



UNIVERSIDAD
esan

MAESTRÍA EN FINANZAS

***LOS THICS (TÍTULO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA CORPORATIVA),
UN INSTRUMENTO ATRACTIVO PARA INVERSIONISTAS
INSTITUCIONALES.***

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

Jorge Luis Cerna Coronado

Meylin Selva Reyes Córdova

Surco, 15 de Mayo de 2016

1. INTRODUCCIÓN.....	4
1.1. Antecedentes.....	4
1.2. Objetivos	7
1.3. Alcances y Limitaciones	8
1.4. Estructura.....	10
1.5. Recolección de Información	10
1.6. Contribución y Justificación	13
2. MARCO CONCEPTUAL.....	14
2.1. Título Valor.....	15
2.2. Valor Mobiliario.....	15
2.3. Vehículos de Inversión	15
2.4. Fideicomisos	20
2.5. Fideicomisos en Bienes Raíces (FIBRAS) o REIT's (Real Estate Investment Trusts)	25
3. MARCO METODOLÓGICO.....	29
3.1. Metodología:	
Benchmarking.....	29
3.2. Metodología: Los Factores Críticos de Éxito	
.....	30
3.3. Metodología: Costo de Oportunidad.....	36
3.4. Terminología: Sector Inmobiliario de Oficinas.....	36
4. MARCO NORMATIVO.....	38
4.1. Antecedentes- Certificados De Participación Metro Cuadrado.....	38
4.2. Certificado de Participación (Título de Inversión Inmobiliaria Corporativa)	39
4.3. Certificados de Participación- Fondos de Inversión de Bienes Raíces.....	43
5. MARCO CONTEXTUAL.....	47
5.1. Antecedentes.....	47
5.2. Marco Económico.....	49
5.3. Marco Político	52
5.4. Marco Tecnológico.....	54
5.5. Marco Ambiental.....	55
5.6. El Sector Inmobiliario en el Perú.....	59
5.7. Segmentación de la Oferta.....	64

6.	ANÁLISIS DE LA OFERTA Y LA DEMANDA PARA UNA TIIC.....	70
6.1.	Oferta de Activos y Demanda de Liquidez: Los Originadores.....	70
6.2.	Principales participantes de la demanda.....	75
6.3.	Fibra I: Caso de Fondo de Inversión Inmobiliario.....	86
7.	METODOLOGÍA	
	APLICADA.....	88
7.1.	Aplicación: Benchmark.....	89
7.2.	Aplicación: Los Factores Críticos de Éxito.....	98
7.3.	Aplicación: Costo de Oportunidad.....	103
8.	ESTRUCTURACIÓN DE LOS TIICS (TÍTULOS DE INVERSIÓN	
	INMOBILIARIOS CORPORATIVOS)	109
8.1.	Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces	
	TIIC.....	109
8.2.	Proceso de emisión para los TIICS.....	114
9.	VIABILIDAD ECONÓMICA DE LOS TIICS.....	119
9.1.	Supuestos generales.....	119
9.2.	Inputs de la investigación.....	120
9.3.	Parámetros de los TIICS.....	121
9.4.	Estructura de Garantías.....	122
9.5.	Flujo de Caja: Estrategia de Re-perfilamiento de	
	deuda.....	124
9.6.	Flujo de caja bajo un escenario de repago anticipado.....	132
9.7.	Análisis de Sensibilidad.....	134
10.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	139
10.1.	Conclusiones.....	139
10.2.	Recomendaciones.....	141
	ANEXOS.....	148
	BIBLIOGRAFIA.....	183

CAPITULO I

En el presente capítulo se busca dar una vista global de la presente tesis, incluye los antecedentes históricos del instrumento, su desarrollo en otras economías, el objetivo que se persigue, cuáles son las limitantes y los alcances del desarrollo y las principales conclusiones encontradas.

1. INTRODUCCIÓN

“REITs” (o “FIBRAS” en español) es el nombre se le otorga a los “Real Estate Investment Trusts (en adelante, REITs) de Estados Unidos. En esencia, son un vehículo de inversión inmobiliario, basado en un fideicomiso con oferta pública o privada.

1.1. Antecedentes

Desde 1968, estos instrumentos se convirtieron en una fuente principal para los préstamos de construcción y desarrollo inmobiliario en los Estados Unidos de América. Impulsados por el incremento de regulación y ajuste fiscal sobre las fuentes tradicionales financiamiento para el sector inmobiliario (“Real State” en inglés) y por los beneficios tributarios de ésta nueva fuente de financiamiento, las REITs se volvieron muy populares hace más de 30 años. (CFA Institute, 1971)

En Europa, Holanda fue el primer país que adopta el régimen REIT. En 1995, Bélgica, se alineó a través de las SICAFI. En Francia fueron introducidas en el año 2013 (SIIC) y considerando el importante impacto que tuvieron éstas se esparcieron por toda Europa. Para el año 2007 Alemania (G-REIT), Italia (SIIQ, 2007) y el Reino Unido (UK-REIT, 2007) ya tenían regímenes

similares. Para el año 2009, Bulgaria, Finlandia, Grecia y Lituania habían aceptado utilizarlo. Finalmente, en España se aprobó el marco legal REIT (SOCIMI) en el año 2009. (Müller, 2013)

Desde el año 2006, en Chile ya existían fondos de inversión inmobiliaria, los cuales se fueron sofisticando en diferentes vehículos de intervención en el mercado inmobiliario como las REITs ó FIBRAS para proyectos multifamiliares en las mejores zonas de la ciudad. (Cattaneo Pineda, 2011)

En el año 2011, los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS) se dan a conocer en México de la mano de una Oferta Pública Inicial (OPI) de más de 3, 000 millones de pesos de la denominada FIBRA UNO. Estos fondos fueron utilizados para adquirir un portafolio de inmuebles de los segmentos industrial, corporativo y comercial. (Castañares, 2013)

En el año 2012, bajo la misma estructura mexicana y chilena, se crean los FiDis (Figura Internacional de Derecho Fiduciario Inmobiliario) en Colombia. (Bacatá, 2012)

Actualmente, existen más de 200 REITs en Estados Unidos. Cuentan con una capitalización cercana a los Mil Billones de Dólares y con inversiones en el sector oficinas (16%), inmuebles industriales y depósitos (13%), inmuebles industriales (15%), retail (25%), hoteles (6%), salud (5%), hipotecas (8%) y otros (12%). La rentabilidad promedio de los REITs desde 1975 hasta la fecha es de 13.9% anual, superando al índice de muchas de las bolsas del mundo. (Müller, 2013)

“A finales del 2014, el Ministerio de Economía (MEF) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) anunciaron los fondos de inversión en bienes raíces (Fibra) como un nuevo mecanismo para impulsar el mercado de capitales, así como para hacer más accesible el mercado inmobiliario a las personas naturales...”

Para finales del año 2014, ya se habían invertido cerca de S/. 1,000 millones en activos administrados por Fibras en el Perú que provienen de clientes institucionales. (Chirinos, 2015)

La inversión en negocios inmobiliarios siempre ha tenido un canal directo para su financiamiento, ya sea a través de participación patrimonial dentro de una compañía inmobiliaria o a través de un fondo de inversión. Éstos dos canales limitan la capacidad para que inversionistas institucionales, inversionistas *retail* (personas naturales) e incluso especuladores puedan participar de una inversión que en términos generales es estable. Usualmente, la rentabilidad de estas inversiones tiene un respaldo tangible a través de predios y flujos de caja provenientes de pagos de préstamos hipotecarios o alquileres. Por lo tanto, si existiera un canal más atractivo e inclusivo para el inversionista institucional o *retail*, las inversiones inmobiliarias podrían acceder a mejores fuentes de financiamiento, otorgando seguridad en el retorno con bajo riesgo; ofreciendo una alternativa atractiva para los inversionistas.

La presente tesis propone evaluar una alternativa de inversión a través de un instrumento estructurado sobre la base de los REIT's (o FIBRAS), denominados **Títulos de Inversión Inmobiliaria Corporativa (TIIC o TIICS)**. De esta manera, se pretende contrastar su viabilidad frente a inversionistas institucionales, analizando experiencias en otros países,

comparándolas con otros instrumentos, revisando evidencia empírica y su posterior contraste con opiniones de importantes participantes del sector inmobiliario, financiero, académico así como representantes de los inversionistas institucionales.

Como ya se ha descrito, tanto el Ministerio de Economía y Finanzas como La Bolsa de Valores de Lima han impulsado el desarrollo de vehículos de inversión similares; que junto a un período de flexibilidad tributaria, se muestra como el escenario propicio para impulsar el desarrollo de métodos alternativos de financiamiento como los TIICS. Por esas razones, será importante responder a las siguientes preguntas:

- ¿Son los TIICS, títulos valores atractivos para inversionistas institucionales como Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión y Aseguradoras en el Perú?
- ¿Existe un marco legal que permita el desarrollo del instrumento evaluado?
- ¿Cuáles son los factores claves de éxito en la utilización de instrumentos con características similares en el país, a nivel regional y mundial?
- ¿Qué características debe tener los TIICS para ser atractivo en el mercado?

1.2. Objetivos

- Evaluar la viabilidad de los TIICS; como un vehículo financiero de inversión y de creación de valor.
- Estudiar los Factores Críticos de Éxito (en adelante FCE) en la utilización de los TIICS.

- Dimensionar y evaluar su potencialidad para inversionistas institucionales a nivel local a través de entrevistas con especialistas.
- Validar una estructura y entorno legal bajo la cual debería desarrollarse este mercado a nivel nacional.

1.3. Alcances y Limitaciones

1.3.1. Alcances:

La presente tesis propone identificar los factores que hacen atractivo a los TIICS como instrumento, en términos de rendimiento, plazo, garantías; desde el punto de vista de los inversionistas institucionales. Para esto, se realiza la estructuración de este instrumento emulando las características de una REIT, a través de la creación de un Fideicomiso de Inversión que emita un título valor. Este título, servirá como mecanismo alternativo de financiamiento para los pequeños y medianos constructores e inmobiliarias que poseen edificios u oficinas categorizadas como Prime, y que actualmente; tengan un alto grado de apalancamiento. El rendimiento de estos instrumentos está asociado a la generación de la renta por alquileres de las oficinas, las cuales presentan las siguientes características para ser catalogadas como “Premium”: (i) ubicadas en San Isidro, San Borja, Miraflores, (ii) con un metraje promedio de 150 m², (iii) con un precio promedio de alquiler de hasta 19 UDS/m².

La tesis no busca evaluar la viabilidad del proyecto inmobiliario, se asume que el stock de oficinas ya se encuentran operativas, el riesgo de construcción fue asumido por la constructora o el desarrollador inmobiliario.

La revisión del marco normativo busca identificar si hay alguna limitante para la creación de este instrumento, más no tiene por objetivo determinar si estas normas son las más apropiadas.

1.3.2. Limitaciones

La presente tesis tendrá las siguientes restricciones a nivel de investigación y metodología:

- 1. Acceso restringido a la información de los dueños de las oficinas Premium:** Fue imposible para el equipo de investigación tener contacto directo con los dueños de las oficinas. Dado éste bajo nivel de contacto y la inexistencia de incentivos de los dueños para revelar información a terceros; la estructuración del perfil de los originadores, sus incentivos y expectativas se han basado tomando en cuenta información proporcionada por expertos durante las entrevistas y sobre la base de la revisión de investigaciones previas (Tesis Aprobadas).
- 2. Subjetividad:** Según la metodología de los factores críticos de éxito, para recoger las características que hacen atractivo al instrumento se recomienda el uso de entrevistas, por ende la información recogida tiene un alto grado de subjetividad, sin embargo; se presumen que ésta es veraz y fiable. En cuanto al tamaño de la muestra, el número de entrevistados es producto de una técnica de muestreo no probabilística, denominada muestra por juicio o por propósito; por ello se ha entrevistado a todos aquellos inversionistas potenciales a los que se ha podido tener acceso.

- 3. Disponibilidad de Información sobre oficinas Premium:** No existe información oficial relevante sobre oficinas Premium, por ello se ha recurrido a las publicaciones especializadas en este sector, que se asumen fuentes fidedignas, veraces y que reflejan lo que realmente sucede en el mercado.
- 4. Oportunidades de arbitraje en mercado en equilibrio de oficinas prime:** Para que las oportunidades de arbitraje de tasas se puedan suscitar en un escenario de re-perfilamiento de deuda; se tiene que asumir que el mercado de alquileres de oficinas prime se encuentra en equilibrio y que existen fricciones (como las actuales) para reducir el precio de renta por m². No se analizará la razón de estas fricciones, se asume que existen incentivos especulativos al respecto.

1.4. Estructura

La presente tesis está estructurada por Capítulos, los cuales se resumen en el siguiente de la siguiente manera:

Cuadro #1: Estructura de la Tesis

CAPITULO	TITULO	PROPÓSITO
I	ANTECEDENTES	En el presente capítulo se busca dar una vista global de la presente tesis, incluye los antecedentes históricos del instrumento, su desarrollo en otras economías, el objetivo que se persigue, cuáles son las limitantes y los alcances del desarrollo y las principales conclusiones encontradas.
II	MARCO CONCEPTUAL	En el presente capítulo se define los principales conceptos a usarse en el desarrollo de la tesis
III	MARCO METODOLOGICO	En el presente capítulo se presenta detalladamente la metodología que se aplicará para determinar el atractivo de los THICs, así como cuál es el proceso a seguir para la obtención de los resultados.
IV	MARCO NORMATIVO	En este capítulo se hará la revisión de las normas legales existentes que regulan la estructuración de un Fideicomiso de Inversión y la consiguiente emisión de los certificados de participación, los mecanismos de negociación. Asimismo se hará una revisión sobre las normas precedentes sobre este instrumento.
V	MARCO CONTEXTUAL	En este Capítulo se presenta estadística del sector inmobiliario y el análisis de los principales factores económicos, legales, sociales, políticos y tecnológicos; serán los originadores de que exista un mercado para las THICs
VI	ANÁLISIS DE LA OFERTA Y LA DEMANDA PARA UNA THIC	En el presente capítulo se identificarán qué agentes componen el lado de la oferta de la estructuración del instrumento que será propuesto y qué agentes componen el lado de la demanda
VII	METODOLOGÍA	En el presente capítulo se ejecutarán y aplicarán las metodologías descritas en el capítulo 2 con la finalidad de obtener resultados congruentes, cuantificables y que permitan soportar y argumentar los supuestos e inputs utilizados en la estructuración de las THICs.
VIII	ESTRUCTURACIÓN DE LOS THICs (TÍTULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIOS CORPORATIVOS)	Es este Capítulo se aborda la estructuración final de la FIBRA THIC y de su respectivo instrumento de inversión; así como la evidencia empírica recogida principalmente en las entrevistas y los factores críticos que respaldan la relevancia de este instrumento
IX	VIABILIDAD ECONÓMICA DE LAS THICs	Se procederá a evaluar el valor agregado generado por la FIBRA THIC para los diferentes participantes del esquema; a través de la elaboración de flujos de caja económicos y financieros y la metodología de descuento de flujos
X	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	Se presenta las principales conclusiones y Recomendaciones
XI	BIBLIOGRAFÍA	Se detallan las fuentes bibliográficas consultadas.

1.5. Recolección de Información

La fase de recolección de información requiere preparar los instrumentos para este recoger y registrar la información.

1.5.1. Fuentes Primarias

- **Entrevistas:** Se recoge a través de contacto directo con el público objetivo utilizando como medio un cuestionario aplicado por medio de entrevistas directas a especialistas del sector financiero y representantes de los diferentes participantes de una posible oferta de TIICS.

Entre los entrevistados figuran:

- **Cesar Fuentes** (Esan – Profesor / Edifica)
- **Ricardo Salinas** (Esan - Profesor)
- **Rodolfo Monteza** (Gte de Asset Management – Colliers Int.)
- **Paulo Comitre** (Esan – Profesor / Gte General – La Fiduciaria)
- **Ivanna Loncharich** (Ex - Gte Legal de Titulizadora Peruana S.A.)
- **Jorge Miranda** (Asociado del Estudio Rubio Leguía)
- **Fátima Villavicencio** (Sub-Gte Legal – Leasing y Estructuración – IBK)
- **Ivonne Ramos** (Abogada Sr – División de Asuntos Legales – IBK)
- **Enrique Aguilar** (Jefe Legal – Banca Empresa– IBK)
- **Juan Valdiviezo** (Esan - Profesor / Gte de Inversiones- Protecta)
- **Jorge Farfán** (Esan - Profesor / Asesor Legal Sr. - E&Y)
- **Felipe Goicochea** (Gte de Negocios Fiduciarios - IBK)
- **Jean Pierre Fournier** (Jefe de Estrategia de Inversiones - AFP Integra)
- **Antonio Cevallos** (Ejecutivo de Inversiones Senior - AFP Integra)
- **Juan Pablo Noziglia** (Jefe de Estrategia de Inversiones - AFP Integra)
- **Carlos Gamero Rossel** (Ejecutivo de Inversiones Senior - Profuturo AFP)
- **Georgina Jabbour, CFA** (Gerente de Riesgo de Inversiones - Profuturo AFP)

Las entrevistas son realizadas con la ayuda del esquema del instrumento detallado en la Figura N°23 y sobre la base del cuestionario adjunto en el ANEXO V. Las observaciones y respuestas serán clasificadas y tabuladas como factores críticos de éxito que servirán como inputs para la estructuración de los TIICS.

