artículo, se revisará la historia y evolución de los REIT y FIBRA, incluyendo las modificaciones legislativas que se han implementado para perfeccionar su regulación. Posteriormente, se mostrará la situación del mercado en la región, incluyendo el detalle sobre los sectores en los que invierten los FIBRA y la composición de su portafolio. En la siguiente sección analizaremos la regulación de FIBRA en nuestro país y, por último, se revisarán los cambios normativos que se esperan, así como las propuestas adicionales que consideramos relevantes.

II. HISTORIA Y EVOLUCIÓN DE LOS FIBRA

Los REIT fueron creados en el año 1960 en EUA con el objetivo de darles la oportunidad a inversionistas comunes o *retail* de invertir en *real estate* y, a la vez, disfrutar de beneficios similares a la inversión en participaciones en fondos (Chan *et al.*, 2003). Así, se crearon los REIT como vehículos de inversión similares a los fondos mutuos que invertían en un portafolio de *real estate* generador de ingresos, los cuales son distribuidos en su mayoría (90%) a los inversionistas, con el beneficio de que únicamente se pagarán impuestos sobre las distribuciones que reciba cada inversionista dependiendo de la naturaleza de dicha distribución. De esta forma, se buscaba darles la oportunidad a inversionistas *retail* de acceder a los beneficios de esta clase de inversión, los cuales antes solo eran accesibles para grandes intermediarios financieros o personas con alto patrimonio (Nareit, 2023). Todos los inversionistas tenían ahora la posibilidad de invertir en *real estate*, sin necesidad de comprar bienes inmuebles, a través de su inversión en los REIT, que, además, cuentan con un portafolio diversificado, gestionado y operado de manera profesional.

¹ El Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (FIBRA) se encuentra regulado en el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado por Resolución CONASEV 001-1997 (en adelante, el Reglamento de Titulización).

² El Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (FIRBI) se encuentra regulado en el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobado por Resolución SMV 029-2014-SMV-01 (en adelante, el Reglamento de Fondos de Inversión), y en el Reglamento de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (en adelante, Ley de Fondos de Inversión), aprobado mediante Decreto Legislativo 862.

Desde su creación, la ley establecía restricciones significativas en las operaciones de los REIT y en sus inversiones, a fin de que estos mantengan sus beneficios tributarios, similares a los que se tienen hoy en día. Entre ellos: (i) el porcentaje obligatorio de reparto de distribuciones, que hoy es 90% del ingreso; (ii) la obligación de invertir al menos el 75% de sus activos en *real estate*; y (iii) tener al menos 100 accionistas, de los cuales los cinco (5) principales no pueden tener en conjunto más del 50% (*5/50 rule*). Sin embargo, dichos requisitos fueron evolucionando y ajustándose al mercado. Fue así como, en su etapa inicial los REIT fueron establecidos como vehículos de inversión pasiva en activos de *real estate*, lo cual incluía, por ejemplo, la inversión en activos financieros como préstamos hipotecarios³ (Chan *et al.*, 2003).

Sin embargo, no fue hasta la emisión de la Tax Reform Act of 1986 que se introdujo cambios como permitir a los REIT la integración vertical y que, además de poder contratar a un independiente para prestar servicios de administración al REIT, estos pudieran tener una administración interna (*internal management*) (Feng *et al.* 2011), que permitieron a los REIT convertirse en vehículos de inversión activos. Brockman *et al.* (2014) señalan que dichos cambios permitieron a los REIT realizar sus propias decisiones de inversión y ejercer la administración y operación de sus propias propiedades; asimismo, ello permitió a los REIT tener un manejo más eficiente de sus *fees* y costos, y mitigar eventuales conflictos de interés entre la administración (antes exclusivamente externa) y los REIT. Cabe señalar que, si bien el cambio representó un hito importante para los REIT, eventualmente los beneficios de una estructura sobre otra, es decir, entre una administración y/o gestión externa versus una interna, podrían ser más difusos y dependen de cada vehículo.

Entre los factores que mencionan Chan *et al.* (2003, pp. 36-39) para el crecimiento de la industria de los REIT encontramos modificaciones legislativas como: (i) la Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993, que permitió que los fondos de pensiones no sean considerados como un solo inversionista, para efectos del cumplimiento del requisito mínimo de accionistas de los REIT, sino que se tomaba en cuenta a todos los inversionistas del fondo de pensiones como inversionistas individuales; y (ii) la REIT Simplification Act of 1997 y la REIT Modernization Act of 1999, a través de las cuales se introdujeron cambios como permitir a los REIT

tener subsidiarias que provean de servicios a los arrendatarios que los REIT no puedan proveer sin que ello descalifique a los REIT de su calidad como tales, la reducción del mínimo de distribuciones de 95% a 90%. Así, Chan *et al.* (2003) señalan que los cambios trajeron beneficios como la participación de inversionistas institucionales, lo cual ha incrementado la transparencia en la información, y la mitigación de riesgos de conflictos de intereses al proveerse a los REIT de la posibilidad de tener administración interna.

En relación con la participación de inversionistas institucionales en los REIT, Brockman *et al.* (2014) resaltaban el papel que estos jugaron, y juegan, en el gobierno corporativo de los REIT. Al respecto, dichos autores explican que el hecho de que los inversionistas institucionales realizaran inversiones de largo plazo en estos vehículos significó un beneficio en términos de monitoreo sobre el desempeño de los REIT, aliviando problemas de agencia.

Los REIT han servido de modelo para el establecimiento de vehículos similares de inversión en los demás países. Así, por ejemplo, conviene analizar la evolución de este tipo de vehículos en México, siendo este el antecedente más cercano al nuestro.

En México, la alternativa de los REIT son las FIBRA, que nacieron también en el marco de las modificaciones a la Ley sobre el Impuesto a la Renta de dicho país a inicios del 2004. Actualmente, dicha norma establece las reglas que deben cumplir los fideicomisos inmobiliarios para que califiquen como FIBRA, los cuales son similares a las que tenemos en nuestra regulación.

Cabe señalar que, en la regulación mexicana, se incluye en la definición de FIBRA a los fideicomisos que se dediquen a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes, así como a otorgar financiamiento para esos fines con garantía hipotecaria de los bienes arrendados, siempre que cumplan con determinados requisitos. A diferencia de ello y de lo permitido en EUA para los REIT, en nuestro país, no se regula la posibilidad de que los FIBRA o FIRBI se dediquen a otorgar financiamientos para los fines antes indicados.

Por otro lado, se establecen otros requisitos similares a los que tenemos en el Perú, como, por ejemplo, el plazo mínimo de cuatro (4) años de perma-

³ Actualmente, existen tanto REIT tradicionales que invierten en bienes inmuebles generadores de rentas o ganancias, como REIT hipotecarios que invierten en hipotecas y valores respaldados por hipotecas. Asimismo, existen entidades híbridas que combinan ambas clases de inversión.

nencia de los inmuebles en el FIBRA, así como la obligación de repartir, al menos una vez al año, al menos el 95% del resultado fiscal del ejercicio inmediato anterior generado por los bienes integrantes del fideicomiso. Más adelante veremos que el concepto de utilidad neta distribuible al que está asociado el porcentaje de distribución mínima en nuestra regulación es ligeramente distinta a la definida en la Ley sobre el Impuesto a la Renta mexicana cuando se refiere a ‘resultado fiscal’.

Un cambio importante en la regulación de los FIBRA en México fue la eliminación del tope regulatorio de endeudamiento en diciembre del 2020, el cual, hasta dicha fecha, era de 50% del valor contable de los activos totales del FIBRA y del índice de cobertura de servicio de deuda, el cual debía ser mayor a 1.0x.

