

Publicaciones URF

Documento Técnico

Financiación a través de vehículos con subyacentes inmobiliarios

Mariana Aya Guerrero^a, Henry Alexander Guerrero^a, Maria del Pilar Galindo^b

^a Asesores

^b Subdirectora de Desarrollo de Mercados

Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6c - 38, Bogotá D.C., Colombia

Resumen: El presente documento presenta una serie de propuestas encaminadas a promover y masificar los vehículos de inversión colectiva asociados a activos inmobiliarios. Para los fondos de inversión colectiva inmobiliarios se permite que sean administrados por gestores externos no vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia siempre que la responsabilidad frente al inversionista permanezca en cabeza de la Sociedad Administradora, de la misma manera se amplían los mecanismos de distribución de este tipo de vehículos. Para la titularización inmobiliaria se amplían los activos admisibles, incluyendo dentro de los mismos los derechos fiduciarios asociados a proyectos inmobiliarios. Por último, y como resultado de un estudio anterior, se limita el uso de los términos asociados a la expresión “fiduciarios”.

Este documento técnico fue aprobado por el Consejo Directivo de la Unidad con fecha xx del xxx de 2017: Andrés Escobar, Viceministro Técnico – Ministerio de Hacienda y Crédito Público; Jorge Castaño, Superintendente – Superintendencia Financiera de Colombia; David Marcell Salamanca Rojas, Director – Unidad de Regulación Financiera (incluir delegados que hayan participado).

I. Introducción

En la actualidad Colombia cuenta con diversidad de vehículos regulatorios con componentes relacionados con el mercado inmobiliario, tales como las titularizaciones, los fondos de inversión colectiva inmobiliarios – FICI y los fondos de capital privado con subyacentes inmobiliarios, los cuales cuentan con características regulatorias propias, unos administradores específicos, están dirigidos a inversionistas particulares y en esa medida cuentan con reglas de protección al consumidor diferentes.

Los inversionistas han venido incrementando su apetito por este tipo de inversiones, toda vez que son percibidos como un mecanismo apto para diversificar sus portafolios ya que tienen baja correlación con otros activos financieros y le permite a inversionistas minoristas participar en grandes proyectos.

En el presente documento se desarrollan una serie de propuestas que tienen como objetivo la promoción de estos vehículos mediante normas que facilitan su gestión y administración, amplían los mecanismos de liquidez, y viabilizan nuevos canales de distribución para facilitar la inversión por parte de más inversionistas en el sector a través del mercado de capitales, sin perder de vista la protección de los consumidores financieros, elemento esencial para un adecuado desarrollo del mercado.

En este orden de ideas, el documento se divide en varias secciones, en las cuales se presentan las normas actuales y las posibles barreras y necesidades para su desarrollo, experiencia internacional sobre los temas analizados y las propuestas regulatorias a desarrollar.

II. Normas actuales y posibles limitantes o necesidades.

1. Titularización

Las normas sobre titularización se encuentran establecidas en el libro 6 de la parte 5 del Decreto 2555 de 2010 y de manera particular sobre la titularización inmobiliaria encontramos la siguiente:

“Artículo 5.6.5.1.1 Titularización de un inmueble. Consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios. El patrimonio autónomo así constituido puede emitir títulos de participación, de contenido crediticio o mixtos.

En ningún caso el valor de la emisión excederá el ciento diez por ciento (110%) del avalúo del inmueble.”

Como se observa el objeto de la titularización inmobiliaria es un activo inmobiliario y por lo tanto, de conformidad con dicha norma no es posible realizar titularizaciones de esta naturaleza respecto

de otro tipo de bienes diferentes a los allí descritos.

En este sentido, consideramos necesario incluir entre los activos permitidos para ser objeto de una titularización inmobiliaria los derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles, en la medida en que los derechos fiduciarios cuentan con características financieras y de seguridad para diversificar los activos admisibles de los procesos de titularización.

La anterior propuesta tiene entre otros los siguientes objetivos: i) el régimen de inversiones de otros vehículos de financiación inmobiliaria, tales como los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios, admite los derechos fiduciarios con subyacentes inmobiliarios como activos admisibles, y en esa medida, permitir la titularización de estos derechos eliminaría este arbitraje regulatorio; ii) genera eficiencias en la gestión ya que en caso de querer titularizar un activo este puede permanecer en un patrimonio autónomo administrado por una fiduciaria sin que transferir la propiedad del mismo para efectos de su titularización; iii) los derechos fiduciarios han servido como instrumento para la financiación de proyectos de diferentes sectores, entre los cuales se destacan los inmobiliarios, en esta medida existe una oferta y demanda por este tipo de instrumentos; y iv) los derechos fiduciarios asociados a proyectos inmobiliarios cuentan con el respaldo de una sociedad fiduciaria vigilada y normas claras sobre responsabilidades y obligaciones de los partícipes, así como reglas para la protección del consumidor financiero, lo cual genera confianza en el instrumento y unos riesgos acotados.