- **Benchmark y casuística mexicana:** Tanto a nivel normativo como operativo se investiga y describe los procesos de estructuración, emisión, inversión y desinversión de cuatro FIBRAS reconocidas del mercado mexicano, el cual, tiene características similares al mercado peruano respecto a hábitos de consumo y perfil del inversionista.

Las FIBRAS citadas y consultadas son:

- **FIBRA UNO**
- **FIBRA PROLOGIS**
- **FIBRA SENDERO**
- **FIBRA MQ**

Revisión de los prospectos, comunicaciones, dictámenes, estados financieros y reportes actualizados de cada una de ellas para poder identificar los factores críticos de éxito que servirán como inputs para la estructuración de los TIICS.

1.5.2. Fuentes secundarias

Se recogen de las investigaciones realizadas previamente sobre el tema y en base a la consulta de la teoría pertinente en los libros, trabajos de investigación publicados, reportes de mercado, revistas especializadas, artículos de interés y de los casos de éxito de instrumentos similares en otros países.

Asimismo para establecer las características del instrumento a emitir se considera:

- Análisis de Costo de Oportunidad de una TIIC frente a un fondo de inversión inmobiliario.

- Contraste con normativa y restricciones legales vigentes en el país respecto a fondos de inversión inmobiliaria, fideicomisos de titulización y emisión de instrumentos.
- Dimensionamiento del potencial de inversión por tipo de inversionista institucional.
- Recolección de rentabilidad, duración, riesgo y activo subyacente deseado, revelado en las entrevistas a inversionistas institucionales.
- Evaluación de la viabilidad económica del instrumento para cada agente participante de la FIBRA.

1.6. Contribución y Justificación

La presente tesis busca desarrollar un mecanismo alternativo de financiamiento referenciado en la FIBRAS Mexicanas denominada “FIBRA TIIC’s”, que parte de la necesidad de los pequeños y medianos constructores o inmobiliarias (originadores) que poseen dentro de sus activos oficinas Premium y cuentan con un alto grado de apalancamiento, cuyo incentivo principal sea la de re perfilar su deuda, estos originadores transferirán al Fideicomiso de Inversión el derecho de cobro de los alquileres por 10 años, así como la propiedad (el originador “vende” por 10 años la propiedad incluido los flujos) contra lo cual se hará una emisión de un Certificado de Participación, para inversionistas institucionales (AFP’s, aseguradoras, etc), cuya demanda por este tipo de instrumentos se viene incrementando. Para que este instrumento se atractivo frente a otras opciones del mercado, debe ofrecer en términos cuantitativos un rendimiento mayor al 6%, con un plazo de vencimiento de 10 años y en términos cualitativos, la inclusión de un Property Manager reconocido y con capacidad de mejorar los flujos futuros.

CAPITULO II

2. MARCO CONCEPTUAL

En este capítulo se revisa los conceptos fundamentales y necesarios que sustentan la existencia de instrumentos alternativos como los TIICS dentro del mercado de capitales. Se describe a profundidad los títulos valores, los vehículos de inversión, los fideicomisos así como los perfiles de inversión, procesos y las estructuras orientadas específicamente al sector inmobiliario. Bajo la misma línea se describirá la metodología de Factores Críticos de Éxito, herramienta que será utilizada para identificar, clasificar y desarrollar la información normativa, cuantitativa y cualitativa de las diferentes fuentes, las cuales servirán como inputs para la estructuración de los TIICS.

2.1. Título Valor

Según el artículo 1 de la ley de Títulos Valores;

[l]os valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales, tendrán la calidad y los efectos de Título Valor, cuando estén destinados a la circulación, siempre que reúnan los requisitos formales esenciales que, por imperio de la ley, les corresponda según su naturaleza. Las cláusulas que restrinjan o limiten su circulación o el hecho de no haber circulado, no afectan su calidad de título valor (Ley de Títulos Valores, 2000).

2.2. Valor Mobiliario

Según el artículo 255 de la Ley de Títulos Valores, se define a estos;

“Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan. Las emisiones podrán estar agrupadas en clases y series. Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. Los valores sobre los cuales se hayan constituido derechos reales u otra clase de cargos o gravámenes dejan de ser fungibles, no pudiendo ser transados en los mecanismos centralizados de negociación, salvo que se trate de su venta forzosa (Ley de Títulos Valores, 2000).

2.3. Vehículos de Inversión

2.3.1. Definición de un Vehículo de Inversión

El portal de educación financiera de la Superintendencia de Valores de Chile define al Vehículo de Inversión como el conjunto de recursos, bienes o derechos de un grupo de inversionistas, entregado a un tercero para su gestión e inversión en bienes, derechos, valores, u otros instrumentos, sean éstos de carácter financiero o de otro tipo, y siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. (Portal de Educación Financiera de Chile, 2015)

2.3.2. Vehículo de Inversión Estructurado

Un vehículo de inversión estructurado (conocido por su abreviatura SIV, a partir de su denominación en inglés, Structured Investment Vehicle), es una especie de empresa financiera operativa creada con el objetivo de

obtener un margen entre sus activos y pasivos, tal como lo hace un banco tradicional a través de su spread financiero. La estrategia de los SIV's es captar fondos a través de la emisión de valores a corto plazo, como papeles comerciales y bonos corporativos a tasas de interés bajas para posteriormente colocar ese dinero comprando activos a más largo plazo con tasas de interés más altas, atribuyéndose dicha diferencia o "spread" como beneficio.

Usualmente, los activos de largo plazo adquiridos son titulizaciones sobre hipotecas, préstamos vehiculares, préstamos estudiantiles, titulizaciones de tarjetas de crédito y bonos de bancos y empresas. Como consecuencia de esta estructura de "bursatilización", los SIV's fueron considerados como parte del sistema bancario "en la sombra". (Mitchell, 2006)

2.3.3. Características de un Vehículo de Inversión

La principal diferencia entre un SIV y la banca tradicional radica en la intermediación respecto a los depósitos. Por otro lado, no existen garantías gubernamentales de por medio ni servicios financieros adicionales. Finalmente, ambos jugadores del mercado; tanto tenedores como emisores tienen el mismo poder de mercado para definir las tasas de interés. Finalmente, el objeto de crédito también suele ser diferente. Usualmente, inversiones que tengan detrás una garantía real como activos de gran valor y flujos de pago asegurados, sensibles a una titulización y cesión de derechos en garantía.

Respecto a los problemas que pueden presentar estos instrumentos, identificamos el riesgo de solvencia que al igual que la banca tradicional

se puede presentar ante cualquier descalce de mercado. Por ejemplo, puede generarse un problema de solvencia si es que el valor de los títulos de largo plazo que ha adquirido el SIV empieza a decrecer por debajo del valor al que se emitió el título de corto plazo. Otro riesgo que es importante resaltar está relacionado al riesgo de liquidez debido a que se endeuda en corto para invertir en largo; y cualquier retraso en los pagos o probabilidad de impagos, termina afectando la liquidez del SIV. (Mitchell, 2006)

2.3.4. Vehículos de Inversión Inmobiliario

En base a la revisión de la literatura y la información relacionada a los vehículos de inversión y a la diversa gama de productos y servicios que la oferta global tiene en el mercado de instrumentos financieros tanto a nivel regional y mundial; se puede concluir que constituir y gestionar un vehículo de inversión inmobiliario otorga varios beneficios a comparación de una inversión inmobiliaria tradicional:

En primer lugar, permite mejorar los rendimientos generados a partir de inversiones inmobiliarias, gracias a su diversificación geográfica y tipológica.

En segundo lugar, otorga un mejor posicionamiento al inversor dentro del patrimonio, otorgándole así mayor poder de negociación.

Y finalmente, en términos operativos, facilita considerablemente los procedimientos de inversión y desinversión de los participantes del patrimonio

a

través de un instrumento de rápida colocación. Siempre y cuando la demanda del mismo sea significativa y el instrumento se encuentre bien calificado. (Askville, 2013)

2.3.5. Proceso de constitución y gestión de Vehículos de Inversión Inmobiliario

La mayoría de las fuentes bibliográficas consultadas coinciden en el siguiente procedimiento:

- *Para la constitución:*
 - *Análisis normativo*
 - *Diseño Jurídico*
 - *Gestión de permisos y licencias*
 - *Captación de clientes*
- *Para su inversión:*
 - *Diseño de políticas de inversión.*
 - *Búsqueda y selección de activos.*
 - *Negociación de adquisiciones de inmuebles.*
 - *Elaboración de Due Dilligence:*
- *Para su explotación:*
 - *Administración y contabilidad.*
 - *Facturación y gestión de alquileres.*
 - *Gestión de cobros.*
 - *Contratación y control de suministros y consumos.*
 - *Gestión del Mantenimiento.*
 - *Gestión de transformación y rehabilitación.*

- *Para su desinversión:*
 - *Comercialización de los activos.*
 - *El fideicomiso como vehículo de inversión*

Para administrar de la mejor manera un patrimonio, es imperativo buscar alternativas de inversión que proporcionen rendimientos atractivos acordes con el nivel de riesgo que el patrimonio y sus participantes estén dispuestos a asumir. Mientras más grande es el patrimonio, existen más opciones de inversión y a su vez las decisiones de inversión se hacen más complejas.

Las opciones de inversión voluntarias tradicionales desde los depósitos a plazo hasta las acciones; siempre siguen la misma relación entre riesgo y rentabilidad; y están en función a la aversión al riesgo y al horizonte de inversión de cada inversionista. Por otro lado, las inversiones involuntarias tradicionales como los seguros y fondos de pensiones; llevan consigo una estructura similar pero con una administración diferenciada.

Sin embargo, existen figuras de inversión que no están relacionadas a las operaciones de las instituciones financieras tradicionales, que atienden los requerimientos de los inversionistas involucrados, con fines específicos y que la vez forma parte de la masa patrimonial. Se trata del fideicomiso. El fideicomiso observado como el vehículo para lograr las metas de rentabilidad y manejo de los fondos a través de una administración independiente con fines específicos; evitando así problemas de agencia

comunes en otras opciones de inversión e instituciones. (El Economista, 2014)

2.4. Fideicomisos

En términos prácticos un fideicomiso consiste en una relación jurídica que permite ceder los derechos de un bien con la finalidad que sea administrado por un tercero quien luego se encargará de distribuir los recursos generados a un beneficiario quien podría ser en algunos casos el mismo dueño del bien, todo ello sin la intervención directa del beneficiario o del dueño del bien. El fideicomiso se caracteriza por que la propiedad del bien no se pierde, solo se ceden derechos de administración por un tiempo determinado. (Portal del Congreso de la República del Perú, 2007)

Una característica muy importante que tiene el esquema de fideicomisos es la flexibilidad que puede adquirir el contrato, dado que se adapta a las necesidades y requerimientos de todas las partes interesadas.

Entre otras características importantes se puede mencionar (Martin Mato, 2009):

- Es irrevocable, es decir no se puede modificar el contrato con la finalidad de modificar el objetivo del fideicomiso.
- Tiene carácter exclusivo, es decir los derechos indicados en el fideicomiso prevalecen para todo ámbito y persona incluso si no están registrados en el contrato.
- Inembargabilidad, es decir el bien no puede ser embargado a menos que se encuentre especificado en contrato.

- Indelegabilidad, es decir que las responsabilidades de administración por parte del fiduciario no pueden ser delegados.
- Temporalidad, el contrato tiene un límite de tiempo determinado, usualmente el plazo máximo se extiende por 30 años.
- Contrato bilateral, el acuerdo estará dado entre el fideicomitente y el fideicomisario.
- Autónomo y principal, es decir el contrato es único y no depende de contratos adicionales para su validez.

Figura #1: Estructura de un Fideicomiso



Fuente: (Martín Mato, 2009)

2.4.1. Los Fideicomisos de Garantía

El fideicomiso en garantía tiene la finalidad de respaldar o asegurar el financiamiento del fideicomitente, quien realiza la transferencia de un bien a una entidad fiduciaria de tal modo que ésta garantice el cumplimiento de las obligaciones que mantiene con un tercero que vendría a ser el fideicomisario. Ante el incumplimiento de las obligaciones la entidad fiduciaria puede disponer del bien ya sea mediante la venta o la utilización de los flujos que genere, con la finalidad de asegurar el cumplimiento de la obligación pendiente. (Revista UNMSM – Mávila, 2002)

El fideicomitente puede obtener con este tipo de fideicomiso, acceso a financiamiento más barato, debido a que el nivel de riesgo es menor con las condiciones del contrato. Además un mismo bien, puede garantizar distintos financiamientos en la medida que pueda cubrir los créditos y finalmente en caso de incumplimiento, la realización de la garantía se efectúa de forma eficiente sin la necesidad de incurrir en gastos judiciales.

El fideicomisario, por otro lado puede obtener una ejecución rápida de las garantías evitando atravesar por procesos judiciales y obteniendo un precio justo en la realización de las mismas. (Martin Mato, 2009)

2.4.2. Los Fideicomisos de Administración

En este tipo de fideicomiso, el fideicomitente transfiere un determinado bien al fiduciario con la finalidad que este se encargue de la administración del mismo es decir de los pagos de rentas, tributos; entre otros. Las cuales son actividades propias de la administración del bien. En este tipo de fideicomisos los bienes transferidos pueden ser de cualquier tipo diferente al dinero. El fideicomiso de administración mantiene una diferenciación con el de garantía debido a que no asegura o garantiza el pago de una obligación financiera sino que solo tiene como finalidad la administración del bien del tal modo que el fideicomitente pueda ser beneficiado con los activos o flujos derivados de la correcta administración del bien. (Martin Mato, 2009)

2.4.3. Los Fideicomisos de Inversión

En el fideicomiso de inversión el fideicomitente transfiere a la entidad fiduciaria una cantidad de dinero o bienes con instrucciones específicas

para que se realicen inversiones con las mismas, estas instrucciones han sido acordadas por las partes que constituyen el acuerdo. Usualmente en este tipo de fideicomiso se utiliza un factor fiduciario que es especializado en realizar inversiones similares a las que el fideicomiso estipula realizar, de tal modo que se asegure una máxima rentabilidad o beneficio con dichas inversiones. Un ejemplo particular de este tipo de fideicomiso son los fondos de inversiones que están orientados a grupos de personas que desean aportar un monto de dinero con la finalidad de que un grupo de especialistas realice las inversiones mediante las transacciones de instrumentos financieros. (Martín Mato, 2009)

2.4.4. Los Fideicomisos Inmobiliarios

Un fideicomiso inmobiliario tiene como finalidad el aseguramiento de la ejecución y conclusión de un proyecto inmobiliario, para ello es transferido a una entidad fiduciaria un bien inmueble y el dinero necesario para la realización del proyecto. (Revista UNMSM – Mávila , 2002)

En este tipo de fideicomisos existen un grupo de actores interesados que conforman la estructura modelo y que son beneficiados con la realización del proyecto bajo el esquema del fideicomiso, se encuentran los fideicomitentes quienes seden a una entidad autónoma ya sea el terreno, los planos o el dinero del financiamiento y también por otro lado, se encuentran los fideicomisarios que se dividen en dos grupos, fideicomisarios senior quienes firman el contrato del fideicomiso y los fideicomisarios subordinados ya que no forman parte del contrato.

- La empresa inmobiliaria que es la que promueve la realización del proyecto (fideicomitente y a la vez fideicomisario senior).
- La empresa constructora que algunos casos será la misma que la empresa inmobiliaria (fideicomitente y a la vez fideicomisario senior).
- Las personas interesadas en la adquisición de las unidades de viviendas (fideicomisario subordinado).
- El propietario del terreno que en algunos casos será la empresa inmobiliaria (fideicomitente y a la vez fideicomisario senior).
- Las instituciones financieras que financian el proyecto (fideicomitente y a la vez fideicomisario senior).
- Las entidades municipales que se encargan de brindar los permisos y licencias para la construcción. (Martin Mato, 2009)

A continuación se muestra la relación de los participantes del fideicomiso inmobiliario.

Figura #2: Estructura de un Fideicomiso Inmobiliario



Fuente: (Martin Mato, 2009)

2.5. Fideicomisos en Bienes Raíces (FIBRAS) o REIT's (Real Estate Investment Trusts)

Una FIBRA es un vehículo de inversión que otorga el marco jurídico para la adquisición o construcción de bienes inmuebles. Son estructuras que ofrecen a los inversionistas la oportunidad de participar en la propiedad o financiamiento de bienes raíces.