La Asociación Mexicana de FIBRA Inmobiliarias (en adelante, Amefibra) señala que la Secretaría de Hacienda, la Bolsa Mexicana de Valores y los legisladores unieron en las FIBRA diferentes productos fiduciarios con la intención de que en el fideicomiso se mantuviera la propiedad de los desarrollos inmobiliarios, los rente y a través de la emisión de certificados públicos o privados, se

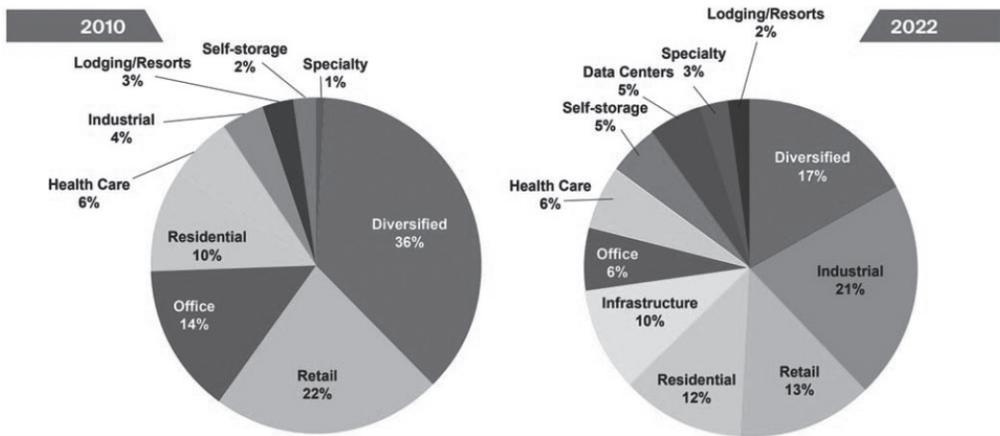
financie la operación con interesantes rendimientos, incrementando los mismos gracias a los beneficios fiscales (2023).

III. MERCADO Y M&A DE REIT Y FIBRA

Así las cosas, con los constantes ajustes normativos y pese a sucesos como la crisis financiera del año 2008 (Sun *et al.*, 2013) o la pandemia generada por el COVID-19 (Méndez, 2021), los REIT se han consolidado en el mercado de EUA. Al respecto, Nareit reporta que, al 2023, el 45% de los hogares estadounidenses invierten en REIT de manera directa o a través de fondos mutuos, ETF u otros fondos (2023, p. 5).

Asimismo, Nareit (2023) ha informado en su último reporte cómo ha cambiado la composición de los portafolios de los REIT desde el 2010 al cierre del 2022. Es interesante ver cómo esta ha cambiado dramáticamente, siendo que ahora los REIT han aumentado en 17% su participación en el sector industrial⁴ (21%). Otro dato importante es la incursión de los REIT, de manera importante, en los sectores *data center*⁵ (5%) e *infraestructura*⁶ (10%), los cuales ni siquiera se mostraban en el gráfico del 2010.

Gráfico 1
Property Sector Market Capitalization



Fuente: Nareit (2023, p. 11)

Conforme a información publicada por Nareit y S&P Global Market Intelligence (2023), desde el año 2015, han existido treinta y cinco (35) *Initial Public Offerings* (en adelante, IPO) de REIT, habiéndose

levantado un capital de US\$ 716 495.000. Sin embargo, como puede apreciarse del cuadro adjunto, las IPO han ido disminuyendo en los últimos años y desde el 2022 no han existido IPO

⁴ Los Industrial REIT son titulares de instalaciones logísticas que juegan un papel crucial en *e-commerce* y almacenamiento de refrigeración que son empleadas para mantener la calidad de los productos, incluyendo productos electrónicos, medicinas y comestibles para ser despachados por *delivery* (Nareit, 2023, p. 11).
⁵ Los Data Center REIT son titulares de instalaciones que alojan servidores empleados para transferencia y almacenamiento de datos e internet (Nareit, 2023, p. 11).
⁶ Los Infraestructura REIT son titulares de torres y FIBRA de comunicación que alojan equipos de transmisión de voz y mensajería y permiten que la información fluya alrededor del mundo (Nareit, 2023, p. 11).

de REIT. Expertos han indicado que la inflación y el consecuente incremento en las tasas de interés por el Sistema de Reserva Federal de los EUA (FED por sus siglas en inglés) explican el hecho que en el 2022 no hubiera ninguna IPO de REIT⁷, suceso que no se veía desde el 2001 (Schenke, 2022). No obstante, del cuadro publicado por Nareit puede apreciarse también que, aunque en

menor medida que en periodos anteriores, en el 2022 sí existieron colocaciones a través de las llamadas ATM Issuances (*At-the-market Offerings*), las cuales son ofertas públicas realizadas para levantar capital a través de *follow-on*; y negociaciones en el mercado secundario. Con todo ello, los expertos son optimistas en la recuperación del mercado de REIT.

Tabla 1
Historical Offerings of Securities

Period	April 30, 2023										
	Total		Initial Public Offerings		Secondary Equity				Secondary Debt		
	Number	Capital Raised (\$M)	Number	Capital Raised (\$M)	Common Shares		Preferred Shares		ATM Issuance ¹	Unsecured	
				Number	Capital Raised (\$M)	Number	Capital Raised (\$M)	Capital Raised (\$M)	Number	Capital Raised (\$M)	
Annual Totals (including current year to date)											
2015	162	62,777	7	1,423	75	23,433	8	2,236	3,534	72	32,201
2016	196	76,833	4	1,690	75	26,158	36	4,655	7,707	82	37,261
2017	263	100,146	9	2,950	75	27,875	52	10,970	8,379	127	50,767
2018	129	55,633	5	3,264	53	16,654	10	1,580	8,913	61	25,222
2019	246	112,948	2	220	84	31,995	27	4,454	13,134	133	63,146
2020	205	106,103	4	899	46	17,793	15	3,190	11,123	140	73,099
2021	260	133,592	4	837	83	32,708	34	5,626	21,800	139	72,620
2022	100	51,779	0	0	66	20,604	7	895	17,420	27	12,861
2023	30	16,684	0	0	10	2,874	4	685	-	16	13,125

Fuente: Nareit y S&P Global Market Intelligence (2023)

Considerando la maduración del mercado de REIT en EUA, existe también ya una gran actividad de *mergers and acquisitions* (en adelante, M&A) de REIT. Al respecto, Einhorn *et al.* (2000) señalan que los M&A de REIT son similares a otras transacciones de M&A en muchos aspectos; sin embargo, pueden tener una serie de obstáculos a considerar debido, principalmente, a las restricciones para mantener la calificación de REIT. Por ejemplo,

mencionan dichos autores, el cumplimiento de la *5/50 rule* antes comentada.

Hudgins (2023) señaló que durante el 2022 se anunciaron transacciones por un monto conjunto de US\$ 82.63 billones, solo 16.6% por debajo del monto agregado de las transacciones anunciadas en el 2021. Esta información incluye transacciones en las que el vendedor o el *target* es un REIT listado en Nasdaq, NYSE o NYSE American.