2. Fondos de inversión Colectiva Inmobiliarios

Los fondos de inversión colectiva inmobiliarios – FICI se encuentran reglamentados en el libro 5 de la parte 3 del Decreto 2555 de 2010, donde se establece un régimen especial que comprende su definición, los activos admisibles, gestor externo, entre otras aspectos.

Dos puntos han sido identificados en la regulación, los cuales se considera que pueden ser modificados y en esa medida mejorar la gestión de los fondos y ampliar la base de inversionistas que acceden a este tipo de productos, estos son, la posibilidad de contratar un gestor externo no vigilado y ampliar los canales de distribución de los fondos de inversión colectiva inmobiliarios.

a) Gestor externo no vigilado

Las normas particulares para fondos de inversión colectiva inmobiliarios, establecen de manera expresa que las sociedades administradoras de este tipo de fondos podrán establecer la contratación de un gestor externo o extranjero¹.

Lo anterior implica que para efectos de la actividad de gestión de los fondos de inversión colectiva inmobiliarios se aplicarán las normas sobre gestor externo que están establecidas para los fondos de

¹ **Artículo 3.5.1.1.7. Gestor externo de los fondos de inversión colectiva inmobiliaria.** Las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva inmobiliaria podrán establecer, en el respectivo reglamento, la contratación de un gestor externo o extranjero, evento en el cual deberán cumplirse las normas sobre el gestor externo que se establecen en esta parte del presente decreto.

inversión colectiva en general.²

Dichas normas establecen que la actividad de gestión de portafolios externa de fondos de inversión colectiva, puede ser ejercida por cualquiera de las tres entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia que se encuentren autorizadas para administrar fondos de inversión colectiva, esto es, las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionista de bolsa y sociedades administradoras de inversión.³

De manera particular, la gestión de los fondos de inversión colectiva inmobiliarios se realiza respecto de un portafolio conformado por activos de naturaleza inmobiliaria, que requieren de una gestión especial y particularmente diferente a la que se realiza respecto de los activos tradicionales en los que invierten los fondos de inversión colectiva en general, por lo cual se requiere que los gestores de los mismos tengan un conocimiento y una experiencia específica en el ámbito del mercado inmobiliario. Dicha experiencia no es posible predicarla de las sociedades administradoras de los fondos de inversión colectiva en general, toda vez que los gestores con amplio conocimiento del mercado inmobiliario son en su mayoría personas naturales o jurídicas no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Lo anterior, ha dificultado el desarrollo de un producto que por su naturaleza debería ser el llamado a ser utilizado por todo tipo de inversionistas que quieren canalizar sus recursos a través de vehículos que invierten en activos de naturaleza inmobiliaria.

² **Artículo 3.1.3.2.1 Actividad de gestión de portafolios de fondos de inversión colectiva.** La actividad de gestión de portafolios de fondos de inversión colectiva comprende la toma de decisiones de inversión y desinversión de las operaciones del fondo, así como la identificación, medición, control y gestión de los riesgos inherentes al portafolio, y podrá ser desarrollada directamente por la sociedad administradora del fondo de inversión colectiva, o por intermedio de un gestor externo o por un gestor extranjero en los términos establecidos en la presente parte del presente decreto.

Parágrafo. La contratación de un gestor externo no exime a la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva de su responsabilidad frente a los inversionistas del fondo de inversión colectiva que administra, sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso primero del parágrafo del artículo 3.1.3.2.5 del presente decreto.

³ **Artículo 3.1.3.2.2 Gestión de portafolios externa.** Se entiende como gestión de portafolios externa la actividad de que trata el artículo precedente realizada por una sociedad administradora de fondos de inversión colectiva diferente a la sociedad administradora del respectivo fondo de inversión colectiva.

La actividad de gestión de portafolios externa únicamente podrá ser realizada por cualquiera de las sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva de que trata el artículo 3.1.1.1.1 del presente Decreto.