La Bolsa de Valores de México define a las FIBRAS como los valores emitidos por fideicomisos dedicados a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que sean destinados al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de tales bienes, así como otorgar financiamiento para esos fines y que cumplan con los requisitos establecidos en las disposiciones aplicables. (BMV, 2011)

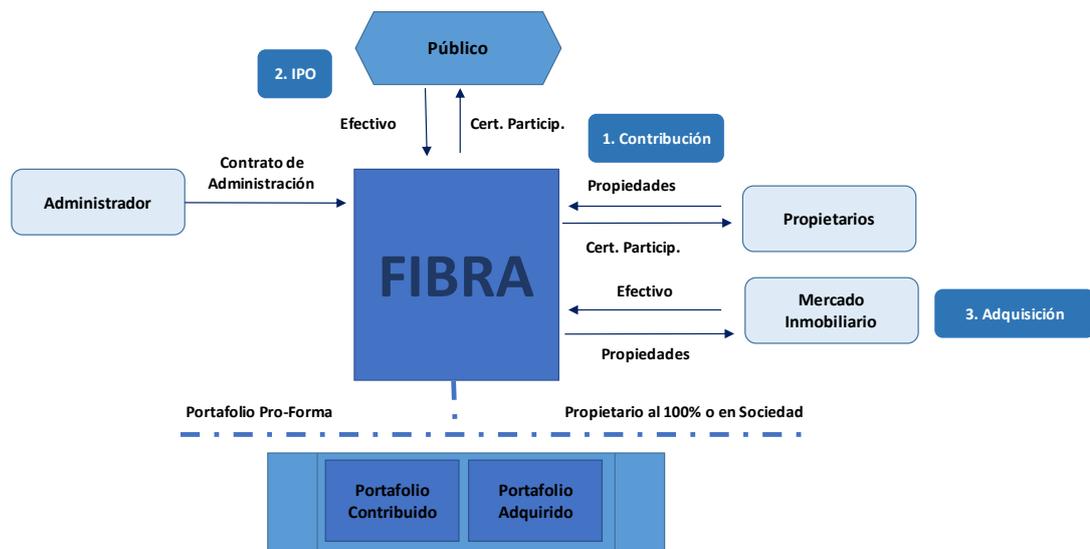
Como ya se ha mencionado, las FIBRAS tienen su antecedente en los *REIT's* (Real Estate Investment Trust's); los cuales fueron creados en 1960 por el Congreso de Estados Unidos para dar a todos los inversionistas la oportunidad de invertir en portafolios diversificados de Bienes Raíces. Estas estructuras permitían a cualquiera invertir en carteras de propiedades a gran escala de la misma manera que invierten en diferentes sectores a través de la compra de acciones. De la misma manera, los accionistas se benefician por ser dueños de acciones en otras empresas mientras que los accionistas de un *REIT* ganan una parte de los ingresos producidos a través de las inversiones en bienes raíces sin tener que salir a comprar o financiar la propiedad. (REIT, 2014).

La mayoría de las REIT's investigadas han financiado proyectos inmobiliarios en todos los sectores, siendo los más representativos los sectores residencial, corporativo (oficinas) y comercial (*shopping center*). (REIT, 2014).

2.5.1. Estructura de una FIBRA

En la Figura # 3 se muestra la estructura general de una FIBRA; dentro de las características principales se encuentra a cesión o transferencia de propiedades por parte de los dueños de los inmuebles contra los cuales se le otorgan Certificados de Participación (en adelante CP's). Por otro lado, a través de la emisión pública de CP's, los inversionistas otorgan financiamiento a la FIBRA a cambio de éstos. De esta forma, se genera una co-propiedad con los tenedores, ya sea por ser expropietarios de los inmuebles así como los tenedores de los títulos valores emitidos. Con el fondeo obtenido, se logran adquirir nuevas propiedades. Paralelamente a esto, se contrata a un administrador, quien además gestiona las asesorías y la representatividad del fideicomiso. (Del Barrio, 2013).

Figura #3: Estructura de una FIBRA



Fuente: (Del Barrio, 2013)

2.5.2. Gobierno Corporativo en una FIBRA

En relación con el Gobierno corporativo, la Superintendencia de Valores de México (SVM) recomienda que la FIBRA debe establecer un comité técnico en el cual por lo menos se tenga un 25% de miembros independientes. No existe aún un marco normativo respecto al Gobierno Corporativo de una FIBRA para el Perú y tampoco se ha pronunciado la SMV al respecto. Como se conoce, sólo se ha legislado en materia fiscal y tributaria al respecto y sólo parcialmente. La normativa de la SVM indica lo siguiente en materia de Gobierno Coporativo:

[I]a independencia se calificará respecto del fideicomitente así como de la sociedad que administre el patrimonio del fideicomiso o a quien se encomienden dichas funciones. Igualmente, el documento constitutivo del fideicomiso emisor y los documentos de la emisión conducentes, deberán prever las facultades del comité técnico a que se refiere la presente fracción. Los miembros del comité técnico podrán celebrar convenios para ejercer el derecho de voto en sus sesiones. Tales convenios y sus características deberán notificarse al fiduciario, dentro de los cinco días hábiles siguientes al de su concertación, para que sean revelados por este último al público inversionista a través de las bolsas de valores en donde coticen los certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios de que se trate (Ley del Mercado de Valores Mexicana, 2005).

Un elemento importante a considerar es el período de tenencia de los certificados de participación. En ésta se clasifican como periodos de “*lock-up*”, al periodo en el que los tenedores originales no pueden vender su

certificado. Por lo general es entre 0 y 180 días. Luego de los 181 días y hasta los 2 años sólo se puede vender el 10% de la participación. Luego de 2 años se puede vender entre el 50% y 80% de la participación. (BBVA Bancomer - Prospecto de Colocación Fibra Macquarie, 2013).

CAPITULO III

3. MARCO METODOLÓGICO

3.1. Metodología: Benchmarking

Existen muchas maneras de definir el benchmarking dependiendo de la materia en la cual se está utilizando. En gran parte de la literatura existente, relacionada a productos y organizaciones; se define como una estrategia de comparación que ofrece alternativas de pensamiento acerca de un fenómeno específico, sobre la base de un punto de referencia. (Spendolini, 1992).

3.1.1. El proceso del Benchmarking

El benchmarking tiene un proceso simple en el cual participan, por lo general, dos o más agentes. Un agente que se denominará como “objeto de análisis”; que es el producto u organización que se busca mejorar y por otro lado se encuentra el modelo de referencia o también conocido como “benchmark”.

Todo empieza con la selección de los candidatos a ser tomados como grupo de referencia o “benchmark” y con el posterior proceso de análisis de los mismos.

El proceso de análisis suele estar clasificado en dos tipos, dependiendo de las variables que son analizadas, de la recolección de información y de la forma en que éstas son contrastadas. Puede ser explícito o implícito. Se considera explícito cuando las variables analizadas y comparadas son enfatizadas en similitudes y diferencias entre el objeto de referencia y el benchmark. En base a ese análisis se procede a desarrollar un plan de

mejora o alineamiento, en el cual se busca es acercarse al benchmark deseado.

Se considera implícito cuando no se especifican las variables que serán analizadas y comparadas sino que se determinan en función al cuestionamiento del modelo de referencia primero. Luego de obtener las respuestas a los cuestionamientos del modelo de referencia; se busca la existencia de las mismas en el objeto de análisis y se plantea el plan de mejora o alineamiento. (Ellis & Moore, 2016)

3.1.2. El Benchmarking Corporativo

El benchmarking corporativo, o también llamado organizacional, tiene un proceso específico que se detalla a continuación (Ammons, 1999):

- Decidir qué proceso pasará por benchmarking
- Estudiar el proceso en la organización objetivo (objeto de análisis)
- Identificar las organizaciones que serían los “benchmark partners”
- Analizar el proceso del benchmarking y marcar las diferencias.
- Enumerar las mejores prácticas del benchmark
- Estructurar un plan de ejecución

3.2. Metodología: Los Factores Críticos de Éxito

3.2.1. Antecedentes

Con el pasar del tiempo, la mayoría de gerentes se enfrentan a un ambiente de negocios más complejo y con una considerable cantidad de

información. Por tal motivo, es necesario acceder a información pertinente que les permitan tomar las mejores decisiones. De la misma manera, es importante contar con un método que permita determinar con precisión qué información es la más necesaria para tales fines.

El método de Factores Críticos (o Claves) de Éxito; en adelante “FCE” es uno de los métodos más prácticos y fáciles de utilizar.

Rockhart define a los FCE como “[l]as áreas o factores cuya óptima gestión y resultados competitivos; permitirán a cualquier gerente lograr las metas trazadas” (Rockhart, 1981).

La aplicación directa de los FCE siempre estuvo relacionada al management y al planeamiento estratégico. No obstante, ésta metodología puede usarse para identificar atributos críticos y necesarios para que un instrumento financiero tenga éxito tanto en su emisión, colocación; como en su performance en el mercado de capitales. (Rockhart, 1981)

3.2.2. Fuentes de Información de los Factores Críticos de Éxito

Rockhart señala que el origen de la información para constituir los FCE provienen de distintas fuentes, todas ellas impactan directamente en la organización, producto o en el caso de la presente tesis; al instrumento financiero que será estructurado. Las principales fuentes son:

- Industria o Sector
- Estrategia
- Ambiente
- Tiempo
- Posicionamiento

3.2.3. La revisión de los FCE de Caralli

Caralli en su libro titulado “The Critical Success Factor Method: Establishing a Foundation for Enterprise Security Management”; afirma que para que el planeamiento estratégico sea exitoso, las organizaciones deben seguir un set de objetivos o metas que ayuden a desarrollarlo; de la mano con la misión y la visión de la compañía. (Caralli, 2004)

Una forma inteligente y práctica de ejecutar y tangibilizar el enunciado detallado anteriormente, es a través de la identificación de los Factores Claves (o Críticos) de Éxito (FCE) de la compañía o división que se esté analizando. Factores que ya fueron definidos por Rockhart y que Caralli reactiva en el siglo XXI debido a su fácil manejo y practicidad en términos metodológicos.

Sin embargo, el autor profundiza mucho más en el alineamiento de lo que define como “business drivers” ó “impulsores de negocio” que son la misión y la estrategia principal de la compañía conjuntamente con los FCE. De la misma manera, estudia la aplicación de los FCE en diferentes campos donde existiese tecnología de la información. Analiza el trabajo de investigación realizado por James Dobbins y Richard Donnelly (Dobbins, 1998), quienes identifican la aplicación de esta metodología para optimizar la gestión gubernamental.

Posteriormente a éstos y otros estudios especializados, Caralli llega a la conclusión de que los FCE tienen un mayor campo de acción y que son en realidad los lineamientos o los principios guías del esfuerzo que debe realizarse para asegurar el éxito del agente, instrumento, producto,

servicio, ejecutivo, compañía e incluso país que tiene un objetivo ó meta. Se aplica a cualquier dimensión y no necesariamente al campo del planeamiento estratégico.

La practicidad de los FCE es lo que la hacen atractivas para que cualquier funcionario puede gestionarlas de manera intuitiva, repetidamente e incluso con seguimientos constantes con la finalidad de mantenerse competitivo. Caralli cita a J. Meyer (Meyer, 2004) y hace una diferenciación entre los FCE y las metas definidas de una compañía o entidad (Goals). Indica que las metas deben ser “SMART” (Specific, measurable, achievable, realistic and tangible); es decir: específicas, medibles, alcanzables, realistas y tangibles. Mientras que los FCE son ideas más concretas.

Finalmente, Caralli identifica los distintos tipos y niveles de FCE y los clasifica según el cuadro adjunto:

Tabla #2: Fuentes y Tipos de FCE

Tipo de CSF	Fuente de la CSF				
	Industriales	Competidores	Ambientales	Temporales	Managment
Empresariales	Tienen fuerte influencia sobre las CSF's empresariales que están a nivel de los puestos ejecutivos y gerenciales que tienen responsabilidad directa para intertaccional con los factores externos de la industria.	La plana gerencial debe estar informado y al tanto de la posición competitiva de la organización y calcular como asegura e incrementa dicha participación.	Factores como la estacionalidad ó el ambiente geopolítico afecta directamente el planeamiento de largo plazo de una organización.	Un problema temporal ó un cambio brusco en la estructura de la organización pueden afectar considerablemente las CSF's de la organización.	Las CSF empresariales reflejan las responsabilidades específicas de los altos directivos y gerentes. Por lo general, están relacionados a roles como: Risk Management, Finacial Management e Interacción con Shareholders.
Operacionales	Los CSF's industriales pueden influenciar a los niveles operacionales de la compañía, sobre todo si una división en particular es afectada. No obstante, desde un nivel operacional no se puede afectar mucho a los niveles Industriales.	Los niveles operacionales tienen menos responsabilidad por la posición competitiva. No obstante, si la diferencia competitiva es un factor operacional. La CSF se vuelve la más importante.	Los CSF's ambientales se filtrarán y bajarán a niveles operacionales siempre.	Cuando los cambios temporales o estructurales de la organización se filtran hacia niveles operacionales. Se debe a que existen factores difíciles de manejar. Manejar bien esos factores la vuelve en una CSF.	La CSF's operacionales están altamente influenciadas por los niveles operacionales de la CSF's suelen reflejar las acciones a diferentes niveles gerenciales.

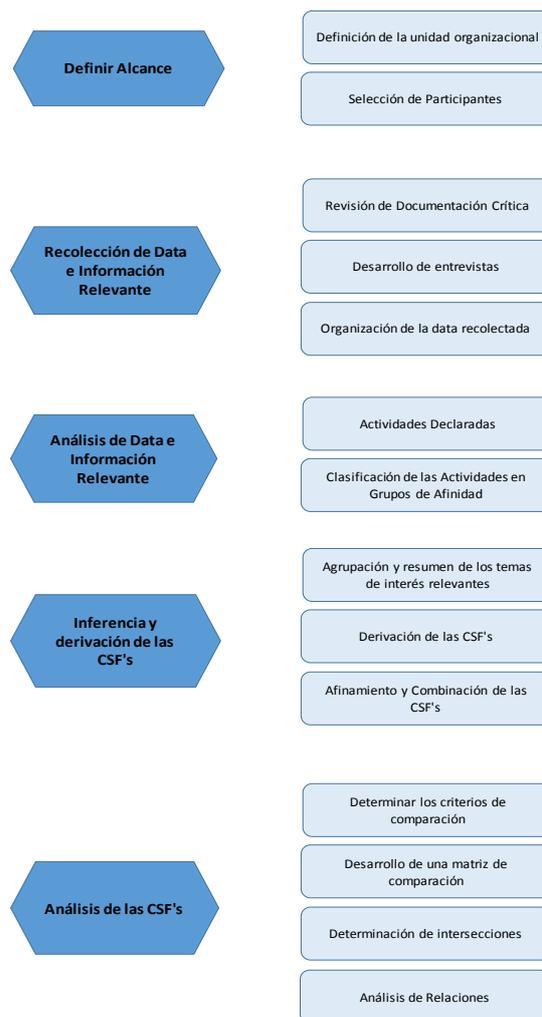
Fuente: (Rockhart, 1981)

3.2.4. La metodología FCE

Caralli comenta que la metodología de FCE le otorga a los gerentes o tomadores de decisiones un sexto sentido para lograr los objetivos de manera exitosa.

La aplicación metodológica de los FCE considera cinco actividades principales:

Figura #4: Metodología de Factores Claves o Críticos de Éxito de Caralli



Fuente: Caralli, 2004

Se podrá consultar mayor detalle de la aplicación de la metodología en el Anexo N° 4.

3.3. Metodología: Costo de Oportunidad

La metodología del costo de oportunidad se utiliza en varios procesos de toma de decisiones, tanto a nivel personal como organizacional.

El proceso cuenta con un decisor y alternativas de decisión. En el mejor de los escenarios, el decisor enlista las posibles alternativas y calcula los resultados esperados de cada uno. Las de menor resultado son eliminadas hasta llegar a la mejor. El proceso de eliminación de las alternativas ya es un proceso de análisis de costo de oportunidad. (Becker, Ronen & Sorter, 1974)

Frederich von Wieser en el siglo pasado define el primer concepto de costo de oportunidad como "... el valor de un factor de producción en términos de su coste de oportunidad, es el ingreso neto generado por el factor en su mejor uso alternativo..." (Burch y Henry, 1974).

Considerando el análisis de costo de oportunidad en función a lo indicado, se establecerá en la presente tesis un análisis del costo de oportunidad de los TIICS frente a otras estructuras de financiamiento e instrumentos de inversión. Esto con la finalidad de identificar sus ventajas sobre los otros, existentes ya en el mercado local o internacional, para los originadores e inversionistas institucionales, respectivamente.

3.4. Terminología: Sector Inmobiliario de Oficinas

Para entender al sector inmobiliario de Oficinas, es importante definir parte de la terminología a ser usada en el presente análisis, el cual ha sido tomado

de dos fuentes importantes como son los reportes de Research de Binswanger Peru y Colliers International sobre el sector inmobiliario de oficinas y detallada a continuación:

- Mercado Prime: Compuesto por edificios de oficinas de tipo A+ y A.
- Inventario/Stock: Total de metros cuadrados (m²) de oficinas terminados, entregados y operativos en el mercado.
- Oferta Futura: Total de m² de oficinas que están en construcción o en etapa de proyecto, con planes de ser entregados al mercado.
- Absorción Bruta: Total de m² de oficinas que se ocupan durante un período definido de tiempo.
- Absorción Neta: Considera la ocupación y desocupación de oficinas disponibles dentro del mismo periodo. Forma parte de la absorción bruta y siempre es menor.
- Area Bruta Rentable (ABR): Total de m² de oficinas aptos para la renta. (Incluye el inventario entregado y disponible exclusivamente para operaciones de arrendamiento)
- Disponibilidad: Total de m² de oficinas desocupados o disponibles para ser arrendados o vendidos.
- Precios de Lista: Precios sujetos a negociación (“Asking Prices”). Este monto no incluye impuestos ni gastos de mantenimiento.
- Precios de Cierre: Precios a los cuales se concretan transacciones de arrendamiento o venta en el mercado. Este monto no incluye impuestos ni gastos de mantenimiento. (Colliers International, 2015)

CAPITULO IV

4. MARCO NORMATIVO

En este capítulo se hará la revisión de las normas legales existentes que regulan los Fideicomisos de Inversión y la consiguiente emisión de los certificados de participación, los mecanismos de negociación. Asimismo se hará una revisión sobre las normas precedentes sobre este instrumento.