Tabla 2
Real estate M&A deals announced in 2022 involving public equity REITs

Buyer	Target	Announcement date	Deal property focus	Total deal value (\$B)*
● Oak Street Real Estate Capital LLC and GIC Pvt. Ltd.	STORE Capital Corp.	09/15/22	Diversified	14.00
● Safehold Inc.	iStar Inc.	08/11/22	Diversified	1.78
● PottlatchDeltic Corp.	CatchMark Timber Trust Inc.	05/31/22	Timber	0.92
● Prologis Inc.	Duke Realty Corp.	05/10/22	Industrial	25.60
● Blackstone Inc.	PS Business Parks Inc.	04/25/22	Industrial	7.60
● Blackstone Inc.	American Campus Communities Inc.	04/19/22	Student housing	12.80
● Wheeler REIT Inc.	Cedar Realty Trust Inc.	03/02/22	Shopping center	0.29
● Healthcare Trust of America Inc.	Healthcare Realty Trust Inc.	02/28/22	Healthcare	11.15
● W. P. Carey Inc.	Corporate Property Associates 18 - Global Inc.	02/28/22	Diversified	2.70
● Blackstone Inc.	Preferred Apartment Communities Inc.	02/16/22	Diversified	5.80

Deal status: ● Definitive agreement ● Completed

Fuente: S&P Global Market Intelligence (2023)

⁷ Para más información, véase a Borchersen (2023).

Para el 2023, los expertos han señalado que se espera que en el segundo semestre del 2023 se incremente el número de transacciones de M&A, principalmente, fusiones. Sin perjuicio de ello, se reconoce la necesidad de obtener deuda para financiar las transacciones, lo cual puede ser complicado y costoso en el contexto actual y en específico por las restricciones aplicables a los REIT (Borchersen, 2023).

En el caso de México, si bien la regulación de FIBRA existe desde el 2004, fue recién en el 2011 que se realizó la primera oferta pública de certificados de un FIBRA en la Bolsa Mexicana de Valores, el denominado FIBRA UNO. Asimismo, en octubre de 2011, se lanzó el índice S&P/BMV FIBRA, que actualmente está conformado por las diez FIBRA más negociadas en la Bolsa Mexicana de Valores⁸ y el cual es replicado por el Exchange Traded Fund (en adelante, ETF) denominado 'FIBRATC'⁹.

A la fecha, existen diecisiete (17) FIBRA que cotizan en la Bolsa de Valores Mexicanas (Amefibra, 2023), siendo los últimos FIBRA en realizar una oferta pública inicial el Agrofibra (diciembre de 2022) y Fibra Infraestructura y Energía (abril de 2023). Conforme a la información publicada por los FIBRA mexicanos, los sectores en los que invierten son, entre otros, logística, manufactura, educativo, oficinas, hoteles, industrial, y *retail*, y algunas de ellas se dedican también a desarrollos inmobiliarios. Actualmente se viene comentando el impacto que tendría la estrategia de *nearshoring*¹⁰ en la distribución del portafolio de FIBRA en México (Ortiz, 2023)¹¹. Conforme a información publicada en El Economista, a junio de este año, FIBRA MTY, Prologis y Nova son los tres FIBRA que, en lo que va del año, han levantado capital (13 000 millones de pesos mexicanos) con emisiones subsecuentes e individuales destinados a la adquisición, expansión y desarrollo de naves industriales, en respuesta a la demanda generada por el *nearshoring* (Santiago, 2023).

En nuestro país, en la actualidad, los únicos operativos son: (i) el Fondo de Inversión en Rentas de Bienes Inmuebles - AC Capitales Renta administrado por AC Capitales SAFI; (ii) los dos (2) Fondos De Inversión en Rentas de Bienes Inmuebles (I y II) administrados por Fondos SURA SAF; (iii) el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Credicorp administrado por

Credicorp Capital Sociedad Titulizadora; y (iv) el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Prime, administrado por Grupo Coril Sociedad Titulizadora.

Conforme a información publicada por dichos vehículos en la web de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV), en nuestro país estos tienen inversiones mixtas, pero concentradas principalmente en el sector de oficinas. Así, el Fondo de Inversión en Rentas de Bienes Inmuebles - AC Capitales Renta mantiene inversiones en el sector oficinas, educativo y almacenes. Los fondos administrados por Fondos Sura SAF y el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Credicorp mantienen inversiones inmobiliarias en el sector de oficinas. Por su parte, el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces - Prime cuenta con un patrimonio diversificado, con inversiones en sectores como el industrial, logístico, comercial, oficinas y hoteles.

Si bien el mercado de FIBRA es incipiente en Perú, existe interés por esta alternativa de inversión, por lo que actualmente se vienen estructurando y registrando ante la SMV otros FIBRA, sea bajo la estructura de fondo de inversión o de fideicomiso de titulización.

Como hemos visto a lo largo de este artículo, es justamente la constante revisión y mejora de la regulación lo que ha generado el desarrollo del mercado de FIBRA. En ese sentido, resulta relevante analizar la situación de la regulación de los FIBRA en el Perú y las posibles mejoras o modificaciones a implementarse, considerando también las particularidades de nuestro mercado.

IV. SITUACIÓN DE LA REGULACIÓN DE LOS FIBRA EN EL PERÚ

Lo primero para tener en cuenta respecto a los FIBRA en nuestro país es que, como se ha comentado, se trata de vehículos de inversión inmobiliarios que tienen por objetivo invertir en bienes inmuebles generadores de renta, que distribuyen la mayor parte de sus ganancias entre sus partícipes y que cuentan con beneficios tributarios otorgados, principalmente, a favor de las personas naturales que inviertan en el mismo.

⁸ Componentes: (i) Fibra Prologis; (ii) Fibra Uno; (iii) Terrafina; (iv) Fibra Macquarie; (v) Fibra Danhos; (vi) Fibra MTY; (vii) Fibra Hotel; (viii) Fibra Shop; (ix) Fibra Inn; y (x) Fibra Plus.

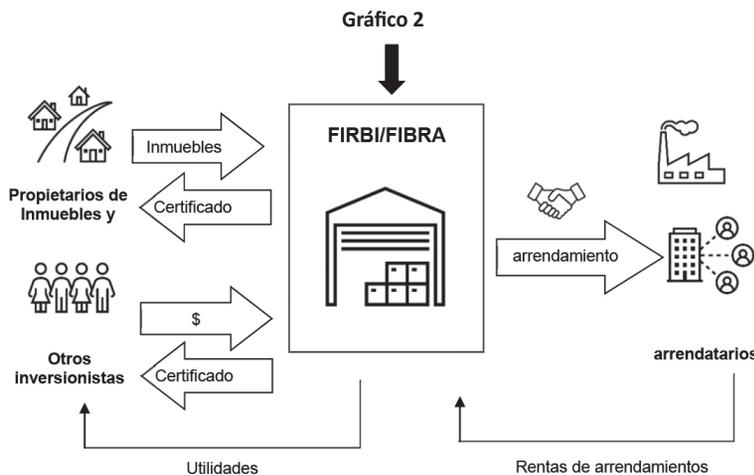
⁹ Véase a S&P Dow Jones Indices (2023).

¹⁰ El *nearshoring* o relocalización es una estrategia usada por empresas consistente en transferir sus procesos productivos o de tecnología a lugares más cercanos al destino final de los productos o servicios, incluso traspasando fronteras, a fin de reducir costos. Así, México se ha visto beneficiado del empleo de dicha estrategia por empresas de EUA que han mudado sus operaciones, o que planean hacerlo, a dicho país.

¹¹ Véase a Ortiz (10 de febrero de 2023).

Asimismo, es preciso tener en cuenta que, en nuestro país, los FIBRA pueden ser constituidos como fondos de inversión (denominados FIRBI a partir de ahora) o como fideicomisos de titulización (denominados FIBRA a partir de ahora), y que, según sea el caso, están regulados el Reglamento de Fondos de Inversión o por el Reglamento de Titulización. La estructura general de los FIRBI y FIBRA es la siguiente: (i) los aportantes transfieren al vehículo bienes

inmuebles o realizan aportes dinerarios, a cambio de certificados de participación emitidos por este a través de una oferta pública primaria; y (ii) el FIRBI/FIBRA opera los bienes inmuebles aportados por los inversionistas o adquiridos por el vehículo, a través de un administrador interno o externo, y genera ingresos distribuibles entre los tenedores de dichos certificados de participación o cuota (al menos el 95% de la utilidad neta distribuible).



Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, antes de entrar a analizar la regulación de mercado de valores aplicable a los FIRBI/FIBRA, es importante contextualizar cómo se crearon estos vehículos y el objetivo de la norma regulatoria y tributaria.

Al respecto, si bien en el año 2015 con la entrada en vigencia del nuevo Reglamento de Fondos de Inversión, se introdujo en la Cuarta Disposición Complementaria Final la figura del Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles, fue en el año 2016 con la publicación del Decreto Legislativo 1188 que se dotó a estos vehículos de los incentivos tributarios que se consideraron necesarios para su desarrollo.

Asimismo, en el año 2016 se modificó el Reglamento de Titulización a fin de incorporar en la regulación a los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, y en el año 2017 entró en vigencia la Ley 30532 que tenía como objeto otorgar un tratamiento preferencial a los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces. Finalmente, en el 2019, entró en vigencia el Decreto Legislativo 1371 que tenía como finalidad, entre otros, perfeccionar el tratamiento tributario preferencial aplicable a las rentas de los FIBRA.

La exposición de motivos del Decreto Legislativo 1188, hace referencia en los antecedentes para la emisión de la referida norma a que los REIT fueron creados en EUA como “una solución enfocada a proporcionar capital fresco a las empresas desarrolladoras de proyectos inmobiliarios, dinamizar el sector construcción y generar una alternativa atractiva para familias e inversionistas institucionales a través de fondos inmobiliarios listados en bolsa” (Decreto Legislativo 1188, 2015). Es decir, que el establecimiento de beneficios tributarios a los FIRBI/FIBRA se dio con el objetivo de generar liquidez al sector inmobiliario y generar una alternativa de inversión inmobiliaria, a través de vehículos listados en bolsa, para todo tipo de inversionistas incluyendo a personas naturales.

Actualmente, a manera general, los principales beneficios tributarios específicos de FIRBI/FIBRA son los siguientes:

- a) El impuesto a la renta que se genere por la transferencia de los inmuebles a favor del vehículo a cambio de certificados de participación¹², se diferirá hasta la fecha en que se verifique alguno de los siguientes supuestos: (a) que el FIRBI/FIBRA transfiera total o par-

¹² El impuesto a la renta por la transferencia del bien inmueble por el inversionista al FIBRA se determina considerando como valor de enajenación el valor de mercado de la fecha de transferencia fiduciaria del inmueble al FIBRA (el cual es equivalente al valor de suscripción de los certificados de participación), y como costo computable el que corresponde a dicha fecha.

cialmente el inmueble a favor de un tercero o a un titular de certificados de participación, o (b) que el inversionista transfiera los certificados de participación que recibió por la transferencia fiduciaria del bien inmueble.

Respecto a la transferencia del inmueble al FIBRA, en el caso de los fideicomisos de titulación, en tanto no se trata de una transferencia del derecho de propiedad sino de una en dominio fiduciario, dicha transferencia no se encuentra gravada con el IGV conforme al Texto Único Ordenado (en adelante, TUO) de la Ley del IGV¹³ ni con el Impuesto de Alcabala en cabeza del fideicomiso de titulación.

En el caso de transferencias de inmuebles a FIRBI, si bien es aplicable el Impuesto de Alcabala, entre los incentivos establecidos por el Decreto Legislativo 1188, está también el diferimiento del pago de dicho impuesto.

- b) Sujeto a los requisitos establecidos en la Ley 30532, la renta gravada obtenida a través de los FIBRA constituidos como fideicomisos de titulación, por las personas naturales domiciliadas o empresas unipersonales constituidas en el exterior, titulares de los certificados de participación tendrá una tasa de 5% (respecto a las rentas provenientes de la explotación de los bienes inmuebles, es decir, de los arrendamientos y/o cesión de uso de dichos bienes).

En el caso de los FIRBI, conforme al TUO de la Ley del Impuesto a la Renta y su reglamento¹⁴, el fondo no tiene condición de contribuyente para efectos del Impuesto a la Renta, sino que es transparente para estos efectos. Ello significa que, las utilidades, rentas

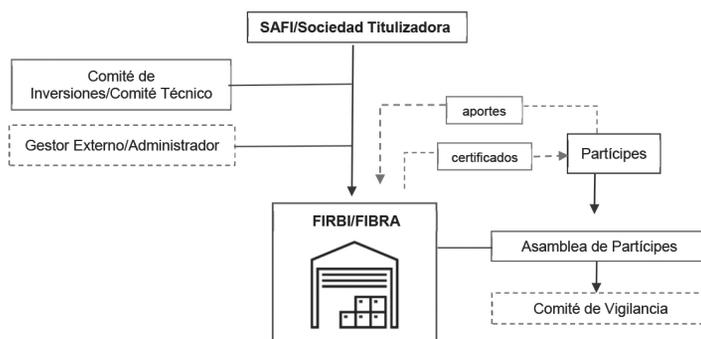
y ganancias de capital que el fondo obtenga (previa deducción de los gastos pérdidas generadas) son atribuidas a los titulares de cuotas y estos tributan de acuerdo con el régimen fiscal que le corresponde a cada uno. Ahora bien, de similar manera que para los FIBRA constituidos como fideicomisos de titulación, el Decreto Legislativo 1188 ha otorgado, sujeto a que se cumplan ciertos requisitos, una tasa de retención preferencial de 5% por la atribución de rentas por arrendamiento o cesión en uso oneroso de bienes inmuebles generados por FIRBI y que sean atribuidas a personas naturales domiciliadas o empresas unipersonales constituidas en el exterior.

Cabe señalar que, conforme a lo señalado en el Decreto Legislativo 1188 y en la Ley 30532, los beneficios tributarios aplicables a los FIRBI/FIBRA estarán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2026, salvo que se extienda su vigencia. Asimismo, existen otro tipo de beneficios tributarios que no son exclusivos de los FIRBI/FIBRA, pero que, según el caso, son aplicables a la inversión en estos. Por ejemplo, la exoneración del Impuesto a la Renta regulada en la Ley 30341 respecto a la ganancia de capital por la enajenación de certificados de participación en rueda de bolsa que, conforme a la primera disposición complementaria final de la Ley 31662, se encuentra vigente para personas naturales, sucesión indivisa o sociedad conyugal, hasta el 31 de diciembre de 2023.

Ahora bien, considerando lo antes expuesto, revisaremos a continuación los principales aspectos de la regulación de los FIRBI/FIBRA emitida por la SMV:

- (i) Administración, gestión y operación:

Gráfico 3



Fuente: Elaboración propia

¹³ Décimo Quinta Disposición Complementaria Transitoria Final del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, aprobado por Decreto Supremo 055-99-EF (en adelante, TUO de la Ley del IGV).
¹⁴ Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, aprobado por Decreto Supremo 179-2004-EF (en adelante, TUO de la Ley del Impuesto a la Renta), y su reglamento aprobado por Decreto Supremo 122-94-EF.