En el reglamento del respectivo fondo de inversión colectiva deberá establecerse el procedimiento y los criterios de selección del gestor externo, así como los estándares mínimos que se aplicarán para realizar su designación, y contratación, seguimiento y remoción.

El gestor externo en el desarrollo de su gestión deberá obrar frente a terceros en nombre y por cuenta del fondo de inversión colectiva cuyo portafolio gestiona.

Parágrafo. La sociedad administradora de fondos de inversión colectiva deberá informar a la Superintendencia Financiera de Colombia, de manera inmediata, la contratación o remoción del gestor y su remplazo.

Adicionalmente a lo anterior, la existencia de la mencionada limitación puede terminar afectando a los inversionistas del fondo, ya que un gestor experto en la materia puede promover una mejor administración de los recursos y de esta manera se pueden alcanzar rendimientos esperados superiores con una evaluación de riesgos especializada en el sector inmobiliarios.

Sin embargo, teniendo en cuenta que los inversionistas objetivo de los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios son el mercado minorista, es necesario establecer que si bien la sociedad administradora puede contratar un gestor externo no vigilado, esta retendrá la responsabilidad frente a dichos inversionistas. En ese sentido vale la pena resaltar que en el caso de los Fondos de Capital Privado que pueden contratar gestores profesionales no vigilados, los inversionistas son más sofisticados y en esa medida no requieren el mismo nivel de protección que los inversionistas minoristas.

b) Canales de distribución

En relación con los canales de distribución de los fondos de inversión colectiva inmobiliarios, estos siguen las normas generales de los fondos de inversión colectiva establecidas en el artículo 3.1.4.2.1 del Decreto 2555 de 2010, en el cual se señala que:

“Artículo 3.1.4.1.2 Medios para realizar la distribución de los fondos de inversión colectiva.
Los medios a través de los cuales es posible realizar la distribución de los fondos de inversión colectiva son:

- 1. Directamente a través de la fuerza de ventas de la sociedad administradora, o del distribuidor especializado de que trata el artículo 3.1.4.2.1 del presente decreto;*
- 2. Por medio del contrato de uso de red, y*
- 3. Por medio del contrato de corresponsalía.”*

En relación con la distribución especializada de los fondos de inversión colectiva esta se puede realizar mediante cuentas ómnibus administradas por una sociedad administradora de fondos.

Según se ha observado, la limitante que se establece por la utilización de estos canales, afecta de manera directa la posibilidad de masificar este tipo de vehículos, en el sentido que para que una sociedad administradora de inversiones pueda comercializar con un tercero su fondo, debe incurrir en una serie de costos y tiempos, para la firma de contratos bilaterales necesarios para la utilización de los canales antes mencionados. Así las cosas, para la sociedad administradora puede ser muy gravoso, en tiempo y dinero, la suscripción de los contratos de uso de red y de corresponsalía con un tercero para la distribución del producto.

Una distribución similar a la que tienen otros valores como las acciones permitirá la diversificación del mercado y llegar a más inversionistas, particularmente en el mercado minorista como se observa en otras jurisdicciones como Estados Unidos o México en las cuales los REITS y los Fibras se comercializan con el régimen de las acciones.

III EXPERIENCIA INTERNACIONAL

En la presente sección se hace una breve revisión de experiencias internacionales relacionadas con vehículos inmobiliarios, como los REIT en Estados Unidos y las Fibras en México, y una referencia a la titularización en Estados Unidos y los activos subyacentes admisibles en este instrumento.

1. ESTADOS UNIDOS – REIT

Una de las experiencias más exitosas a nivel internacional en el desarrollo de productos con subyacentes inmobiliarios son los REIT (Real Estate Investment Trust) en Estados Unidos⁴, vehículos que tienen los siguientes aspectos relevantes en su regulación⁵:

Características	REIT ⁶ debe ser un fideicomiso (Trust) administrado por un fiduciario (Trustee) o una sociedad, el cual debe contar con al menos 100 beneficiarios y los 5 más importantes no deben tener más del 50% del total ⁷
Inversionistas	Institucionales o personas naturales
Naturaleza de los títulos	Títulos negociables, los cuales se emiten con cargo al REIT y que pueden ser negociados en diferentes bolsas de valores
Administrador	Una administración profesional y especializada se encarga de maximizar el desempeño de un vehículo.
liquidez	Los títulos de los REIT presentan liquidez al estar inscritos en bolsas de valores y tener bajas denominaciones.
Ingresos y activos admisibles	El 75% de los ingresos deben provenir de real estate (alquileres, hipotecas, ganancia por la venta de inmuebles, etc.) y las inversiones deben ser mayoritariamente de largo plazo, aunque en ciertas proporciones se acepta que tengan bonos del tesoro americano y efectivo.
Tipos por activos	REIT de acciones o renta variable y REIT de hipotecas. Los REIT de renta variable son empresas inmobiliarias que adquieren propiedades comerciales -como edificios de oficinas, centros comerciales y edificios de apartamentos- y alquilan el espacio en las estructuras a los inquilinos. Los REIT hipotecarios invierten en hipotecas inmobiliarias o valores respaldados por hipotecas, ganando ingresos por los intereses de estas inversiones, así como por las ventas de hipotecas.
Tipos según su naturaleza.	Existen REIT públicos cotizados, públicos no cotizados y privados.
REITS que cotizan	• Proporcionan una corriente de ingresos estable a los inversores.

⁴ Real Estate Investment Trust Act de 1960, modificado por el REIT Modernization Act de 199 y el REIT Improvement Act de 2004.

⁵http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-059582%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

⁶ http://camacol.co/sites/default/files/secciones_internas/EE_Coy20080503043954.pdf

⁷ <https://www.investor.gov/investing-basics/investment-products/real-estate-investment-trusts-reits>

	• Pueden ser fácilmente compradas y vendidas. Operan bajo las mismas reglas de valores y de revelación financiera que otras compañías públicas para la regulación de valores y la información financiera.
Valoración	Las acciones de los REIT cotizadas en bolsa son tasadas por el mercado durante toda la rueda de negociación.
Distribución	REIT que cotiza mismos canales de las acciones. REIT que no cotizan por medio de contratos de corretaje.

De los anteriores aspectos se pueden destacar los siguientes aspectos:

- ✓ Presencia de unos administradores especializados y expertos que tienen por objetivo maximizar los rendimientos del instrumento.
- ✓ Existencia de un vehículo con diferentes características de acuerdo con lo establecido en el prospecto, esto es tipo de inversionistas, si se cotiza o no en el mercado, canales de distribución, revelación de información, entre otros.
- ✓ Mercado importante para estos vehículos, en la medida que son comercializados en la bolsa de valores.
- ✓ Los Reits que cotizan en bolsa de valores pueden ser distribuidos en los mismos canales de las acciones.

2. FIBRAS

Las FIBRAS⁸ en México son un vehículo financiero desarrollado, con un valor importante en sus fondos administrados y una gran cantidad de inversionistas, tanto retail como institucionales. Dentro de los aspectos a destacar se pueden señalar los siguientes:

Características	Un FIBRA es un fideicomiso que se encarga de rentar y administrar propiedades que ofrezcan un retorno. ⁹
Inversionistas	Institucionales o personas naturales de acuerdo con las características de la FIBRA
Naturaleza de los títulos	El fideicomiso coloca certificados de participación en la bolsa de valores para que el público inversionista pueda participar
Administrador	El fideicomiso es administrado por expertos en el mercado de bienes raíces que se encargan del mantenimiento, mercadotecnia y administración de los bienes inmuebles. El administrador debe contar con experiencia de por lo menos 3 años.
liquidez	El inversionista utiliza su casa de bolsa para vender su participación en el fideicomiso.
Naturaleza de las Fibras	Mezcla de inversión en renta fija e inversión en renta variable:

⁸ <http://www.forbes.com.mx/abc-para-entender-las-fibras/#gs.pZ0FcO8>

⁹ <https://www.rankia.mx/blog/el-sentido-financiero-en-el-entorno-global/2750227-fibras-fideicomiso-bienes-raices>

	La renta fija se obtiene al distribuirse entre los tenedores de los certificados hasta el 95% de las utilidades por concepto de la renta de los bienes inmuebles. Esta distribución se realiza de manera trimestral. La renta variable se obtiene en la compra venta de los certificados a través de la bolsa de valores. Los certificados subirían de precio conforme a la plusvalía de los inmuebles, o bajarían si el mercado inmobiliario tiende a la baja.
Regulación	Operan bajo la normatividad semejante a cualquier acción que cotiza en la Bolsa de Valores de México
Valoración	Mercado
Distribución	Igual a cualquier acción.
Activos admisibles	Al menos del 70% de sus activos deben ser bienes inmuebles
Mantenimiento de los activos	Por lo menos 4 años
Gobierno Corporativo	Altos estándares de Gobierno Corporativo
Montos a emitir	Aportante de los inmuebles define el monto de los certificados que van a salir al público.