4.1. Antecedentes- Certificados De Participación Metro Cuadrado

Si nos remontamos años atrás en 1989 en el Perú se publicó el reglamento (RS_ 00022-1989 -Reglamento de Certificados de Participación Metro Cuadrado) que podría entenderse como el primer intento de establecer los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces, en este se define la característica del título valor:

- **Certificados De Participación Metro Cuadrado:**

[a]utorícese a las Mutuales de Vivienda, Banco de la Vivienda del Perú y Banco Central Hipotecario del Perú, así como a otras entidades públicas y privadas, facultadas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, a emitir títulos denominados "Certificados de Participación Metro Cuadrado", representativos del derecho de propiedad sobre inmuebles destinados a vivienda o a uso comercial, a edificarse con los recursos que capten a través de la colocación del referido título valor (Reglamento de Certificados de Participación Metro Cuadrado, 1989).

- **Emisión:** La emisión de los Certificados de Participación Metro Cuadrado, se hará constar en escritura pública, con la intervención del fideicomisario, cuando corresponda.
- **Título:** Los "Certificados de Participación Metro Cuadrado" constarán en un título a la orden, libremente transferible y tendrán el valor del metro cuadrado construido del inmueble para cuyo financiamiento fuera colocado. Dicho valor se reajustará automáticamente conforme al Índice publicado trimestralmente por el Consejo de Reajuste de los Precios de la Construcción, CREPCO.

El reglamento señala que estos certificados deberán contar con la autorización de la SMV para su emisión a través de oferta pública, su colocación primaria será a valor nominal o par, el cual ira ajustándose según el Índice de Reajuste de CREPCO del mes anterior, asimismo la renta que generen y el reajuste posterior de valor estarán exentos del pago de Impuesto a la Renta.

4.2. Certificado de Participación (Título de Inversión Inmobiliaria Corporativa)

Las normas legales que permiten el desarrollo del instrumento propuesto en la presente tesis son:

- a) Ley de Mercado de Valores N°**
- b) Texto Unico Ordenado (TUO) de la Ley Del Mercado De Valores (DS N° 0093-2002)**
- c) Ley de General del Sistema Financiero N° 26702**
- d) Ley de Títulos Valores N° 27287**

- e) **Resolución SBS 1010 -99 Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de servicios Fiduciarios**
- f) **RSMV 00029-2014 -Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras.**

Para la emisión de Certificados de Participación (TIICS) que emulan los Certificados Bursátiles Fiduciario Inmobiliarios (CBFI's) emitidos por las FIBRAS a través de la bolsa de valores de México, se debe constituir un Fideicomiso de Inversión y luego emitir los valores mobiliarios:

4.2.1. Constitución del Fideicomiso de Inversión

Tomando como base la Ley del Sistema Financiero y sobretodo el Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, que si bien no define de manera directa al Fideicomiso de Inversión, señala:

[a]rtículo 22°. – Otras clases de fideicomiso Sin perjuicio de lo dispuesto en el presente Título se podrán constituir otras clases de fideicomiso, las cuales están sujetas a las disposiciones de la Ley General, del presente Reglamento y de las demás normas que emita esta Superintendencia sobre la materia (Resolución SBS N° 1010, 1999).

El contrato entre el Fideicomitente y la Empresa Fiduciaria es la partida de nacimiento del Fideicomiso cualquiera sea este su tipo, este contrato debe ser formalizado mediante instrumento privado o protocolizado notarialmente (artículo 246, Ley del Sistema Financiero).

4.2.2. Emisión de los certificados de participación (TIICs)

Los certificados de participación son un tipo valor mobiliario; el artículo 255 de la Ley de Valores define que son los valores mobiliarios:

“...son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan. Las emisiones podrán estar agrupadas en clases y series. Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. Los valores sobre los cuales se hayan constituido derechos reales u otra clase de cargos o gravámenes dejan de ser fungibles, no pudiendo ser transados en los mecanismos centralizados de negociación, salvo que se trate de su venta forzosa (Ley de Valores de la SMV, 1999).

“Los valores mobiliarios podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor o, en su caso, de patrimonios autónomos o fideicometidos. Podrán también representar derechos o índices referidos a otros valores mobiliarios e instrumentos financieros, o la combinación de los derechos antes señalados o los que la ley permita y/o los que las autoridades señaladas en el Artículo 285 determinen y autoricen (Ley de Valores de la SMV, 1999).

Las TIIC's son valores mobiliarios que confieren derechos sobre la participación del capital a sus titulares, por naturaleza corresponde a los certificados de participación que tienen las siguientes características (Resolución SBS N° 1010, 1999):

- Son emitidos por el fiduciario a la orden de fideicomisarios determinados.
- Los fideicomisarios determinados pueden transferir sus certificados a personas que no se encuentren impedidas por la ley o por el acto constitutivo.
- En caso de la transferencia por medios diferentes al endoso, el cesionario adquiere todos los derechos, pero los sujeta a las excepciones personales que el cedido habría podido oponer al cedente antes de la transferencia.
- Las disposiciones de la Ley de Títulos Valores relativas al endoso y las correspondientes al robo, extravío o deterioro de títulos valores serán aplicables a los certificados de participación, en lo que fueran pertinentes.

Asimismo el artículo 255 de la ley de mercado de valores señala la forma de en qué estos valores pueden ser negociados:

“Los valores mobiliarios son libremente negociables, en forma privada o mediante oferta pública a través de los mecanismos centralizados de negociación respectivos o fuera de ellos, observando la ley de la materia (Ley de Valores de la SMV, 1999).

En cuanto a la emisión; La emisión de estos valores con respaldo en un patrimonio fideicometido se sujeta a lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores (artículo 260- Ley 26702), para la presente tesis se plantea una emisión con oferta privada puesto que la oferta está dirigida a

inversionistas institucionales (artículo 5 – TUO de la Ley de Mercado de Valores).

4.2.3. Certificados de Participación- Fondos de Inversión de Bienes Raíces

La SMV incentivada por incrementar la participación del pequeño inversionistas promovió el Reglamento (RSMV 00029-2014) que hace referencia a un tipo específico de Fondo de Inversión que pueden emitir certificados de participación; estos fondos son denominados, “Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles – FIBRAS”. El Fondo incluirá la denominación “Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles”, cuando sus certificados de participación hayan sido colocados por oferta pública primaria y su objetivo de inversión sea la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso, y siempre que se cumpla, además, con los siguientes requisitos:

- Al menos, que el setenta por ciento (70%) del patrimonio del fondo esté invertido en activos propios a su objeto de inversión y el remanente en depósitos en entidades bancarias, instrumentos representativos de éstos o en instrumentos representativos de deuda emitidos por el Gobierno Central o por el Banco Central de Reserva del Perú.
- Los bienes inmuebles adquiridos o construidos por cuenta del fondo para arrendar podrán ser enajenados únicamente transcurridos los cuatro ejercicios siguientes a aquel en que fueron adquiridos o en que fue terminada su construcción, según corresponda.

- La Sociedad Administradora debe distribuir anualmente entre los partícipes al menos el noventa y cinco por ciento (95%) de las utilidades netas del ejercicio del Fondo.
- Los fondos de inversión que no cumplan con todas las características mencionadas, no podrán denominarse “Fondo de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles”.

Con la finalidad de promover los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles y dinamizar la inversión privada, el 24 de Agosto del 2015 el poder legislativo aprobó el decreto N° 1188, el cual busca otorgar incentivos fiscales para el periodo 2016-2019:

Impuesto a la Renta, el cambio fundamental en la norma en cuanto al pago del Impuesto a la Renta:

- La enajenación producto del aporte del bien al fondo de Inversión se realiza en la fecha en que; El fondo de inversión transfiere en propiedad a un tercero o a un partícipe, el bien inmueble a cualquier título; El partícipe transfiera a cualquier título, cualquiera de los certificados de participación emitidos por el Fondo de Inversión como consecuencia del aporte del inmueble.
- Para el cálculo del Impuesto de la Renta se considera el valor de enajenación al valor de mercado a la fecha de transferencia, es decir al valor de suscripción especificado en el certificado y el costo computable registrado en dicha fecha, a fin de acelerar el proceso de constitución no es necesario que el partícipe muestre

el comprobante del pago del Impuesto a la Renta ante notario público, para la elevación a Escritura Pública a minuta.

En cuanto al **Impuesto de Alcabala**, se realizará en la fecha en que:

- El bien inmueble sea transferido en propiedad, a título oneroso o gratuito por el Fondo de Inversión.
- La transferencia a título oneroso o gratuito de cualquiera de los certificados emitidos por el Fondo de Inversión a consecuencia del aporte del inmueble.

En ambos casos se logra diferir al pago del impuesto hasta la fecha en suceda la transferencia del bien o de los certificados otorgando mayor liquidez a los Fondos y creando un incentivo de ingreso a este tipo de inversión de la personas naturales.

Cabe comentar que tras haber transcurrido pocos meses aún no hay un impacto sobre el mercado.

La diferencia entre el instrumento propuesto en esta tesis (TIICS) y los promovidos por la SMV son; las TIICS son de oferta privada y destinados a inversionistas institucionales, provienen de un Fideicomiso de Inversión cuyo subyacente son los alquileres de las oficinas Premium, no tienen incentivos tributarios puesto que el público objetivo son los inversionistas institucionales.

CAPITULO IV

5. MARCO CONTEXTUAL

Considerando que el instrumento que se está estructurando fue originado en una realidad completamente diferente a la local, es de suma importancia analizar el contexto en el cual se estaría desarrollando y poder identificar similitudes y diferencias entre ellos. A su vez, es de gran relevancia conocer la estadística actual del sector inmobiliario de oficinas así como sus características principales. Finalmente, el análisis de los principales factores económicos, legales, sociales, políticos y tecnológicos; serán los originadores de que exista un mercado para los TIICS.

5.1. Antecedentes

La evolución del sector inmobiliario en el Perú ha mostrado un importante desarrollo como consecuencia del buen dinamismo del crecimiento económico del país. El crecimiento viene desde el año 1994, el cual fue interrumpido por los efectos negativos de la crisis asiática a fines de la década de los 90's y de la inestabilidad política a inicios del 2000. Luego de estos efectos, el sector entró en un periodo de crisis y se registró una fuerte contracción en la edificación de viviendas, oficinas y locales comerciales.

Sin embargo, a partir del año 1998 se creó el Fondo Mi Vivienda, haciendo uso de los recursos del Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI), con el propósito de impulsar el mercado inmobiliario de viviendas; no obstante, este mecanismo recién fue mejorado en el 2001. En el 2006, el Fondo Mi Vivienda se quedó sin recursos y pasó a cumplir el rol de garante de los préstamos, mientras que los créditos pasaron a ser financiados directamente por el

sistema financiero. De otro lado, fueron creados los programas Techo Propio y Mi Hogar.

Desde el año 2002 y gracias al boom de crecimiento que vivió el país, el sector inmobiliario también se vio beneficiado por el mismo. Por ello, la demanda de viviendas se vio favorecida por la mayor capacidad adquisitiva de la población y las mayores facilidades para la obtención de créditos hipotecarios, elevando el déficit de viviendas. La actividad edificadora de oficinas también se ha visto favorecida por la creciente demanda de empresas locales y extranjeras en un contexto de rápido crecimiento económico. Y finalmente, y de la mano con el crecimiento de la capacidad adquisitiva y dinamismo comercial, se logró una mayor penetración de centros comerciales.

Durante el 2009 e inicios del 2010, el sector inmobiliario no fue ajeno a los efectos de la crisis financiera internacional, contrayendo la demanda de inmuebles, reduciendo la oferta inmobiliaria por la limitación a la inversión y por último la imposición de condiciones crediticias más exigentes.

Las elecciones presidenciales del 2011, también causaron impactos similares a los del 2009, pero en un menor grado, luego de que se estableciera un marco político más alejado del modelo venezolano.

En el 2012, ante el incremento de las tasas y una “posible burbuja inmobiliaria” la SBS tomó medidas de precaución y elevó el requerimiento de capital por riesgo de crédito. Además, se añadieron las elevaciones de los encajes por parte del BCRP.

En el 2014, a raíz de la desaceleración económica, el Gobierno promulgó una serie de paquetes económicos reactivadores con el fin de retomar altas tasas de crecimiento en el corto plazo relacionadas a la depreciación de las edificaciones (de 5% a 20%) así como la promulgación de la ley del leasing inmobiliario. Se espera un impacto de mejora alrededor del 0,12% del PBI. (Maximize – Caser, 2015)

5.2. Marco Económico

Considerando que el principal inquilino de los activos subyacentes son empresas; el crecimiento y desarrollo de la economía local es una variable crítica que debe ser analizada en los diferentes enfoques otorgados a continuación; pues de ellos dependerá la demanda por oficinas prime, el precio que estén dispuestos a pagar arrendarlas y la capacidad de re-pago de los financiamientos relacionados a estos proyectos.

5.2.1. Crecimiento económico

A pesar del escenario de desaceleración promedio que lleva la región y el país; la tasa de crecimiento del tercer trimestre ha sido de 3% y se espera que la tasa al cierre del 2015 se estime entre 2.5% y 3%. El principal factor que impulsa el crecimiento es la mayor producción minera metálica; gracias a los nuevos yacimientos y proyectos mineros. (Constancia, Toromocho, Antamina; entre otros) (BBVA Research, 2015)

El sector servicios y comercio vienen expandiéndose considerablemente y aportando al PBI; mientras que el sector construcción viene mostrando retrocesos vinculados a: (i) los bajos niveles de ejecución de obras

públicas, (ii) desarrollos inmobiliarios más lentos, y (iii) un posible menor gasto en autoconstrucción en un contexto de enfriamiento del mercado laboral.

Por otro lado, el consumo e inversión privada han decrecido 4.5% en términos trimestrales; continuando con la caída de seis meses consecutivos. Éste comportamiento se debe a la menor inversión minera y la cautela del sector privado frente a débiles resultados de crecimiento económico y la incertidumbre vinculada a la volatilidad en los mercados externos y al ruido político. (BBVA Research, 2015)

5.2.2. Mercado Cambiario

En términos del tipo de cambio, la depreciación ha sido considerable; llegando a cerca de 12% en lo que va del año y se espera un debilitamiento mayor en los meses. Luego del incremento de la tasa de interés de referencia de la FED se incrementaron las presiones al alza sobre el tipo de cambio. El Banco Central intervino en el mercado buscando ordenar el proceso de depreciación, pero de manera menos agresiva que en oportunidades anteriores. Se estima un tipo de cambio de 3.5 en promedio para el año 2016. (BBVA Research, 2015)

5.2.3. Inflación

La inflación se encuentra alrededor del 3.7%, por encima de la meta del BCR. El desvío está explicado principalmente por las presiones cambiarias dado que no existe un impulso fuerte a nivel real. Quizás con la presión del fenómeno de El Niño, la inflación podría incrementarse hasta un 3.9% como máximo. (BBVA Research, 2015)

5.2.4. Proyecciones para el 2016

Según BBVA Research se proyecta que la actividad económica crezca 2.5% en el año 2016. Este resultado estaría soportado en la mayor producción de cobre gracias a: (i) Los proyectos de Toromocho, Constancia, Las Bambas y Cerro Verde, (ii) La construcción de grandes obras de infraestructura como la Línea 2 del Metro de Lima, el gasoducto en el sur de Perú, el Nudo Energético, y la modernización de la refinería de Talara. No obstante, éstos resultados podrían afectarse negativamente ante un escenario electoral de incertidumbre que frenará a la inversión privada hasta mediados del año 2016. El Fenómeno del Niño también es un desacelerador probable de estos resultados. (BBVA Research, 2015)

5.2.5. Escenario Externo que afecta al Perú

El entorno externo que afecta al Perú, viene deteriorándose durante los últimos años. La incertidumbre sobre la capacidad que tiene China para soportar tasas de crecimiento más bajas junto al alza de las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos han impactado considerablemente sobre el descenso de los precios de las materias primas y un mayor riesgo sobre las economías emergentes. Esto genera salida de capitales, depreciación de las monedas y una mayor debilidad financiera para el país. (BBVA Research, 2015)

Figura #5: Crecimiento del PBI del Perú

PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research, 2015

5.3. Marco Político

El ámbito político es medido a través de los siguientes elementos:

5.3.1. Calificación de Riesgo

Según el Ministerio de Economía y Finanzas las clasificadoras han llegado al conceso que las perspectivas del Perú son Estables, asimismo la Deuda a largo Plazo en moneda nacional y moneda extranjera alcanzan una clasificación que va entre bajo grado de inversión (BBB+) hasta alto grado de inversión (A3).

Figura #6: Calificación de la Deuda Soberana

País	Tipo de Deuda	MOODY'S	S&P	FITCH	DBRS	NICE
Perú	Largo Plazo MN	A3	A-	A-	BBB(H)	A-
Perú	Largo Plazo ME	A3	BBB+	BBB+	BBB(H)	BBB+

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas – abril 2016

En comparación a la perspectiva de otros países América Latina; Chile, Uruguay y Perú son los países en los cuales entre las clasificadoras hay mutuo acuerdo sobre las perspectivas estables de estos.