Los FIBRA requieren ser administrados por una sociedad titulizadora (en caso se trate de un fideicomiso de titulización) o por una sociedad administradora de fondos de inversión o sociedad administradora de fondos (en caso se trate de un FIRBI). A diferencia de ello, en México, los FIBRA son fideicomisos cuya fiduciaria puede ser una institución de crédito (es decir, una entidad financiera autorizada a captar recursos y entregar créditos) o una casa de bolsa residente en México¹⁵. Sin embargo, en nuestra regulación, los fideicomisos bancarios sujetos a las normas de la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros, Ley 26702 (Ley de Bancos), no pueden emitir valores mobiliarios, sean certificados de participación o instrumentos representativos de deuda, como sí pueden hacer los fideicomisos de titulización.

Esto ha determinado que la creación de FIRBI/FIBRA en el país dependa del número de sociedades titulizadoras o SAFI autorizadas por la SMV para actuar como tales y que además tengan la intención de participar en la estructuración y administración de esta clase de vehículos. Es preciso recordar que, si bien las SAFI estaban ya desde antes de la creación de los FIRBI/FIBRA en el país, acostumbradas a administrar vehículos de inversión con partícipes como lo son los fondos de inversión; las sociedades titulizadoras no contaban con la experiencia en este tipo de vehículos, ya que los fideicomisos de titulización han sido usados históricamente como vehículos de financiamiento para lo cual emiten instrumentos de deuda, pero no certificados de participación.

Sin embargo, como veremos a continuación, las sociedades titulizadoras o SAFI pueden contratar a un gestor o administrador para que brinde asesoría en la gestión de inversiones o en la operación de los activos inmobiliarios. En el caso de los fideicomisos de titulización (FIBRA), el Reglamento de Titulización permite que las sociedades titulizadoras contraten, con cargo al patrimonio fideicometido, a uno o más administradores para brindarle al FIBRA servicios de asesoría, administración, operación o mantenimiento, así como cualquier otra función relacionada con la gestión operativa y de estrategia de negocios del FIBRA y de sus activos. Dicho administrador puede ser externo o interno en cuyo caso debe-

rá ser una subsidiaria del FIBRA, es decir, el FIBRA deberá ser titular de al menos el noventa y nueve (99%) de las acciones o participaciones el administrador. Por otro lado, el Reglamento de Fondos de Inversión no contiene una regulación específica al respecto para FIBRA, pero sí le resulta aplicable la regulación general de fondos de inversión que contiene la posibilidad de que la SAFI contrate a un Gestor Externo con reconocida y amplia experiencia en gestión de portafolios o activos establecidos en la política de inversión del fondo. En este caso, el Reglamento de Fondos de Inversión deja claro que la responsabilidad sobre la gestión del fondo y el debido cumplimiento de las obligaciones de la actividad de gestión se mantendrá en la SAFI.

La figura del Gestor Externo o Administrador es sumamente importante, ya que, como hemos visto, se trata justamente del ente encargado de la gestión de inversiones del FIRBI/FIBRA. Es decir, será aquel que busque, evalúe y analice las alternativas de inversión del FIRBI/FIBRA. Sin perjuicio de ello, se debe precisar que quienes adoptan finalmente las decisiones de inversión o desinversión, son los miembros del Comité de Inversiones o Comité Técnico.

Al respecto, el Reglamento de Titulización establece que la sociedad titulizadora deberá designar a un Comité Técnico de al menos tres (3) personas naturales con una adecuada formación académica y profesional, a fin de que sea dicho órgano el encargado de adoptar las decisiones de inversión y desinversión del FIBRA, de aprobar los aportes de bienes inmuebles (salvo por los casos en los que se requiere aprobación de la Asamblea) y de determinar el precio y las condiciones de las emisiones de certificados de participación, entre otras funciones. En el caso de los FIRBI, el Reglamento de Fondos de Inversión señala que, quien ejerza la gestión del fondo (es decir, la SAFI o el Gestor Externo) deberá nombrar al Comité de Inversiones, el cual será responsable, principalmente, de adoptar las decisiones de inversión y desinversión.

Con lo antes explicado, queda claro que el papel de los titulares de certificados de participación en la Asamblea es uno pasivo. Sin embargo, en el caso de los FIRBI, como vere-

¹⁵ Artículo 187 de la Ley sobre el Impuesto a la Renta mexicana.

mos en la sección IV, el *quorum* y mayorías requeridas por el Reglamento de Fondos de Inversión asume que los inversionistas tienen la intención de tener un rol más activo del que realmente tienen.

Finalmente, en el caso de los FIRBI, debido también a la regulación general de fondos de inversión, existe la figura del Comité de Vigilancia, el cual se encarga principalmente de resolver conflictos de interés.

(ii) Aportes no dinerarios:

Como hemos visto, los aportantes pueden transferir bienes inmuebles o efectivo al FIRBI/FIBRA a cambio de certificados de participación. La realización de dichos aportes no dinerarios se encuentra sujeta a las regulaciones aplicables a los FIRBI y a los FIBRA, en el Reglamento de Fondos de Inversión y el Reglamento de Titulización, respectivamente.

El Reglamento de Fondos de Inversión no contiene una regulación específica para los aportes no dinerarios a favor de FIRBI, por lo que es aplicable la regulación general de fondos de inversión. Esto, puede generar ciertas complicaciones tanto respecto del valor del aporte como de los requisitos para la aprobación de dicho aporte por parte de la Asamblea. Recordemos que el procedimiento general establecido en los artículos 64 y 65 del Reglamento de Fondo de Inversión consiste en que, una vez que el aportante presenta su propuesta por escrito (indicando el valor del bien), el Comité de Inversión debe verificar que el bien cumpla con las condiciones establecidas en el Reglamento de Participación. En caso se determine que el bien cumple con dichas condiciones, el Comité de Inversiones ordena la realización de una tasación del inmueble y, sobre la base de la metodología de valorización de inversiones del fondo, determina el valor razonable del inmueble a ser aportado. Una vez que se cuenta con todos los valores, el Comité de Inversiones comunica al aportante el valor al cual será propuesto el bien para aceptación de la Asamblea General, el mismo que será el **menor valor** resultante entre: (i) el valor propuesto por el aportante; (ii) el valor de la tasación; y (iii) el valor razonable determinado por el Comité de Inversiones. Cabe señalar que el Reglamento de Fondos de Inversión requiere de la aprobación de la Asamblea General a toda clase de aportes no dinerarios, lo cual genera retrasos en la operativa de aportes.

Por otro lado, el Reglamento de Titulización establece que, en el caso de aportes de bienes inmuebles al FIBRA, no aplica la exigencia de realizar una oferta pública primaria para la emisión de certificados de participación a ser entregados como contraprestación por los aportes, y que la aprobación de la Asamblea General es requerida únicamente en dos (2) supuestos. Estos son: a) en caso de aportes de miembros del Comité Técnico, Administrador, sociedad tituladora, originador, así como sus accionistas, directores y gerentes, y los vinculados a todos los anteriores; y b) en caso de aportes de bienes inmuebles de otras personas o entes jurídicos que de forma individual o conjunta representen más del 20% del patrimonio del FIBRA. En todos los demás casos, se requiere únicamente la aprobación del Comité Técnico. Adicionalmente, el Reglamento de Titulización establece que en el caso de aportes no dinerarios no resulta aplicable el derecho de suscripción preferente.

Como veremos en la sección IV siguiente, la SMV ha publicado un proyecto que incorpora ajustes a la regulación de FIRBI con el objetivo de alinearla a la regulación de FIBRA. Sin perjuicio de ello, en dicha sección comentamos algunos aspectos que consideramos relevantes para complementar los ajustes propuestos por el referido proyecto.

(iii) Emisión de certificados de participación:

En el caso de aportes dinerarios, conforme a las normas de FIRBI y FIBRA, se requiere que los mismos sean realizados en el marco de una oferta pública primaria, en la cual deberán participar al menos diez (10) inversionistas no vinculados, en cada una.