Para los temas y objetivos que se plantean en el documento, en la experiencia de México se pueden resaltar los siguientes aspectos:

- Las características de las FIBRAS definen el tipo de inversionistas que pueden acceder al vehículo.
- Existen unos gestores profesionales y expertos en la administración de este tipo de activos.
- La regulación del producto es semejante a cualquier acción.
- La distribución de los certificados es igual al de una acción.

3. Titularización en Estados Unidos¹⁰

En relación con los activos que se pueden titularizar, en el caso de Estados Unidos se encuentra que está permitido el uso de este tipo de instrumentos a cualquier activo que tenga un flujo de pagos asociado.

De otra parte y en lo que respecta al tipo de inversionistas que pueden invertir en el vehículo, esto depende de lo que se decida por parte del emisor de la titularización, en la medida que no existen normas particulares sobre la materia.

IV PROPUESTA NORMATIVA

La propuesta normativa objeto del presente documento se describe de la siguiente manera:

¹⁰ http://www.ktbslaw.com/media/publication/8_Asset-Backed%20Securitization.pdf

Un primer artículo, responde a lo establecido por la Unidad de Regulación Financiera en el Documento Técnico “Vehículos de Financiación Inmobiliaria” publicado en el año 2016¹¹, en el cual se menciona:

“Para los esquemas en donde la relación del inversionista no es con una fiduciaria, es necesario que se haga explícita esa situación y que no se induzca a error al inversionista haciéndole entender que cuenta con las protecciones propias de la regulación financiera, cuando no es así.

En ese sentido consideramos de la mayor relevancia que en estos casos no se pueda utilizar la expresión “derecho fiduciario” o “participación fiduciaria” o cualquier otra expresión similar que involucre la palabra “fiduciario” o palabras derivadas de esta, para promocionar los proyectos, ya que este tipo de expresiones inducen a error y desinforman al inversionista. “

En virtud de lo anterior, se propone crear una nueva disposición sobre el particular, definiendo que los derechos fiduciarios, participaciones fiduciarias o cualquier otra expresión asociada con el término “fiduciarios” solo podrán utilizarse cuando hagan referencia al ofrecimiento de productos que impliquen una vinculación contractual entre una sociedad fiduciaria vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia y el cliente al cual se le está ofreciendo el producto.

En relación con los fondos de inversión colectiva inmobiliarios, se realizan ajustes en dos vías, una primera relacionada con la posibilidad de contar con un gestor externo que no sea vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia, con lo cual se espera generar una eficiencia adicional en la gestión de los activos del fondo, en la medida del mayor conocimiento particular de estos en el sector inmobiliario.

Sin perjuicio de lo anterior, se mantienen las responsabilidades particulares de la sociedad administradora en relación con la gestión del portafolio, con el fin de preservar la protección particularmente del cliente inversionista. El segundo ajuste en los fondos de inversión colectiva inmobiliarios, tiene que ver con la ampliación de los canales de distribución de sus participaciones, permitiendo que estas se realicen por medio de las operaciones de colocación de valores.

En relación con el mecanismo de titularización, se amplían los activos objeto del instrumento, permitiendo que los derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles puedan ser objeto de la titularización inmobiliaria.

Con lo anterior se elimina el arbitraje regulatorio que existe respecto de los fondos de inversión colectiva inmobiliarios, en el cual este tipo de derechos son activos admisibles, y adicionalmente se contribuye a la diversificación de los potenciales activos sujetos de titularización.

¹¹ http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-059582%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Bibliografía

- Real Estate Investment Trust Act de 1960, modificado por el REIT Modernization Act de 199 y el REIT Improvement Act de 2004.
- http://camacol.co/sites/default/files/secciones_internas/EE_Coy20080503043954.pdf
- <https://www.investor.gov/investing-basics/investment-products/real-estate-investment-trusts-reits>
Documento Técnico “Vehículos de Financiación Inmobiliaria” Unidad de Regulación Financiera. http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-059582%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased
- Real Estate Investment Trust Act de 1960, modificado por el REIT Modernization Act de 199 y el REIT Improvement Act de 2004.
- http://www.ktblaw.com/media/publication/8_Asset-Backed%20Securitization.pdf
- <http://www.forbes.com.mx/abc-para-entender-las-fibras/#gs.pZ0FcO8>
- <https://www.rankia.mx/blog/el-sentido-financiero-en-el-entorno-global/2750227-fibras-fideicomiso-bienes-raices>
- Decreto 2555 de 2010.