Figura #7: Perspectivas según Calificadora

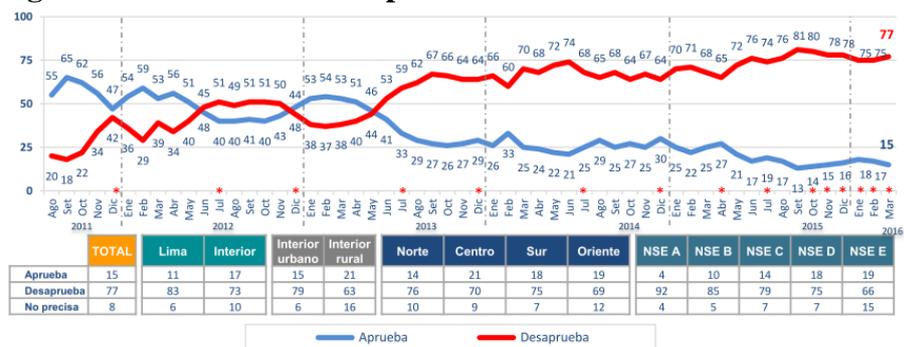
PAÍSES	MOODY'S	S&P	FITCH	DBRS	NICE
ARGENTINA	Positivo	Estable	Negativo	Negativo	Negativo
BOLIVIA	Estable	Estable	Estable	-	-
BRASIL	Negativo	Negativo	Negativo	Estable	Negativo
CHILE	Estable	Estable	Estable	Estable	-
COLOMBIA	Estable	Negativo	Estable	Estable	-
COSTA RICA	Negativo	Negativo	Negativo	-	-
ECUADOR	Estable	Estable	Estable	-	-
EL SALVADOR	Negativo	Estable	Estable	-	-
MÉXICO	Negativo	Estable	Estable	Estable	Estable
PANAMÁ	Estable	Estable	Estable	-	-
PARAGUAY	Estable	Positivo	Estable	-	-
PERÚ	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable
URUGUAY	Estable	Estable	Estable	Estable	-
VENEZUELA	Estable	Negativo	Negativo	-	-

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas – abril 2016

5.3.2. Aprobación Presidencial

Según Fitch Rating, Existía cierto temor que al finalizar su mandato el presidente Ollanta asuma una postura más populista, incrementando significativamente el gasto social sin embargo este incremento ha sido moderado, viéndose reflejado en la popularidad del presidente medido a través de la aprobación presidencial, el cual ha alcanzado los niveles más bajos desde el inicio de su mandato, (77% de desaprobación a Mar-2016).

Figura #8: Evolución de la aprobación Presidencial en el Perú



Fuente: Ipsos- Opinión data N° 201 (21 de marzo del 2016)

5.3.3. Escenario Político

Dados los resultados de la ONPE al 95.55%, se ratifica en primer lugar de las elecciones en primera vuelta a Keiko Fujimori con 39.81 %; seguida por Pedro Pablo Kuczynski con 20.99% y Verónica Mendoza con 18.83%. (Portal de la ONPE, Abril 2016) Con este resultado, el modelo neo-liberal se asegura para los próximos 5 años de gobierno; brindando serenidad y confianza a los inversionistas y mercados internacionales. Resultado que se refleja en el rebote del tipo de cambio y la mejora del IGBVL.

Este escenario político y de legislación pro-mercado aparece como el escenario propicio para el desarrollo de nuevos instrumentos como los TIICS.

5.4. Marco Tecnológico

Existe una correlación directa entre el desarrollo tecnológico y el crecimiento del sector inmobiliario; ambos correlacionados a su vez con el crecimiento económico de un país. El aporte de la tecnología al sector inmobiliario es considerablemente alto; gracias a la mayor rotación, comercialización y publicación de oportunidades de compra y arrendamiento inmobiliario en el mundo, a través de los distintos medios digitales. Según el reporte de la investigación realizada por la organización “LaMudi” en México; el 11% de sus habitantes poseen un Smartphone o Tablet, a diferencia de Brasil y Argentina, cuyos ratios bordean los 9% y 8% respectivamente.

De estos porcentajes, el crecimiento de búsquedas de inmuebles a través de este medio fue de 46%, 41% y 51% en cada país respectivamente. (“La Mudi”, 2014)

Los medios para buscar financiamiento, alquiler, oportunidades de compra y venta de inmuebles; e incluso negocios colaterales como el de herramientas y materiales para construcción se han sofisticado. Entre los más usados se encuentran: Páginas Web, Catálogos Web, Google Maps, Video 360° Interactivos, YouTube, Blogs, AdWords, Redes Sociales, Sistemas CRM; entre otros. (Langone, 2013)

Los medios digitales serán una herramienta poderosa tanto para el Property Manager como para el originador de una TIIC; dada la potencialidad para la recolección de data en tiempo real así como la consolidación de información respecto a precios, ABR en m2 disponible, calidad de inquilinos y su clasificación.

5.5. Marco Ambiental

Según la US Green Building Council (USGBC), mundialmente, los edificios representan:

- 17% del uso del agua fresca
- 25% del uso de la madera
- 33% de las emisiones de CO2
- 40% del uso de energía y materiales

Considerando lo indicado, el marco ambiental cobra mucha importancia respecto a la utilización y clasificación de edificios.

5.5.1. Regulación existente

Según Medina y Tudela, la regulación existente (la habilitación urbana y edificaciones) constituyen limitantes para la construcción y generación de negocios, dilatando los tiempos incrementan los costos de financiamiento del proyecto.

Según el tipo de proyecto inmobiliario, los requisitos para la obtención de una licencia de habilitación urbana y/o edificaciones, podría incluir la certificación ambiental del proyecto que implica la aprobación de un Estudio de Impacto Ambiental (EIA) sustentado en marco normativo vigente. (Medina y Tudela, 2009)

Las principales trabas de la actividad inmobiliaria formal se debe a:

- **Plazo Prolongado:** “EIA plazo legal de 120 días hábiles que puede extender hasta 10 meses según las observaciones.”
- **Discrecionalidad:** “Los requerimientos para la aprobación del EIA no se limitan a los criterios generales de la normativa pues se puede solicitar información adicional no predecible.”
- **Dispersión Legal:** “Los tres marcos legales; Reglamento Nacional de Edificaciones, Ley de Regulación de habilitaciones Urbanas y Edificaciones y La Ley del Sistema Nacional de Evaluaciones de Impacto Ambiental no están integrados.” (Medina y Tudela, 2009)

Considerando que el instrumento presentado en la presente tesis no estará relacionado al desarrollo inmobiliario; el aspecto ambiental no tiene impacto directo en el plazo del desarrollo del proyecto.

Sin embargo, Colliers International, ha recomendado al equipo de investigación que tenga en cuenta como factor crítico en la estructuración, la elección de un edificio Premium de oficinas “sostenible”. Entendiéndose sostenible, que considere una política de ahorro de energía, generación de energía renovable, reciclaje de residuos sólidos/líquidos; así como la optimización en el uso de los recursos hídricos y energéticos.

5.5.2. Edificios sostenibles

Un edificio "sostenible" es un edificio cuyo diseño arquitectónico reduce considerablemente o, en el mejor de los casos, suprime el impacto su operación sobre el ambiente y sus habitantes. Se desarrolla en cinco áreas del diseño sustentable (Argentina Green Building Council, 2016):

- La planificación de la ubicación sustentable.
- Consumo racional de agua.
- Uso eficiente de energía y/o el uso de energías renovables
- La preservación de materiales y recursos naturales
- El cuidado de la calidad ambiental del interior

5.5.3. La certificación LEED

Esta certificación permite verificar un edificio es ambientalmente sostenible, redituable y significa un espacio más sano para vivir y trabajar.

Bajo la norma LEED se demuestra además:

- Reducción de los costos operativos;
- Incremento en el valor de la propiedad

- Medición de espacios más sanos para sus habitantes (Por ejemplo: Reducción de emisión de CO2)
- Compromiso de dueños y administradores su compromiso socio-medio ambiental

Para obtener la certificación se debe aplicar a través de Green Building Certification Institute (GBCI) y pagar una cuota de US\$ 600.00. El proyecto deberá satisfacer todos los criterios de elegibilidad sobre la base de puntos que serán otorgados según la siguiente lista:

- Sitios Sustentables (24 puntos)
- Eficiencia en el Uso del Agua (11 puntos)
- Energía y Atmósfera (33 puntos)
- Materiales y Recursos (13 puntos)
- Calidad del Ambiente Interior (19 puntos)
- Innovación en el Diseño (6 puntos)

En función al puntaje obtenido, se califica al edificio en el nivel que corresponda:

- LEED Certified (40-49 Puntos)
- LEED Silver (50-59 Puntos)
- LEED Gold (60-79 Puntos)
- LEED Platinum (80+ Puntos)

5.6. El Sector Inmobiliario en el Perú

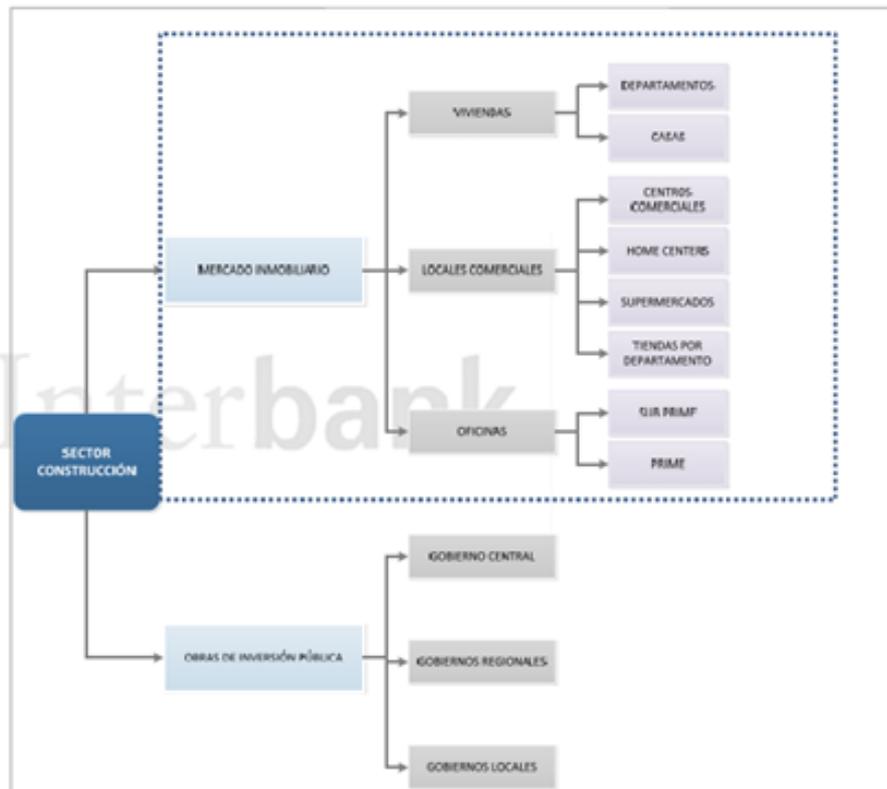
Es importante analizar el sector inmobiliario y su comportamiento actual para poder explicar las razones por las cuales se ha tomado la decisión de escoger como activo subyacente a las oficinas prime. En principio, dada la calidad de los inquilinos, la estabilidad en los precios y la capacidad de realizar contratos a largo plazo; las oficinas prime y sus contratos se consolidan como un activo subyacente atractivo para un estructurador.

5.6.1. La cadena de valor del sector inmobiliario

La cadena de valor del sector inmobiliario considera la habilitación y construcción de inmuebles (viviendas, locales comerciales, oficinas y otros), así como las transacciones de alquiler y venta de estos por parte de empresas promotoras y constructoras. El mercado inmobiliario suele estar dividido en dos segmentos: (i) el mercado primario, que considera la primera venta del inmueble y (ii) el mercado secundario, que considera las reventas, alquileres y transferencias que las realiza un agente inmobiliario o propietarios.

El mercado de oficinas se divide en el mercado de oficinas prime y sub prime, las cuales se diferencian por sus acabados, servicios, administración y ubicación. Por otro lado, el mercado de locales comerciales incluye a los centros comerciales, supermercados, hipermercados, tiendas por departamentos y home centers. Finalmente, el mercado de plantas industriales que alberga a los almacenes, fábricas y otros locales de industria. (CAPECO, 2014)

Figura #9: Cadena de Valor del Sector Inmobiliario

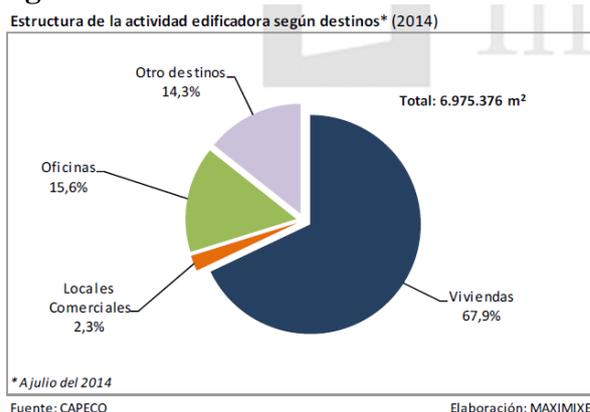


Fuente: Maximize, 2015

5.6.2. La concentración del sector inmobiliario

Uno de los factores que hace tan volátil y sensible al sector inmobiliario es la concentración que tiene el sector en el segmento viviendas. Cerca del 67.9%, de acuerdo a CAPECO, se encuentra concentrado en vivienda. Lo cual genera mayores distorsiones cuando la economía sufre un shock o cuando el sector financiero se vuelve más restrictivo, pues las personas naturales reaccionan inmediatamente a estos impactos.

Figura #10: Estructura de la actividad inmobiliaria



Fuente: CAPECO, Elaboración: Maximize

Otro factor de concentración es el relacionado a los participantes del mercado inmobiliario. El Top 10 de las inmobiliarias y constructoras presente en el país representan más del 70% del PBI construcción.

Figura #11: Principales Empresas inmobiliarias

Principales empresas inmobiliarias con mayores ventas (millones de S/.)

Ranking 2013	Empresa	Nombre Comercial	Monto facturado promedio 2013
168	Los Portales S.A.	Los Portales	550,5
407	Inversiones Centenario S.A.A.	Centenario	246,5
441	Viva GyM S.A.	Viva GyM	246,5
551	Bryson Hills Perú S.A.	Bryson Hills Perú	182,5
564	In Constructora S.A.	-	182,5
593	Administradora Jockey Plaza Shopping Center	Jockey Plaza	182,5
622	Paz Centenario Global S.A.	Paz Centenario Global	170,5
629	Aventura Plaza S.A.	Aventura Plaza	170,5
662	Paz Centenario S.A.	Paz Centenario Global	155,0
760	Open Plaza S.A.	Open Plaza	133,5

Fuente: The Top 10.000 Companies Elaboración: MAXIMIXE

Principales empresas constructoras con mayores ventas (millones de S/.)

Ranking 2013	Empresa	Nombre Comercial	Monto facturado promedio 2013
70	GyM S.A.	Graña y Montero	1.250,0
78	Mota-Engil Perú S.A.	Mota Engil	1.250,0
109	Overseas Bechtel Inc Corp	Overseas Bechtel	845,0
110	Cosapi S.A.	Cosapi	845,0
114	San Martín Contratistas Generales S.A.	San Martín Contr. Gen.	845,0
116	Techint S.A.C.	Techint	845,0
165	Abengoa Perú S.A.	Abengoa	577,5
170	Constructora OAS Ltda.	OAS	550,5
179	Constructora Norberto Odebrecht S.A.	Odebrecht	533,0
181	JJC Contratistas Generales S.A.	JJC	533,0

Fuente: The Top 10.000 Companies Elaboración: MAXIMIXE

Fuente: The Top 10,000 Companies, Elaboración: Maximize

5.6.3. Estatus Actual del Sector Inmobiliario

Según Proinversión; el sector construcción se ha desacelerado continuamente desde el 2013, con una marcada contracción en el 2015, asociado a una menor inversión pública y lento desarrollo inmobiliario con impacto considerable sobre el PBI no primario (crecimiento interanual de 2.6%).

Según BBVA research, la Oferta del sector inmobiliario medido a través de unidades ofertadas, se contrajo durante el 2015 en 22.7%, alcanzado niveles similares a los del 2012. Esta reducción fue más marcada en los distritos de La Perla, Villa El Salvador y San Martín de Porres, asociados a segmentos de precios medios/bajos (departamentos entre USD 50,001 - 100,000).

A nivel de ventas, aún no se recupera los niveles de los años previos, (2014 se vendieron 11,049 unidades cifra menor a lo registrado en los últimos 06 años) observándose este comportamiento en todos los segmentos del precios.

Figura #12: PBI Construcción



Fuente: BBVA Research, 2015

Según el INEI a Noviembre 2015, el sector construcción se redujo en 6.57% viéndose reflejado en un menor consumo de cemento, ante la menor inversión de obras en el sector Minero, la paralización y/o finalización de obras en centros comerciales y la menor inversión en la edificación de oficinas en San isidro, Santiago de Surco y Magdalena y Condominios.

En tanto el menor avance de las obras físicas es resultado de la menor inversión ejecutada por los gobiernos locales y el menor ritmo de construcción de edificios no residenciales e infraestructura vial y puentes por parte del gobierno nacional. (BBVA Research, 2015)

5.6.4. Competitividad del sector inmobiliario

Según el Ranking Doing Business del 2015, el Perú retrocedió en la facilidad para otorgar permisos de construcción y operación de inmuebles. Según el informe el permiso de construcción se demora 174 días, esto incluye 14 procedimientos administrativos. Son alrededor de 60 días adicionales para la operación.