En el caso de los FIBRA, el Reglamento de Titulización reconoce la posibilidad de que las sociedades tituladoras realicen, por cuenta del FIBRA, sucesivas colocaciones de certificados de participación fungibles entre sí. Como veremos en la sección IV, esta posibilidad no se encuentra actualmente reconocida en el Reglamento de Fondos de Inversión para los FIRBI.

Asimismo, será aplicable a la emisión de certificados de suscripción preferente (salvo excepciones previstas en el artículo 83 del Reglamento de Titulización), el derecho de suscripción preferente. En ese sentido, cada vez que se realice una nueva emisión de certificados de participación, se deberá otorgar

a los demás partícipes el referido derecho a ser ejercido en una rueda de suscripción con un plazo no menor a cinco (5) días hábiles.

- (iv) Distribución del 95% de la utilidad neta distribuible:

Otro aspecto importante para tener en cuenta es la definición de Utilidad Neta Distribuible (en adelante, UND) que establece la regulación de FIRBI/FIBRA, ya que esta resulta relevante para entender algunas de las limitaciones que tiene este tipo de vehículos.

La regulación señala que el cálculo de la UND para el pago de los rendimientos se determina sobre la base de las partidas del estado de resultados que implicaron un ingreso o salida de efectivo para el FIRBI/FIBRA. Es decir, no se incluye en la determinación de la UND conceptos como, por ejemplo, la depreciación de los activos del FIRBI/FIBRA. Asimismo, se establece que las utilidades que se distribuyan y paguen en exceso de la utilidad neta reportada en el estado de resultados se reconocerán como una cuenta por cobrar a los titulares de certificados de participación bajo el concepto de pago anticipado de rendimientos, la cual será compensada al momento de la realización del activo correspondiente.

Esta definición es una que incluye conceptos financieros, a diferencia de la definición de “resultado fiscal” utilizada en la regulación de FIBRA de México que se trata de una utilidad contable.

Tomando en cuenta ello y que el requisito regulatorio exigible a los FIRBI/FIBRA es distribuir el noventa y cinco (95%) de la UND, consideramos que el mismo puede generar problemáticas al FIRBI/FIBRA y a los inversionistas que se revisarán en la sección IV siguiente.

V. CAMBIOS NORMATIVOS Y PROPUESTAS A SER EVALUADAS

Como puede apreciarse de la regulación incluida en el Reglamento de Titulización y en el Reglamento de Fondos de Inversión, este último no contiene el mismo desarrollo y precisiones incluidas en el primero para los FIBRA. Fue así como, en septiembre del año 2022, la SMV publicó el Proyecto de modificación del Reglamento de Agentes de Intermediación del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, del Reglamento de Fondos de Inversión y sus

Sociedades Administradoras y del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos (en adelante, el Proyecto), el cual contempla propuestas de modificaciones a la Cuarta Disposición Complementaria Final del Reglamento de Fondos de Inversión que tienen por objetivo uniformizar el marco normativo aplicable a los FIRBI con las disposiciones del Reglamento de Titulización referidas a los FIBRA y que a la fecha está pendiente de aprobación final.

Al respecto, el proyecto incorpora en la regulación de FIRBI los requisitos del artículo 84 del Reglamento de Titulización aplicable a los aportes no dinerarios a un FIBRA. Entre ellos, establece que, tratándose de aportes de bienes inmuebles no será de aplicación la exigencia de realizar una oferta pública primaria y solo se requerirá la aprobación de la Asamblea General en determinados casos (véase la sección IV cuando nos referimos a aportes no dinerarios). Estas modificaciones son positivas para perfeccionar la regulación de FIRBI ya que simplifican el procedimiento para aportes y por tanto incentivan el crecimiento de los FIRBI.

Sin perjuicio de ello, sugerimos que, en adición a lo antes expuesto, se precise en el Reglamento de Fondos de Inversión que en los casos de aportes no dinerarios a FIRBI, la aplicación del procedimiento regulado en los artículos 64 y 65 del Reglamento de Fondos de Inversión es supletoria. En relación con dicho procedimiento, ver lo comentado en la sección IV.

Asimismo, en línea con lo previsto en el artículo 83 del Reglamento de Titulización, sugerimos que el Reglamento de Fondos de Inversión recoja también expresamente que, tratándose de aporte de bienes inmuebles, no resulta aplicable el derecho de suscripción preferente. De esta manera, se simplificará el procedimiento de aportes de bienes inmuebles, y además se evita que –por el ejercicio del referido derecho– el FIRBI reciba fondos adicionales que no tengan un destino y deban mantenerse en tesorería afectando la rentabilidad del FIRBI.

Sin perjuicio de lo anterior, existen puntos relevantes, aplicables a FIRBI y FIBRA, que no han sido tomados en cuenta en la elaboración del proyecto, los cuales indicamos a continuación:

- Realización de colocaciones mediante *follow-on*

El Reglamento de Titulización prevé en su artículo 79, la posibilidad de que, en el marco de un programa, la sociedad tituladora pueda realizar por cuenta del FIBRA sucesivas colocaciones de certificados de participación hasta por el límite máximo del programa.

Sin embargo, las colocaciones sucesivas no eliminan la problemática por el requerimiento de que —a diferencia de la legislación comparada— las colocaciones de certificados de participación a cambio de aportes dinerarios se deban realizar a través de nuevas ofertas públicas primarias, siendo aplicable el otorgamiento del derecho de suscripción preferente.

Ello genera que se deba seguir un procedimiento de registro ante la SMV (el mismo que no se encuentra regulado) y que la colocación se realice a, por lo menos, diez (10) inversionistas que no sean vinculados entre sí. Sobre esto último, es oportuno precisar que la regulación de FIRBI y FIBRA establece que en caso de adquisición de participaciones a través de cuentas globales¹⁶ se podrá considerar como inversionistas a los titulares finales de dichos instrumentos, en cuyo caso la sociedad tituladora o SAFI deberá acreditar ante la SMV que la colocación cumple con el requisito de dispersión. Sin embargo, ello no incluye a vehículos como los fondos de pensiones u otro tipo de fondos o vehículos que no sean necesariamente cuentas globales, pero que sí representen intereses de un grupo de inversionistas. Asimismo, genera retrasos en la operativa en tanto que se debe otorgar y seguir el procedimiento para el ejercicio del derecho de suscripción preferente (incluyendo la negociación de los certificados de dicho derecho).

Como hemos visto, en otros mercados, como EUA y México, existen las colocaciones para realizar *follow-on*, en las que no se necesita realizar una nueva oferta pública inicial, sino que se trata de una especie de oferta pública subsecuente de capital. En nuestro caso, sugerimos que se explore la posibilidad de realizar emisiones como series de una misma oferta pública o establecer reapertura de emisiones como existe en el mercado de inversionistas institucionales.

— *Quorums* y mayorías de la Asamblea General

Como hemos visto antes en este artículo, el rol de los inversionistas en la Asamblea General es pasivo. Ello, más aún, considerando

que este tipo de vehículos ha sido creado para incentivar la inversión por personas naturales y que tiene por objetivo convertirse en una inversión con accionariado difundido. En ese sentido, mientras un FIRBI/FIBRA sea más exitoso en dicho cometido, se generan más problemas para cumplir con los requisitos de *quorum* y mayorías establecidos en la regulación para la adopción de acuerdos por la Asamblea General. A esto se debe añadir el problema comentado en el punto precedente respecto a que las normas no consideran como inversionistas a las personas que se encuentran detrás de, por ejemplo, los fondos de pensiones y otros vehículos similares, sino únicamente a aquellos que tienen su inversión a través de cuentas globales.