Figura #13: Ranking de Competitividad Doing Business

Ranking Doing Business 2015: Clasificación de Perú		
Items	Clasificación DB 2015	Clasificación DB 2014
Clasificación general	35	34
Apertura de un negocio	89	84
Manejo de permisos de construcción	87	86
Obtención de electricidad	86	80
Registro de propiedades	26	26
Obtención de crédito	12	10
Protección de los inversionistas minoritarios	40	40
Pago de impuestos	57	53
Comercio transfronterizo	55	55
Cumplimiento de contratos	100	100
Resolución de la insolvencia	76	75

Fuente: Doing Business Elaboración: MAXIMIXE

Ranking Doing Business 2015: Clasificación en manejo de permisos para construcción		
Países	Clasificación DB 2015	Clasificación DB 2014
Argentina	181	178
Bolivia	129	127
Brasil	174	171
Chile	62	61
Colombia	61	62
Costa Rica	52	52
Ecuador	59	59
México	108	97
Panamá	63	63
Paraguay	43	44
Uruguay	162	157
Venezuela	152	151

Fuente: Doing Business Elaboración: MAXIMIXE

Fuente: Doing Business, Elaboración: Maximize

5.7. Segmentación de la Oferta

Es importante identificar la oferta inmobiliaria, ésta es la fuente de oferta para los activos subyacentes y portafolios de contratos que serán cedidos al instrumento. Para ello, se ha realizado una investigación de todos los sectores que potencialmente podrían aplicar a esta estructuración; haciendo énfasis en el sector de oficinas Prime.

5.7.1. El sector Inmobiliario de Oficinas

La actividad inmobiliaria de oficinas creció a tasas del 20.5% (considerando todos los segmentos), alcanzando 1.3 millones de m². Los nuevos m² que ingresarían durante el 2015 se distribuyen en los nuevos edificios prime (A+ y A) y edificios sub prime (B+) en cartera. Entre las principales zonas de desarrollo en Lima destacan Sanhattan (San Isidro Financiero), San Isidro Golf, Miraflores y la zona Nuevo Este. Entre los principales proyectos prime que ingresaron, resaltan: i) Pacific Tower (en la zona Sanhattan), (ii) Torre Pardo y Aliaga, (en San Isidro Golf), (iii) C.E. El Reducto (en Miraflores) y (iv) Capital Golf (en la zona Nuevo Este). También destacó el ingreso de oficinas B+ como: (i) el edificio Paso 28 de julio en Miraflores y (ii) el Polo 401 en la zona Nuevo Este. (Maximize, 2015)

El precio promedio de venta y renta de las oficinas depende de su segmento y ubicación. La diferencia de precios se debe a la ubicación y se acentúa aún más cuando se negocian hacia abajo.

Figura #14: Proyectos en comercialización en Lima

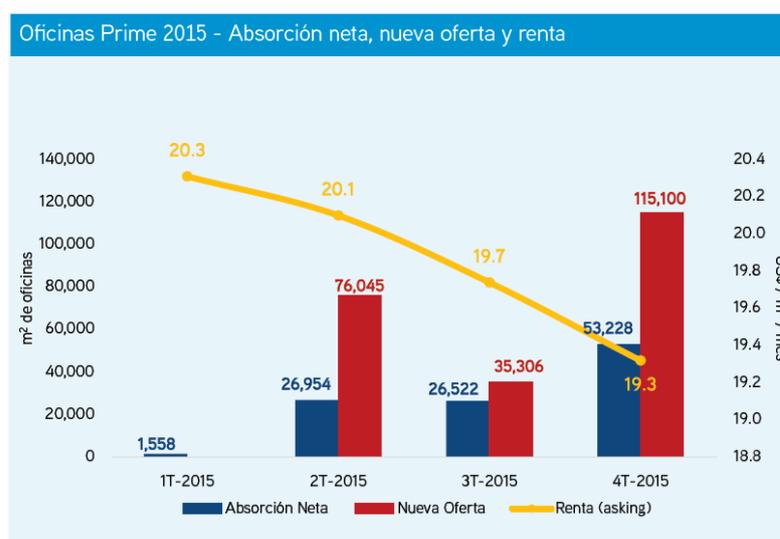
Proyectos en comercialización en Lima - 4º Trimestre 2015						
Precios de Lista en edificios en fase de planeamiento y/o construcción						
Zona	CLASE A+ Precio de Venta	CLASE A+ Precio de Renta	CLASE A Precio de Venta	CLASE A Precio de Renta	CLASE B+ Precio de Venta	CLASE B+ Precio de Renta
Sanhattan	2,307	22.54	-	21.00	2,150	19.90
San Isidro Golf	-	23.00	-	24.50	-	20.00
Miraflores	-	-	2,220	22.00	2,200	-
San Borja	-	-	1,900	20.00	-	-
Chacarilla	-	-	-	-	-	-
Magdalena	-	-	1,969	21.00	2,051	-
San Miguel	-	-	-	-	1,906	-
Nuevo Este	2,214	-	-	-	2,200	-
Promedio	2,248	22.64	1,977	21.02	2,176	19.93

Fuente: Colliers International

A pesar del mayor dinamismo, el mercado de oficinas prime se muestra aún una sobreoferta sobre la base de un inventario de 844,935 m² distribuidos en 66 edificios.

Adicionalmente a ello, se encuentran en construcción 395,179 m² en oficinas prime. De las cuales, el 60% corresponde a oficinas de tipo A+ y el 40% de tipo A.

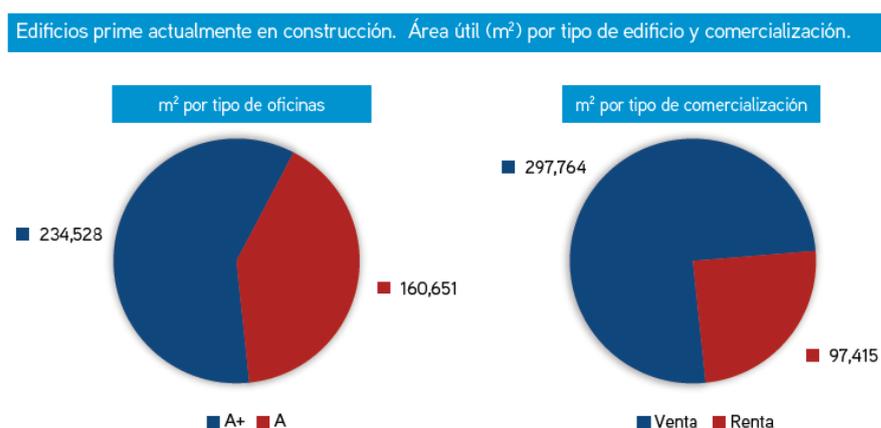
Figura #15: Evolución de la Renta, nueva oferta y absorción neta de oficinas 2015



Fuente: Colliers International

Respecto a la naturaleza de cada edificio, el 75% tiene como destino la venta final y el 25% a la renta directa. (Esto no implica que el comprador final no tenga como objetivo rentarlo; pero esto no se puede determinar en una primera instancia. Con lo cual el porcentaje disponible para renta podría ser mayor. Se presume que es casi 40% a 50%)

Figura #16: Estado Actual de Oficinas Prime



Fuente: Colliers International

El exceso de oferta ya viene registrándose desde el presente año con una vacancia de 19.9% al cierre del año 2015. Durante el año 2015, la nueva oferta o producción fue de 226,451 m² y la absorción neta de 108,263 m². Los precios de venta se mantienen alrededor de los US\$ 2,000 / m².

Sin embargo, los precios de renta muestran una tendencia decreciente llegando a US\$ 19.34 / m² versus US\$ 20.80, que se tenía en el 2014. Los precios vigentes en edificios corporativos se encuentran en el rango entre US\$ 17 / m² y US\$ 23 / m².

Figura #17: Mercado de Oficinas Prime

Mercado de Oficinas Prime de Lima - 4º Trimestre 2015 / Edificios existentes												
Zona	Inventario (m²)		N° Edificios		Disponibilidad (%)			Absorción Neta (m²)			Precio de Renta (US\$ / m² / mes)	
	A+	A	A+	A	A+	A	Total	A+	A	Total	A+	A
Sanhattan	177,142	152,370	10	12	21.8%	20.8%	21.4%	15,428	419	15,847	19.68	20.56
San Isidro Golf	45,374	66,633	3	12	-	0.4%	0.2%	-	-250	-250	-	21.00
Miraflores	65,836	44,734	4	4	40.2%	4.3%	25.7%	2,773	402	3,175	20.58	21.25
San Borja	25,000	19,153	1	3	-	13.7%	5.9%	25,000	2,816	27,816	-	19.00
Chacarilla	-	10,398	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-
Magdalena	-	29,024	-	2	-	30.5%	30.5%	-	8,539	8,539	-	18.94
San Miguel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nuevo Este	129,387	79,384	6	8	43.6%	1.3%	27.5%	-1,959	60	-1,899	17.92	17.16
Subtotal	442,739	402,196	24	42	27.5%	11.6%	19.9%	41,242	11,985	53,228	19.10	20.04
Total	844,935		66		19.89%			53,228			19.34	

Fuente: Colliers International

Se espera que para el año 2016 entrarían al mercado casi 180,000 m2 de oficinas prime, esto significa cerca del 46% del stock actual; estando listos entre el año 2017 y 2018. Dentro de ellos, hay un gran porcentaje de proyectos aprobados que han retrasado su ejecución debido a las condiciones actuales. (Colliers, 2015)

El mercado tiene potencial de crecimiento para alimentar el portafolio de los TIICS, más adelante se verificará qué elementos son necesarios para incentivar a uno originador a aportar éstos activos a un portafolio de inversión dentro de una TIIC.

5.7.2. El sector Inmobiliario de Almacenes

Según el informe Binswanger Perú, existe un stock de 11,9 millones de m2 en el mercado de locales industriales y condominios logísticos, el 60% se distribuye en Lima este, Huachipa y Lima sur, en tanto que Lima centro, Lima norte y el Callao concentran el 40% restante. Mientras que Lima Centro viene cediendo terreno a locales residenciales y comerciales, como parte de una re-planificación urbana. El crecimiento de los centros logísticos en Lima y alrededores es de más del 40% anual.

Villa el Salvador y Lurín son lugares donde se han desarrollado la mayor cantidad de parques y condominios logísticos; entre ellos resaltan los de Citadela, Ideas Textiles (Idetex), Carpitax, BSF Almacenes del Perú, Almacenes Pacífico (Alpa), entre otros.

Hacia el centro de la ciudad, la zona de Huachipa atrae cada vez más a las grandes industrias, de fondos de inversión y de inmobiliarias para desarrollar centros de distribución. (Binswanger Perú, 2015).

El análisis costo-beneficio que hoy recae sobre la decisión de alquilar o comprar un centro logístico fuera de Lima comprende comprar los altos fletes de los costos de transporte frente a beneficios operativos y de salida a rutas logísticas importantes además de la infraestructura especializada que ofrecen los parques logísticos.

A fines del 2017; se entregarán cerca de 800 mil m² de locales industriales en las zonas polares de Lima. A pesar de la desaceleración económica; un gran porcentaje de éstos ya ha sido reservados y colocados. (Diario El Comercio, 2015)

5.7.3. El sector Inmobiliario de Estacionamientos

La información sobre éste sector es bastante limitada; debido a su alta potencialidad y sobre todo a la concentración en pocos operadores importantes del rubro. No obstante, en los prospectos de “Los Portales” se puede obtener información relevante. Por ejemplo, se conoce que en el año 2015, el 13% de los ingresos Los Portales provino directamente de la administración de los estacionamientos y el resto provino de los negocios

colaterales que éstos conllevan y que son flujos bastante atractivos. Estos negocios son: la publicidad indoor, el lavado de automóviles indoor y el servicio de valet parking. (Equilibrium, 2015)

De acuerdo a lo indicado por el Gerente General de Control Parking a Peru21 en una entrevista, el espacio mínimo para que un negocio de estacionamientos sea rentable es de 300 m². Asimismo, indica que no es necesario hacerse de la propiedad; si hay la posibilidad de alquilarla a un precio costo-eficiente por m². (Diario Peru 21, 2014)

Jorge Mujica, presidente del directorio del Jockey Club del Perú, comenta que hasta el momento existen 100 concesionarios.

CAPITULO VI

6. ANÁLISIS DE LA OFERTA Y LA DEMANDA PARA UNA TIIC

En el presente capítulo se identifica qué agentes componen el lado de la oferta de la estructuración del instrumento que será propuesto y qué agentes componen el lado de la demanda.

Como se ha podido identificar en lo revisado hasta el momento. Los ofertantes de este instrumento serán los originadores de la FIBRA en discusión y por el lado de los demandantes se encuentran los inversionistas de los instrumentos emitidos por la FIBRA.

6.1. Oferta de Activos y Demanda de Liquidez: Los Originadores

El originador será la persona que transfiera al Fideicomiso el derecho de cobrar los alquileres futuros y la propiedad de los bienes (oficinas prime) contra lo cual se realizará hoy un pago (valor presente de los flujos futuros), el flujo futuro de los alquileres está condicionado al comportamiento y las preferencias de los inquilinos.

6.1.1. Preferencias del consumidor (inquilinos) para la demanda de oficinas

Según el “Estudio del atractivo de la inversión en el mercado inmobiliario de oficinas en Lima Metropolitana”, las razones que impulsan la demanda de oficinas prime:

- Ingreso de empresas nuevas al mercado ya sean estas locales o extranjeras,
- Firmas que crecen y necesitan mudarse

- Empresas que funcionan en casas con performance financiero que mejorado y necesitan mudarse a un lugar de “más categoría”.

Las razones por la que las empresas deciden alquilar o comprar oficinas prime son; principalmente la ubicación del inmueble; la necesidad de contar con un mayor tamaño de oficina, decisiones de expansión de la empresa, modernidad y confort y por último la accesibilidad al lugar donde se encuentra el edificio. Asimismo la mayor preferencia de las oficinas frente a casas acondicionadas, edificios acondicionados, oficina en edificio mixto se debe al ahorro por el gasto no realizado por la tercerización de los servicios administrativos, públicos y municipales, así como a los menores gastos de mantenimiento (40% menos que el gasto realizado en oficinas ubicadas en casas o edificios acondicionados).

Entre los atributos más valorados por las empresas que alquilan las oficinas prime se encuentran: Ubicación, servicios aledaños, accesibilidad, el tamaño de la oficina y el precio.

6.1.2. Dinámica del Mercado de Oficinas Prime

Es importante dimensionar las variables que componen la oferta y la demanda de los mismos, las cuales están en función a los metros cuadrados disponibles para arrendar o también conocidos como ABR (Area Bruta Rentable):

- **Variables que explican la oferta (disponibilidad de metros cuadrados para arrendar o vender)**

Entre ellas se identifican a: La disponibilidad de espacios o terrenos, el precio por m² de compra, grado de tecnología, atractivo de la rentabilidad del proyecto inmobiliario, capacidad financiera del promotor, crecimiento de la economía, mayor número de empresas creadas, vías de comunicación y normatividad vigente.

- **Variables que explican la demanda (metros cuadrados alquilados o comprados)**

Entre ellas destacan; a nivel general, las perspectivas económicas del país, la expectativa del crecimiento del sector, el crecimiento de la inversión privada, el incremento del número de trabajadores formales, el número de empresas nuevas por sector, los precios de alquiler por m², los nichos de mercado

A nivel específico y desde el punto de vista del consumidor (el arrendatario); La ubicación de proyectos, la cercanía a servicios financieros y comerciales, la accesibilidad, el número de estacionamientos, los tipo de formatos (ecológicos) y el nivel de confort.

6.1.3. Segmentación de los originadores

Para la presente tesis se ha separado al originador en dos segmentos; en función al tamaño de la empresa y al posicionamiento dentro del mercado:

Cuadro #2: Incentivos del Originador

Tipo de Originadores	Incentivos
Grandes Empresas Constructoras e Inmobiliarias	Reperfilar deuda
	Mantener la propiedad y ganar el Goodwill.
	El activo inmobiliario (edificio de oficinas) no esta dentro de su giro de negocio (la empresa tienen un core business diferentes al inmobiliario).
	El activo inmobiliario no forma parte principal de su negocio (especialista en locales comerciales, almacenes y tiene oficinas).
Medianas y Pequeñas Empresas Constructoras e Inmobiliarias	Reperfilar deuda
	Financiamiento en mejores condiciones al ofrecido por el sistema bancario (Tasa y Plazo).
	Acumular historial en el mercado de capitales para futuras emisiones.
	Mejorar el Property Manager (mejor administración del activo) para obtener flujo de alquileres estables provenientes de alquileres a buenos inquilinos.

Fuente: Tesis

Los originadores se dividen en:

- **Grandes Empresas Constructoras e Inmobiliarias**

Las grandes empresas son empresas formales con proyectos reconocidos dentro del sector, con capacidad de financiamiento local o acceso al mercado internacional a través del sistema financiero o fondos de inversión, la estructura accionaria de estas empresas son diversas; Grupo Centenario muestra la estructura más proporcional, capacidad para generar buen volumen de viviendas, oficinas o locales comerciales con mayor frecuencia a los Bancos.