De esta forma, en el caso de los FIRBI, los *quorums* y mayorías establecidos en los artículos 93 y 94 del Reglamento de Fondos de Inversión plantean los siguientes problemas: (i) se requiere de un *quorum* elevado para que la Asamblea General pueda sesionar (2/3 y 3/5 de las cuotas en circulación, en primera y segunda convocatoria, respectivamente); y (ii) se requiere de una mayoría absoluta de los certificados de participación suscritos, para la adopción de acuerdos.

Este problema no existe en el caso de los FIBRA, ya que, en tal situación, el artículo 72 del Reglamento de Titulización señala que los procedimientos, *quorums* y mayorías para la convocatoria y adopción de acuerdos por parte de la Asamblea General de Titulares de certificados de participación son establecidos en el acto constitutivo del FIBRA, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 323 de la Ley General de Sociedades. Es decir, que salvo por la modificación del acto constitutivo para lo cual siempre se requerirá que el acuerdo se adopte con el voto favorable de la mayoría absoluta de los Certificados de Participación.

Conforme a ello, sugerimos que se uniformen los procedimientos de adopción de acuerdos por parte de las Asambleas Generales de los FIBRA y los FIRBI de manera que, en el Reglamento de Fondos de Inversión, se establezca que los procedimientos, *quorums*

¹⁶ Conforme a la definición incluida en el Reglamento de Agentes de Intermediación aprobado por Resolución SMV 034-2015-SMV-01, una cuenta global es una cuenta administrada por el agente de intermediación (es decir, una sociedad agente de bolsa) únicamente para el control de operaciones de clientes en mercados extranjeros y para colocaciones, que figure a su nombre, agrupe Instrumentos Financieros y recursos de clientes que son los titulares finales de los derechos u obligaciones relacionados con dicha cuenta.

y mayorías para la adopción de acuerdos de la Asamblea General sean establecidos en el Reglamento de Participación. Ello, sin perjuicio de que para la modificación del Reglamento de Participación se requiera que el acuerdo sea adoptado por la mayoría absoluta de los Certificados de Participación.

Sin perjuicio de lo anterior, consideramos pertinente también revisar el largo listado de temas que, conforme al Reglamento de Titulización, deben ser sometidos a aprobación de la Asamblea General, a efectos de determinar si efectivamente se requiere, para los casos particulares de FIBRA, un pronunciamiento de la Asamblea General o se puede encargar dicho pronunciamiento a otro órgano.

– Definición de la UND

En la sección precedente hemos explicado la definición de la UND y mencionado que esta puede generar ciertos problemas para el FIRBI/FIBRA y para los propios inversionistas de manera directa.

El primer problema se refiere a la capacidad de los FIRBI/FIBRA de acceder a fuentes alternativas de financiamiento. Como hemos visto líneas arriba, la colocación de valores mobiliarios requiere de la realización de nuevas emisiones registradas en la SMV, lo cual puede tomar más tiempo y generar más costos administrativos que la estructuración de un financiamiento bancario, sin considerar el requisito de la participación de como mínimo diez inversionistas no vinculados en cada colocación. En ese sentido, los financiamientos bancarios se muestran como alternativas para que los FIRBI/FIBRA puedan financiar la adquisición de bienes inmuebles generadores de rentas. Ahora bien, considerando la definición de la UND, únicamente el pago de intereses compensatorios de dichos financiamientos, mas no la amortización del capital, se refleja en las partidas del estado de resultados del FIRBI/FIBRA. Ello genera que el FIRBI/FIBRA solo disponga, como máximo, del 5% de la UND (y, de existir, algún excedente de caja), para pagar la amortización de capital. Esta problemática genera que la estructura de financiamientos disponibles para los FIRBI/FIBRA sea una estructura de tipo *bullet*. Es decir, una que solo implique el pago de intereses compensatorios durante el plazo de vigencia del financiamiento y que el 100% del capital sea amortizado al vencimiento, lo cual puede resultar más costoso

en comparación con otras estructuras. Esta problemática, sin considerar la afectación a las necesidades de CAPEX del FIRBI/FIBRA, nos lleva a reflexionar sobre si en nuestro medio puede ser conveniente considerar una reducción del porcentaje mínimo obligatorio de distribución (95% de la UND).

El segundo problema que genera la definición actual de UND está vinculado a la facilidad para distribuir a los inversionistas excedentes de caja, incluyendo aquellos flujos que no son considerados dentro de la UND. Sobre este punto, conviene explicar que los FIRBI/FIBRA pueden tener excedentes de caja generados por diversos factores, incluyendo (i) crédito fiscal generado por el pago del IGV en la adquisición de inmuebles, en el caso de FIBRA constituidos como fideicomisos de titulización; o (ii) fondos recibidos mediante emisiones de certificados de participación que no han sido utilizados en su totalidad. Si bien, la regulación establece que dichos excedentes pueden ser invertidos en depósitos de entidades bancarias u otros definidos en el Reglamento de Titulización y en el Reglamento de Fondos de Inversión, no existe una restricción para que dichos excedentes sean distribuidos en su totalidad. Sin embargo, considerando la definición de la UND, dichas distribuciones de excedentes no calificarían como UND. Para que el FIRBI/FIBRA pueda realizar dichas distribuciones tendría que iniciarse un procedimiento de reducción de capital con las implicancias que ello tiene, como por ejemplo, la necesidad de convocar a la Asamblea. En ese sentido, consideramos conveniente que la SMV evalúe la posibilidad de flexibilizar los criterios para el cálculo de la UND, a fin de facilitar la distribución de excedentes.

Sin perjuicio de lo anterior, en caso se considere que se requiere mantener el estándar de 95% de distribuciones, se revise si la definición de UND pueda ser alineada más a un concepto contable, tal como es el caso de México, en el que se considera una definición de resultado fiscal.

– Creación de certificados de participación en cartera

Finalmente, se propone también recoger en el Reglamento de Fondos de Inversión las disposiciones del artículo 80 del Reglamento de Titulización según el cual la sociedad tituladora puede crear un número de certificados de participación del FIBRA y

mantenerlos en cartera únicamente para el pago de retribuciones o contraprestaciones a los miembros del Comité Técnico, Administrador, Originador, Sociedad Tituladora u otros terceros establecidos en el acto constitutivo, por la prestación de servicios o por la cesión en uso de información relativa a la experiencia industrial, comercial o propiedad intelectual, sujeto a las condiciones establecidas en dicho artículo.

Consideramos que dicha disposición es un mecanismo que coadyuva a alinear los intereses del Comité Técnico, Administrador, y demás personal clave del FIBRA con los objetivos e intereses del FIBRA y sus partícipes. En dicho sentido, resulta beneficioso que la referida disposición normativa sea también incorporada al Reglamento de Fondos de Inversión a fin de que sea aplicable a los FIRBI.

Asimismo, sugerimos que se precise que, en los casos de creación de certificados de participación en cartera de los FIRBI, no resulta aplicable el derecho de suscripción preferente tal y como dicha excepción se encuentra ya recogida en el artículo 83 del Reglamento de Titulización para los FIBRA.

– Beneficios tributarios

Si bien este artículo se centra en aspectos regulatorios de los FIRBI y FIBRA no podemos dejar de mencionar que resulta interesante la discusión respecto a si el beneficio otorgado a personas naturales domiciliadas o empresas unipersonales constituidas en el exterior, titulares de los certificados de participación, respecto a la tasa aplicable de 5% aplicable a la renta obtenida a través de su inversión en los certificados de participación de dichos vehículos.

Como hemos mencionado, dichos beneficios se encuentran vigentes únicamente hasta el 31 de diciembre de 2026. Sin embargo, si se busca no solo impulsar el mercado de FIRBI/FIBRA sino también contribuir permanentemente a su desarrollo mediante la participación de personas naturales, consideramos importante revisar la posibilidad de que dicho beneficio sea permanente para los sujetos antes indicados. Ello, considerando que se trata de inversionistas pasivos, que a través de la tenencia de los certificados de participación únicamente esperan recibir distribuciones sin realizar efectivamente actividad empresarial.

VI. CONCLUSIONES

Los FIRBI/FIBRA han sido creados a fin de generar una alternativa de inversión inmobiliaria distinta a la tradicional –como la adquisición directa de bienes inmuebles– que permita a todo tipo de inversionistas, incluyendo a las personas naturales, invertir en *real estate* a través de la adquisición de valores mobiliarios de renta variable (similares a acciones) emitidos por vehículos de inversión que, además de diversificar el riesgo mediante la tenencia de un portafolio que puede ser variado, cuentan con la participación de gestores y administradores profesionales y especializados en la gestión de este tipo de vehículos, y con beneficios tributarios que los distinguen de otro tipo de inversiones en vehículos inmobiliarios (por ejemplo, fondos de inversión inmobiliarios que no califican como FIRBI).

La regulación de este tipo de vehículos en el país se encuentra en desarrollo. Así, las normas tributarias que otorgan los beneficios específicos a la inversión en estos vehículos han sido modificadas y perfeccionadas desde su emisión en el año 2016. Asimismo, a la fecha existen pendientes de emisión por parte de la SMV modificaciones al Reglamento de Fondos de Inversión que tienen por objeto alinear la regulación de los FIRBI a la de los FIBRA prevista en el Reglamento de Titulización. Sin perjuicio de ello, consideramos que existen aspectos regulatorios y prácticos importantes, incluidos los mencionados en este artículo, que la autoridad podría considerar para impulsar el desarrollo de los FIRBI/FIBRA en nuestro país. 🏠

REFERENCIAS

- Ambrose, B., & Linneman, P. (2001). REIT Organizational Structure and Operating Characteristics. *The Journal of Real Estate Research*, 21(3), 141-162.
- Asociación Mexicana de FIBRAs Inmobiliarias [Amefibra] (2023). *Amefibra*. <https://amefibra.com/el-mercado/indice-fibras/>
- Borchersen, S. (28 de febrero de 2023). *Investment Bankers See Potential for REIT Rebound in 2023*. National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit]. <https://www.reit.com/news/articles/investment-bankers-see-potential-for-reit-rebound-in-2023>
- Brockman, P., French, D., & Tamm, C. (2014). REIT Organizational Structure, Institutional Ownership, and Stock Performance. *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, 20(1), 21-36.

- Ccanto Mayhua, C., & Pachas Burga, R. A. (2019). Los FIBRA como una nueva alternativa de inversión en Perú. *Revista Lidera*, (14), 29-32.
- Chan, S., Erickson, J., & Wang, K. (2003). *Real Estate Investment Trusts: Structure, performance, and investment opportunities*. Oxford University Press.
- Einhorn, D., Emmerich, A., & Panovka, R. (2000). REIT M&A Transactions – Peculiarities and Complications. *The Business Lawyer*, 55(2), 693-734.
- Feng, Z., Price, S., & Sirmans, C. (2011). An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993-2009. *Journal of Real Estate Literature*, 19(2), 307–344.
- Hudgins, C. (11 de enero de 2023). Large REIT privatizations keep real estate M&A levels high in 2022. *S&P Global Market Intelligence*. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/large-reit-privatizations-keep-real-estate-m-a-levels-high-in-2022-73780108>
- Hartzell, J., Kallberg, J., & Liu, C. (2008). The Role of Corporate Governance in Initial Public Offerings: Evidence from Real Estate Investment Trusts. *The Journal of Law & Economics*, 51(3), 539-562.
- Méndez, A. (6 de enero de 2021). Fibras caen en 2020, pero prometen para el 2021. *El Economista*. <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Fibras-caen-en-2020-pero-prometen-para-el-2021--20210105-0068.html>
- National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit] (2023). *Global REIT Approach to Real Estate Investing*. https://www.reit.com/sites/default/files/2023-04/2023_Global_REIT_Brochure.pdf
- National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit] & S&P Global Market Intelligence (2023). *Historical Offerings of Securities*. *Nareit*. <https://www.reit.com/sites/default/files/IndustryData/HistoricalOfferings.pdf>
- Ortiz, J. (10 de febrero de 2023). ¿Qué es el nearshoring y cuál es el papel de los Fibras? *El Economista*. <https://www.eleconomista.com.mx/opinion/Que-es-el-nearshoring-y-cual-es-el-papel-de-los-Fibras-20230209-0103.html>
- Santiago, J. (13 de junio de 2023). Fibras obtienen en Bolsa 13,000 millones de pesos para nearshoring. *El Economista*, <https://www.eleconomista.com.mx/mercados/Fibras-obtienen-en-Bolsa-13000-mdp-para-nearshoring-20230613-0119.html>
- Schenke, J. (12 de diciembre de 2022). There were no REIT IPOs in 2022 for the first time in 21 years (2022). *Bisnow*. <https://www.bisnow.com/national/news/commercial-real-estate/no-new-reits-on-wall-street-for-first-time-since-2001-116782>
- Sun, L., Titman, S., & Twite, G. (2013). REIT and Commercial Real Estate Returns: A Post-Mortem of the Financial Crisis. *National Association of Real Estate Investment Trust [Nareit]*. https://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/A%20Post%20Mortem%20of%20the%20Financial%20Crisis_002.pdf

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Decreto Legislativo 862, Decreto Legislativo que establece la Ley de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de octubre de 1996 (Perú).

Decreto Legislativo 1188, Decreto Legislativo que otorga incentivos fiscales para promover los Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de agosto de 2015 (Perú).

Decreto Legislativo 1371, Decreto Legislativo que modifica el Reglamento de la Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales y el Decreto Legislativo 1188, que otorga incentivos fiscales para promover los fondos de inversión en bienes inmobiliarios, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de diciembre de 2021 (Perú).

Decreto Supremo 055-99-EF, Decreto Supremo que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, Diario Oficial *El Peruano*, 15 de abril de 1999 (Perú).

Decreto Supremo 179-2004-EF, Decreto Supremo, Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano*, 8 de diciembre de 2004 (Perú).

Decreto Supremo 264-2017-EF, Decreto Supremo que aprueba el Reglamento de la Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales y del Decreto Legislativo 1188 que otorga incentivos fiscales para promover los

Fondos de Inversión en Bienes Inmobiliarios, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de septiembre de 2017 (Perú).

Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1996 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 30341, Ley que fomenta la liquidez e integración del Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 12 de septiembre de 2015 (Perú).

Ley 30532, Ley que promueve el desarrollo del Mercado de Capitales, Diario Oficial *El Peruano*, 31 de diciembre de 2016 (Perú).

Ley 31662, Ley que modifica la Ley 31362, Ley de Pago de Facturas MYPE a treinta días, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de diciembre de 2022 (Perú).

Ley del Impuesto Sobre la Renta (LIR), Diario Oficial de la Federación [DOF] 11-12-2013 (Mex.).

Resolución CONASEV 001-1997, Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, 9 de enero de 1997 (Perú).

Resolución SMV 029-2014-SMV-01, Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de diciembre de 2014 (Perú).

Resolución SMV 034-2015-SMV-01, Reglamento de Agentes de Intermediación, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de diciembre de 2015 (Perú).