Cuadro #3: Estructura del Capital Social de las grandes empresas

Empresas	Estructura Accionaria
Holding ingroup	Estructura de la Propiedad concentrada (accionista mayoritario tiene el 80% de participación)
Grupo Centenario	Estructura de capital dispersa CREDICORP LTD (grupo Credicorp) 15.7%; ATLANTIC SECURITY BANK (grupo Credicorp) 10.7%; HELGUERO ROMERO ROSALINA MARIA A (Grupo Romero) 5.8%, RIMAC-INTERNACIONAL CIA.DE SEGUROS Y REA SEGUROS (Grupo Intursa) 5.6%, GOOD RATE CORPORATION (5.1%), minoristas (57.1%)
Los Portales S.A. ("LPSA")	Estructura de capital concentrada (50% GR Holding (Grupo Raffo) y 50% (Gupo ICA))
Tekton Holding	Inversionistas privados con capitales peruanos

Fuente: Pagina web de Ingroup, Grupo Centenario, Los Portales, Tekton

Cuadro #4: Perfil de grandes Empresas y fuentes de financiamiento

Empresas	Perfil	Proyectos Emprariales	Fuentes de Financiamiento
Holding ingroup	- Ingroup, es un grupo de capital peruano con 7 años en el mercado, conformado por 4 empresas con distintas líneas de negocio que se complementan entre sí; Inmobiliari, Inconstructora, Ingerencia y Vibien.	- Capital Golf - Capital El Derby - Capital San Isidro - More - Lima Central Tower	- Fondos de Inversión locales y extranjeros, a través de Equity (Extranjeros que invierten en el peru como Capital en Riesgo). - Posible Socio Estratégico. - A Largo Plazo podría ingresar al mercado de capitales a través de la emisión de bonos.
Grupo Centenario	-Compañía con 85 años en el mercado dedicada a la construcción de Urbanizaciones/Vivienda/Oficina/Centro comerciales/Lotes industriales.	- Centro Empresarial Real - Torres Camino Real - Centro de Negocios Cronos - Centro Empresarial Real 2 (En Proyecto)	- Préstamos Sindicado con Banco Itaú BBA "Mandated lead arranger" por USD200 millones (participación de 06 Bancos locales y extrajeros)
Los Portales S.A. ("LPSA")	- Empresa inmobiliaria conformada por la alianza estratégica entre Grupo Raffo (Perú) y Grupo ICA (México), con más de 50 años de experiencia en el mercado. - Estructura de capital concentrada (50% GR Holding (Grupo Raffo) y 50% (Gupo ICA))		- Acceso al mercado de capitales (emitido Bonos de Titulización por USD25 millones y Papeles Comerciales con autorización hast USD 50 millones)
Tekton Holding	-Grupo de inversionistas privados de capitales peruanos con 13 años desarrollando proyectos Inmobiliarios, de Infraestructura, Energía, Finanzas y Trading	- Torre Tekton	-Acceso al mercado de capitales alternativos (emisión de bonos)

Elaboración: Propia

- **Medianas y Pequeñas Empresas Constructoras e Inmobiliarias**

A diferencia de las empresas grandes, las medianas y pequeñas empresas tienen mayor restricción de ingresar al mercado de capitales a buscar financiamiento a través de la emisión directa, recurriendo al sistema financiero para tal fin.

El sistema bancario ha financiado actividades inmobiliarias por un saldo S/. 18.0 MM, del cual el 44.9% es destinado a actividades inmobiliarias y de alquiler, el financiamiento a esta actividad se ha incrementado a una tasa promedio anual de 16.4%, alcanzando el pico más alto durante el 2014. La estructura por tipo de moneda ha venido modificándose, en Dic-12 los créditos en ME representaban el 60.2% del total en tanto en Dic-15 representaba el 46.9% esta reducción de podría ser efecto del programa de desdolarización impulsado por el BCRP.

Cuadro #5: Saldo de Colocaciones Directas según tipo de Actividad inmobiliaria

Saldo según Actividades Inmobiliarias (Miles S/.)	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14	dic-14	jun-15	dic-15
Act. empresarial	5,878,193	6,233,605	6,843,153	7,463,406	8,009,731	8,629,827	9,935,123
Act. inmobiliaria y de alquiler	5,134,268	5,363,621	5,656,354	6,287,560	7,086,806	7,673,622	8,095,484
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	11,012,461	11,597,226	12,499,506	13,750,965	15,096,537	16,303,449	18,030,607

Fuente: Portal SBS

Durante el 2015 se registra un importante incremento del saldo promedio dentro de las actividades inmobiliarias y de alquiler, lo cual indica que el monto promedio otorgado por cada deudor dentro de esta actividad se ha incrementado contantemente.

Cuadro #6: Saldo promedio de Colocaciones Directas según tipo de Actividad inmobiliaria

Saldo Promedio de Actividades Inmobiliarias (Miles S/.)	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14	dic-14	jun-15	dic-15
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	188.8	203.3	236.9	270.5	315.7	276.7	315.9
Act. empresarial	184.4	195.3	225.2	249.7	284.1	219.2	263.6
Act. inmobiliaria y de alquiler	194.1	213.3	252.9	300.3	361.0	392.4	417.5

Fuente: Portal SBS

6.2. Principales participantes de la demanda

Según Maximixe al 2015, el Top 10 de las empresas constructoras lograron ventas por S/. 8,074.3 M, en tanto; el Top 10 de las empresas inmobiliarias alcanzaron S/.2,220.3 M.

Sobre el grupo de las 20 mayores empresas del sector construcción se tomará sólo aquellas cuya actividad incluya la construcción, venta o alquiler de oficinas Prime, clasificandose según su tamaño en dos segmentos; Grandes Empresas Constructoras y Medianas (y Pequeñas) Constructoras.

Cuadro #7: Top Ten de las empresas Constructoras e Inmobiliarias

Ranking 2013	Empresas	Nombre Comercial	Tipo	Monto Manufacturado promedio 2013
70	GYM S.A.	Graña y Montero	Empresa Constructora	1,250
78	Mota - Engil Perú S.A.	Mota Engil	Empresa Constructora	1,250
109	Ovesear Bechtel Inc Corp	Overseas Bechtel	Empresa Constructora	845
110	Cosapi	Cosapi	Empresa Constructora	845
114	San Martín Contratistas Generales S.A.	San Martín Contr. Gen.	Empresa Constructora	845
116	Techint S.A.C	Techint	Empresa Constructora	845
165	Abengoa Perú S.A.	Abengoa	Empresa Constructora	578
170	Constructoras OAS Ltda	OAS	Empresa Constructora	551
168	Los Portales S.A.	Los Portales	Empresa Inmobiliaria	550
179	Constructoras Noberto Odebrecht S.A.	Odebrecht	Empresa Constructora	533
181	JJC Contratistas generales S.A.	JJC	Empresa Constructora	533
407	Inversiones Centenario S.A.A.	Centenario	Empresa Inmobiliaria	247
441	Viva GyM S.A.	Viva GYM	Empresa Inmobiliaria	247
551	Bryson Hills Perú S.A.	Bryson Hills Perú	Empresa Inmobiliaria	183
564	In Constructoras S.A.		Empresa Inmobiliaria	183
593	Administradoras Jockey Plaza Shopping Center	Jockey Plaza	Empresa Inmobiliaria	183
622	Paz Centenario Global S.A.	Paz Centenario Global	Empresa Inmobiliaria	171
629	Aventura Plaza S.A.	Aventura Plaza	Empresa Inmobiliaria	171
662	Paz Centenario S.A.	Paz Centenario Global	Empresa Inmobiliaria	155
760	Open Plaza S.A.	Open Plaza	Empresa Inmobiliaria	133.5

Fuente: Perspectivas del mercado inmobiliario 2015

6.2.1. Demanda de Títulos de Inversión y Oferta de Liquidez: Los Inversionistas

La casuística mexicana analizada conlleva a definir el tipo de inversionista para estos instrumentos. En todos los casos analizados, más del 20% de los instrumentos colocados es tomado por los llamados “Inversionistas Institucionales”. Esto debido a la alta liquidez con la que cuentan así como su preferencia por instrumentos de mediano a largo plazo; mucho más si se trata de rentas.

Según el artículo 8 incisos J) de la Ley de Mercado de Valores; los inversionistas institucionales están compuestos por:

[l]os bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, los agentes de intermediación, las administradoras privadas de fondos de pensiones, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades administradoras de fondos mutuos, así como las entidades del exterior que

desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales (Portal de la SMV, 2015).

En función a lo analizado, se ha determinado que los mejores candidatos a ser inversionistas potenciales para una TIIC serían las **AFP's, las Aseguradoras y los Fondos de Inversión dedicados al sector inmobiliario.**

Considerando lo indicado, es importante dimensionar la masa de inversión existente en la actualidad en estos inversionistas potenciales.

6.2.2. Volumen de Inversión disponible en AFP's

Dentro de los inversionistas institucionales, las AFP's son las que manejan un importante volumen destinado de inversión. A mar-16 los títulos con derecho a participación han ganado mayor peso dentro de la cartera administrada por parte de las AFP's, el volumen de estos instrumentos se ha incrementado en 66.6% durante el periodo desde el año 2014. Esto evidencia una demanda creciente por este tipo de instrumentos. (Portal SBS, 2016)

Cuadro #8: Cartera Administrada por Instrumento de las AFP's

Cartera Administrada por Instrumento	dic.14		mar.15		dic.15		mar.16	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES LOCALES	67,381,754	58.8	68,797,031	58.1	73,819,477	59.5	75,533,484	60.0
1. Gobierno	20,289,641	17.7	21,264,306	17.9	22,057,400	17.8	23,790,853	18.9
2. Sistema Financiero	16,082,014	14.0	17,647,145	14.9	23,629,987	19.0	21,744,211	17.3
3. Empresas no Financieras	19,746,756	17.2	18,286,368	15.4	15,873,584	12.8	17,783,096	14.1
4. Administradoras de Fondos	5,419,234	4.7	5,561,085	4.7	5,407,355	4.4	5,556,554	4.4
5. Sociedades Tituladoras	5,844,110	5.1	6,038,128	5.1	6,851,150	5.5	6,658,770	5.3
Bonos de Titulización (5)	4,829,253	4.2	5,030,136	4.2	5,190,989	4.2	4,968,138	3.9
Títulos con Derecho de Participación	1,014,857	0.9	1,007,992	0.9	1,660,162	1.3	1,690,632	1.3
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	46,509,252	40.6	49,065,335	41.4	49,897,554	40.2	50,148,019	39.8
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	612,490	0.5	638,100	0.5	375,938	0.3	230,560	0.2
TOTAL	114,503,497	100.0	118,500,466	100.0	124,092,969	100.0	125,912,063	100.0

Fuente: Portal de la SBS

Hasta el 2016 dentro de lo Administrado en la cartera de inversiones las AFP's se registra la emisión de títulos con derecho a Participación de dos Fideicomisos; Fideicomiso de Infraestructura BCP-PF y Fideicomiso de Infraestructura Scotiabank. (Portal de la SBS, 2016)

Según el artículo 25-A del Texto Único de la Ley del Sistema Privado de Pensiones, existen varios tipos de instrumentos que componen la carta de inversiones de las AFP's, entre los cuales figuran:

Los Instrumento Representativo de Derecho sobre participación patrimonial o títulos accionarios; son aquellos instrumentos donde la magnitud de su retorno esperado parcial o total, no es seguro, ni fijo ni determinable al momento de la adquisición del mismo.

Instrumentos alternativos: Instrumentos cuyo perfil de riesgo- retorno difieren de los instrumentos tradicionales como los títulos accionarios, títulos de deuda y activos en efectivo. Asimismo se caracterizan por contar con propiedades que las distinguen de los instrumentos tradicionales, tales como, la aplicación de derivados y productos financieros innovadores, el uso de apalancamiento, y la falta de liquidez de las inversiones subyacentes, entre otros. (Texto Único de la Ley del Sistema Privado de Pensiones, 1997)

Según el tipo de instrumento los límites de inversión son:

- Fondo de pensiones Tipo 2 o Fondo Mixto: Instrumentos alternativos: hasta un máximo de 15% del valor del fondo.

- Fondo de pensiones Tipo 3 o Fondo de apreciación del capital (fondo de Crecimiento): Instrumentos alternativos: hasta un máximo del 20% del valor del fondo.

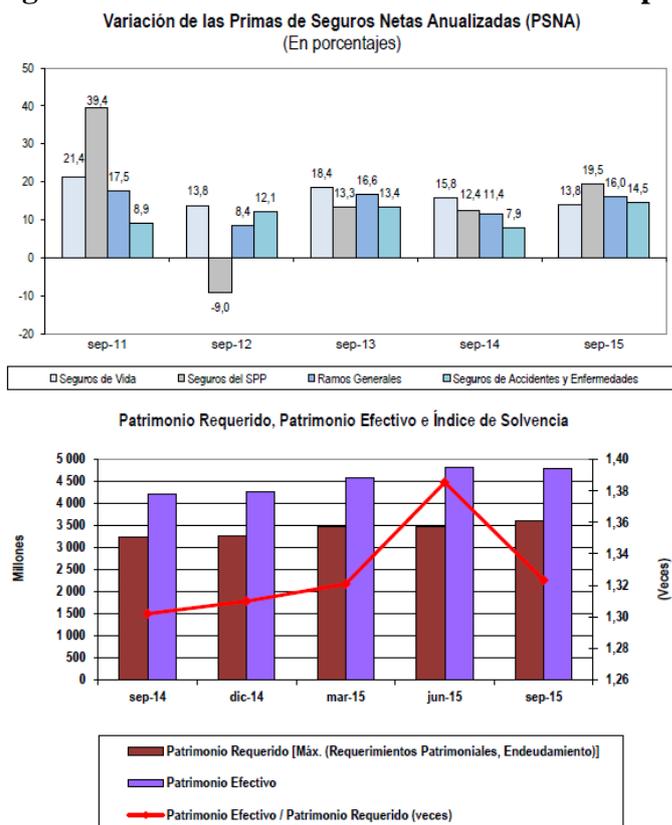
Respecto a la clasificación de riesgo, según el artículo 26; los valores mobiliarios e instrumentos financieros en los que las AFP pueden invertir los Fondos de pensiones deben contar con clasificación de riesgo otorgada por empresas autorizadas, para este efecto, de conformidad con la ley de mercado de valores. Las clasificaciones de las cuotas de participación de los Fondos Mutuos de inversión de inversión en valores y los fondos de inversión no son obligatorias.

En base a las entrevistas sostenidas con Profuturo AFP y AFP Integra, todos los entrevistados evidencian empíricamente que la clasificación del instrumento FIBRA TIIC tendría que calzar en el “Buquet” de Instrumentos Alternativos, el cual se encuentra limitado por instrumentos inmobiliarios y no inmobiliarios con alta rentabilidad y riesgos moderados. Para tomar la decisión de invertir en una TIIC, la TIR de la misma debería ser más alta que el costo de oportunidad de la mejor inversión de ese “Buquet”.

6.2.3. Volumen de Inversión disponible en las Aseguradoras

El mercado de seguros viene incrementándose constantemente; el último año se incrementó en 19.5% y cuentan con un adecuado nivel de solvencia; y respaldo patrimonial.

Figura #18: Estadísticas de la SBS sobre las empresas de Seguros



Fuente: SBS

Según estadísticas de la SBS; las compañías de seguros en su conjunto, tienen alrededor de S/. 1.3 Billones de Caja disponible, Valores Negociables por caso S/. 2 Billones e Inversiones por S/. 29.8 Billones; con un Patrimonio contable de US\$ 5.7 Billones. Esto implica que su estructura de inversión está respaldada únicamente en un 20% por su patrimonio propio; el resto está sustentado en los fondos de sus asegurados.

En ese sentido, se cuenta con una masa crítica de S/. 24 Billones aproximadamente; de los cuales en función a los límites permitidos por cada entidad, se podrá emitir un porcentaje en un instrumento como el TIIC propuesta.

Figura #19: Principales rubros de las Empresas de Seguros
Principales Indicadores de las Empresa de Seguros

Al 29 de febrero del 2016

(En Miles de Soles - Saldo Promedio de los últimos 12 meses)

Conceptos / Empresas	Sector Seguros
Caja y Bancos	1,251,445
Cuentas por Cobrar	2,588,117
Valores Negociables	1,930,298
Inversiones	29,759,395
Activo Total	37,709,256
Cuentas por Pagar	349,000
Reserva de Siniestros de Primas Totales	3,131,691
Patrimonio Contable	5,681,263
Número de Personal	12,278
Resultado de Inversiones	1,916,848
Utilidad (Pérdida) del ejercicio	928,423

Fuente: SBS

Al cierre de Dic-15, el 74% del portafolio de inversiones de las aseguradoras está colocado en Instrumentos de Deuda como Bonos, Notas y Papeles Comerciales; y sólo el 6% en Instrumentos de Capital. Desde aquí, ya se define que el apetito de las aseguradoras no es por equity sino por notas o titulizados de deuda.

Cuadro #9: Composición del portafolio de las aseguradoras
Portafolio de Inversiones Aseguradoras

Al 31 de diciembre del 2015

(En Miles de Nuevos Soles)

Activo	Sector Seguros	%
Caja y Depósitos	1,371,860	4%
Instrumentos Representativos de Deuda	23,170,678	74%
Instrumentos Representativos de Capital	1,750,430	6%
Otras Inversiones	5,223,817	17%

Fuente: SBS

Al cierre de Dic-15, el 69% del portafolio de inversiones se encuentra concentrado en instrumentos de renta fija y principalmente Bonos Corporativos e Instrumentos del Tesoro Público. Con lo cual existe

potencialidad para diversificar el portafolio de inversiones hacia instrumentos de renta como los TIICS. Sólo un 5% está destinado directamente a inmuebles; y menos del 0% a cédulas hipotecarias.

Cuadro #10: Inversiones según destino por instrumento

Inversiones Totales por Instrumento

Al 31 de diciembre del 2015

(En Miles de Nuevos Soles)

Conceptos / Empresas	Empresas de Seguros	%
Depósitos e Imposiciones Sistema Financiero	976,277	3%
Valores emitidos por el Gobierno Central o BCR	6,582,229	21%
Titulos Repres Bonos emitidos por el Sist Financiero	3,599,101	12%
Letras, Cédulas Hipotecarias	187	0%
Bonos Empresariales Calificados	11,075,763	36%
Acciones Cotizadas y Fondos Mutuos	1,734,764	6%
Estados, bancos de primera categoría y otros	1,897,135	6%
Inmuebles	1,549,971	5%
Primas por cobrar a AFP	122,259	0%
Primas No Vencidas y No Devengadas	1,579,474	5%
Prestamos Asegurados Vida	14,973	0%
Primas por Cobrar a Cedentes	7,283	0%
Otras Inversiones	1,595,355	5%

Fuente: SBS

Finalmente es importante mencionar que en Mar-2016, la SBS aprobó el nuevo Reglamento de Inversiones de las Empresas de Seguros (Resolución SBS N° 1041-2016). Este reglamento reemplaza al Reglamento de las Inversiones Elegibles de las Empresas de Seguros (Resolución SBS N° 039-2002) y tendrá vigencia a partir del 09/04/2016. La iniciativa normativa tiene como objetivo de otorgar mayores opciones de inversión a las aseguradoras así como alinear su regulación de inversión y riesgo a lo que se conoce como Principios Básicos de Seguros (PBS).

A pesar de ser una resolución que flexibiliza la capacidad de inversión, introduce mayores niveles de exigencia y retos a este tipo de empresas,

sobre todo en materia de supervisión en favor de los asegurados. Se establecen requerimientos respecto a: (i) estructura organizacional, (ii) proceso de inversión, (iii) responsabilidad y funciones; así como tratamiento y revelación de información sobre exposiciones indirectas (subyacentes); como es el caso de las inversiones inmobiliarias.

Definitivamente, esta norma se convierte en un facilitador para que las aseguradoras tengan más apetito por el instrumento propuesto en la presente tesis; debido a la ampliación del abanico de alternativas de inversión; entre las cuales destacan: *“Inversiones en fondos de inversión, inscritos o no en registros públicos de valores, cuyos patrimonios se invierten en activos inmobiliarios, proyectos de infraestructura, acreencias, operaciones de leasing operativo, operaciones de factoring, private equity, entre otros. De la misma manera incluye a: inversiones en instrumentos emitidos por fideicomisos, y las inversiones directas en proyectos inmobiliarios, entre otras.”* (Resolución SBS N° 1041-2016, 2016)

Adicionalmente a las alternativas de inversión, también se definen límites de acuerdo a los riesgos de los instrumentos así como la agilización de los procesos de inversión.

Con este nuevo reglamento, la potencialidad para los TIICS se amplía puesto que el proceso anterior le exigía a las aseguradoras solicitar una autorización formal a la SBS, pero la respuesta era otorgada con tanto retraso, que muchas veces se perdían todas las oportunidades de inversión disponibles; que de por sí eran más escasas que las alternativas planteadas

en este nuevo reglamento. Por otro lado, la SBS en el nuevo reglamento, únicamente recibe una notificación por la inversión realizada. Y si es necesario, observarlas, a posteriori, es sustentada formalmente esta inversión.

6.2.4. Volumen de Inversión disponible en Fondos de Inversión

Según la SBS, a Sep.15 existían 13 SAFIS que administran 20 Fondos de Inversión, acumulando un Patrimonio de S/2,575.6 Millones), siendo los más grandes (según tamaño de patrimonio) SIGMA, COMPASS GROUP y AC CAPITALES que en conjunto administran el 63% del patrimonio total (S/.1,622.6 Millones).

Cuadro #11: Principales Fondos de Inversión existentes en el Perú

ADMINISTRADORA	FONDO DE INVERSIÓN	SITUACIÓN	PARTÍCIPES	VALOR CUOTA (S/.)	PATRIMONIO (S/.)	(%)
AC CAPITALES SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	OPERATIVO	24	12.51	266,701,000.00	10.4%
ACCESS SEAF SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.C.	Fondo LATAM Perú	OPERATIVO	7	1.71	54,001,741.50	2.1%
CAPITAL INVESTMENTS SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	Fondo de Inversión en Arrendamiento Operativo – Renting Peru I	OPERATIVO	1	15,561.01	40,215,000.00	1.6%
COMPASS GROUP SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	Compass - Fondo de Inversión para PYMES	OPERATIVO	6	4.37	550,118,540.00	21.4%
ENFOCA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	Enfoca Capital 1, Fondo de Inversión	OPERATIVO	2	1.47	5,468,000.00	0.2%
FARO CAPITAL SAFI S.A.	Faro Capital Fondo de Inversión Inmobiliario I	OPERATIVO	9	202,705.10	163,136,000.00	6.3%
GRUPO CORIL SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A.	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 1	OPERATIVO	8	699.32	43,135,447.30	1.7%
	Instrumentos de Corto y Mediano Plazo 2	OPERATIVO	6	707.15	23,499,466.96	0.9%
	Instrumento de Corto y Mediano Plazo 4	OPERATIVO	16	366.73	7,334,505.22	0.3%
	Instrumentos Financieros 5	OPERATIVO	96	7.16	25,255,372.15	1.0%
	Instrumentos Financieros 7	OPERATIVO	82	644.90	22,619,302.41	0.9%
	Fondo Inmobiliario Proyecta 1/	OPERATIVO	1	1,033.56	18,185,421.02	0.7%
LARRAIN VIAL S.A. SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION	LarrainVial Perú Equity Fund FI	OPERATIVO	1	2,134.18	7,128,155.79	0.3%
	Larrain Vial Renta Fija Latam Moneda Local Fi	OPERATIVO	5	2,175.25	195,772,286.37	7.6%
MACROCAPITALES SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. - MACROCAPITALES SAFI S.A.	Fortaleza - Fondo de Inversión de capital privado I	OPERATIVO	4	282,987.07	70,490,552.40	2.7%
POPULAR S.A. SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION	Fondo Capital Emprendedor - Fondo de Inversión	OPERATIVO	44	1.19	24,149,425.40	0.9%
	Fondo Edifica - Fondo de Inversión	OPERATIVO	195	1.03	26,341,737.06	1.0%
SIGMA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	Leasing Operativo - LEASOP I	OPERATIVO	4	72,431.07	823,541,159.12	32.0%
SUMMA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION SOCIEDAD ANONIMA CERRADA	Fondo Mezzanine Summa	OPERATIVO	3	1,247,092.96	167,110,668.00	6.5%
W CAPITAL SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A. - W CAPITAL SAFI S.A.	Fondo inmobiliario de desarrollo de vivienda social - Fondo de Inversión	OPERATIVO	5	1.17	41,374,000.00	1.6%
TOTAL					2,575,577,779.71	100%

Fuente: Superintendencia de mercado de valores (SMV)

De los 20 Fondos de Inversión existentes, 9 tienen como objetivo realizar inversiones en el mercado inmobiliario; ya sea proveyendo recursos directamente para el construcción o el desarrollo inmobiliario (financiamiento) o comprando los instrumentos que estos fondos emiten para el desarrollo de sus proyectos, cabe comentar que muchos de estos fondos surgieron como parte del Boom inmobiliario registrado durante el año 2013. (Portal de la SBS, 2016)

Cuadro #12: Principales Fondos de Inversión Inmobiliarios

SAFI	FONDO DE INVERSIÓN	PATRIMONIO (MILES S./.)	OBJETIVO
POPULAR S.A. SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION	Fondo Edifica		Instrumentos financieros que se emitan para Financiar Proyectos Inmobiliarios desarrollados por EDIFICA
ADCAP ASSET MANAGEMENT PERU SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A.	Fondo Edifica- ADVANCED SOLES	424,712	El FONDO tiene por objetivo invertir sus recursos principalmente en TITULOS VALORES representativos de deuda, inscritos o no inscritos en el REGISTRO, emitidos para atender las necesidades financieras, incluyendo la sustitución de deuda, que surgen en el desarrollo de PROYECTOS INMOBILIARIOS por parte de empresas del GRUPO EDIFICA, cuyo EMISOR u obligado al pago sea una empresa del GRUPO EDIFICA.
AC CAPITALES SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A.	Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	299,435	Se encarga de realizar inversiones en el sector inmobiliario directamente o través de empresas inmobiliarias y/o contratos de asociación en participaciones u otras formas asociativas.
	Fondo Inmobiliario II	432,086	Se encarga de realizar inversiones en el sector inmobiliario directamente o través de empresas inmobiliarias y/o contratos de asociación en participaciones u otras formas asociativas.
DIVISO FONDOS SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A	Diviso Fondo de Inversiones en Renta de Bienes Inmuebles		
FARO CAPITAL SAFI S.A.	Faro Capital Fondo de Inversión Inmobiliario I	331,600	Busca realizar inversiones en activos inmobiliarios para la generación de rentas, en proyectos de desarrollo de vivienda y en la formación de un banco de tierras ("Land Banking")
FONDOS SURASAF S.A.C.(ANTES ING FONDOS SAF S.A.C.)	Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles Sura Asset Management		
GRUPO CORIL SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A.	Fondo Inmobiliario Proyecta		Invertir sus recursos en Inversiones Inmobiliarias de mediano plazo.
W CAPITAL SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSION S.A - W CAPITAL SAFI S.A.	Fondo de desarrollo de Vivienda	144,800	Invertir recursos en inversiones inmobiliarias en el segmento de vivienda social.

Fuente: Superintendencia de mercado de valores (SMV)

Es importante mencionar que en el ámbito local, a los Fondos de Inversión Inmobiliarios o Fondos de Inversión de Bienes Raíces; también se les ha denominado “*FIBRAS*”; por las siglas en español. Sin embargo, las **FIBRAS** a las que hacemos alusión en la presente tesis, así como las de la casuística mexicana analizada y las que se encuentran presentadas como propuesta de FIBRA TIIC; se refieren a los Fideicomisos de Bienes Raíces. Son dos figuras con características similares pero con estructuras, fines y vida útil diferente; de acuerdo a lo consultado en la normativa legal y en la asesoría jurídica obtenida en las entrevistas a los abogados especialistas.

Considerando lo indicado, los montos administrados del Fondo FIBRA muestran una tendencia creciente dentro de la Cartera Administrada por parte de las AFP's, alcanzando casi S/2.27 MM a mar.16, repartida en cuatro Fondos; ENFOCA, AC Capitales, Faro Capitales, W capital, siendo la primera la de mayor tamaño, el crecimiento de este tipo de fondos indica que existe demanda por este tipo de instrumentos al calzar con la estrategia de inversión de largo plazo por parte de las AFP's, este instrumento se destina en un 67.5% al Fondos 2 del Sistema Privado de Pensiones. (Portal de la SBS, 2016)

Cuadro #13: Principales Instrumentos por Emisor

Instrumentos por Emisor (S/ Miles)	dic.14		mar.15		dic.15		mar.16	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. EMISORES LOCALES	67,381,754	58.8	68,797,031	58.1	73,819,477	59.5	75,533,484	60.0
GOBIERNO	20,289,641	17.7	21,264,306	17.9	22,057,400	17.8	23,790,853	18.9
CORPORACION FINANCIERA DE DESARROLLO	173,931	0.2	421,726	0.4	850,067	0.7	761,613	0.6
EMPRESAS BANCARIAS Y FINANCIERAS	13,850,629	12.1	14,738,626	12.4	21,063,157	17.0	19,242,420	15.3
EMPRESAS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	1,770	0.0	1,580	0.0	291	0.0	0	0.0
SOCIEDADES TITULIZADORAS	5,844,110	5.1	6,038,128	5.1	6,851,150	5.5	6,658,770	5.3
BCP-PF Fideicomiso en Infraestructura	1,014,857	0.9	1,007,992	0.9	995,836	0.8	1,021,782	0.8
Scotiabank Fideicomiso de Infraestructura 2					664,326	0.5	668,850	0.5
FONDOS DE INVERSIÓN	5,419,234	4.7	5,561,085	4.7	5,407,355	4.4	5,556,554	4.4
AC Capitales SAFI	535,379	0.5	525,454	0.4	700,091	0.6	706,821	0.6
ENFOCA SAFI S.A.	1,233,248	1.1	1,233,394	1.0	1,207,761	1.0	1,202,074	1.0
Faro Capital SAFI S.A.	151,306	0.1	191,601	0.2	329,559	0.3	294,431	0.2
W Capital SAFI S.A.					37,285	0.0	66,141	0.1
ORGANISMOS MULTILATERALES	384,153	0.3	368,628	0.3	340,945	0.3	333,553	0.3
ENTIDADES FINANCIERAS INTERNACIONALES	106,975	0.1	119,006	0.1	108,378	0.1	112,579	0.1
COMPAÑÍAS DE SEGUROS	133,449	0.1	147,130	0.1	149,011	0.1	149,235	0.1
HOLDINGS	1,431,107	1.2	1,850,449	1.6	1,118,139	0.9	1,144,811	0.9
INDUSTRIA	5,022,290	4.4	4,819,849	4.1	4,559,222	3.7	4,964,083	3.9
INMOBILIARIA Y CONSTRUCCIÓN	1,760,786	1.5	1,301,504	1.1	682,831	0.6	848,626	0.7
HIDROCARBUROS	819,174	0.7	833,122	0.7	814,462	0.7	719,474	0.6
MINERAS	3,254,398	2.8	2,526,413	2.1	1,418,912	1.1	2,398,724	1.9
SERVICIOS PÚBLICOS	6,601,274	5.8	6,446,064	5.4	5,671,607	4.6	5,962,838	4.7
SOCIEDADES CONCESIONARIAS	417,070	0.4	422,483	0.4	494,047	0.4	540,856	0.4
ALMACENES COMERCIALES	851,604	0.7	840,247	0.7	938,786	0.8	1,047,739	0.8
DIVERSAS	1,020,160	0.9	1,096,686	0.9	1,293,717	1.0	1,300,757	1.0
II. EMISORES EXTRANJEROS	46,509,252	40.6	49,065,335	41.4	49,897,554	40.2	50,148,019	39.8
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	612,490	0.5	638,100	0.5	375,938	0.3	230,560	0.2
Fondos de Inversión - Fibras	1,919,932	1.7	1,950,448	1.6	2,274,695	1.8	2,269,467	1.8

Fuente: SBS

6.3. Fibra I: Caso de Fondo de Inversión Inmobiliario

Fibra I es un fondo de inversión inmobiliario lanzado en el 2008 con un capital inicial de US\$ 81 millones. El objetivo de su inversión destina 2/3 del capital a proyectos de renta fija; entre ellos edificios de oficinas, centros comerciales y almacenes para rentar. El saldo, lo destina a inversiones inmobiliarias de renta variable, entre las que destacan los proyectos de vivienda y/o lotes de terrenos para vender.

Dado que es un fondo privado sólo se sabe que este Fondo de Inversión, que tiene el mismo nombre que el Fideicomiso en discusión en la presente tesis, fue suscrito con un 99% de participación de dos AFP's.

El objetivo de este fondo fue optar por potenciar las capacidades de los edificios de oficinas Premium para arrendarlos y generar rentas. El principal objetivo es tener un portafolio de edificios Premium para poder atraer corporaciones y transnacionales de primera clase como inquilinos y generar una relación de largo plazo con ellas.

Su estrategia de inversión va de la mano con la rentabilidad buscada. De la misma manera, la desinversión tiene un proceso de transferencia de activos y repartición de la renta y la plusvalía ganada con la venta del activo.

El activo que busca Fibra I es similar al de la Fibra TIIC. Edificios Premium, con inquilinos AAA, excelente ubicación y con certificación de ser sustentables en energía calidad ambiental y costo-eficiencia.

Para fines del 2016 o 2017; el fondo Fibra proyecta establecer un Fibra III con las mismas características; debido a que el éxito del Fondo I (que tiene 8

años de vigencia u una vida de 10 años) abrió las oportunidades para en el año 2012 se pueda suscribir la Fibra II por US\$ 163 millones. (Revisa Corporativa Inmobiliaria Spatium – Colliers International, Abril 2016)

La existencia de un caso de éxito como este a través de Fondos de Inversión, incrementa la probabilidad de que una FIBRA TIIC tenga éxito ante los inversionistas; pudiendo captar importante montos bajo las condiciones y requerimientos deseados por los inversionistas respecto al activo, su rentabilidad y el destino de los fondos.

Considerando que los principales participantes de éstos Fondos de Inversión son las AFP's, se tendría que realizar el mismo análisis que en el acápite anterior: la TIR de un la FIBRA TIIC debería ser más alta que el costo de oportunidad de la mejor inversión o proyecto que tiene vigente el Fondo interesado; limitado por el “Buquet” disponible que tienen las AFP's que conforman ese fondo.

CAPITULO VII

7. METODOLOGÍA APLICADA

En el presente capítulo se ejecutarán y aplicarán las metodologías descritas en el capítulo 2 con la finalidad de obtener resultados congruentes, cuantificables y que permitan soportar y argumentar los supuestos e inputs utilizados en la estructuración de los TIICS.

A través del Benchmark de las FIBRAS Mexicanas se analizará la casuística real, resaltando las características más sobresalientes de cada estructura. Luego a través de la aplicación de los factores críticos de éxito se tabularán y contrastarán éstas característica; decantando en un pool de variables que servirán como inputs para la estructuración. Finalmente, a través del análisis de costo de oportunidad se compararán las mejores alternativas que tienen tanto originadores como inversionistas frente a los TIICS. Se podrá revisar un análisis más extenso en el Anexo N° 8.

7.1. Aplicación: Benchmark

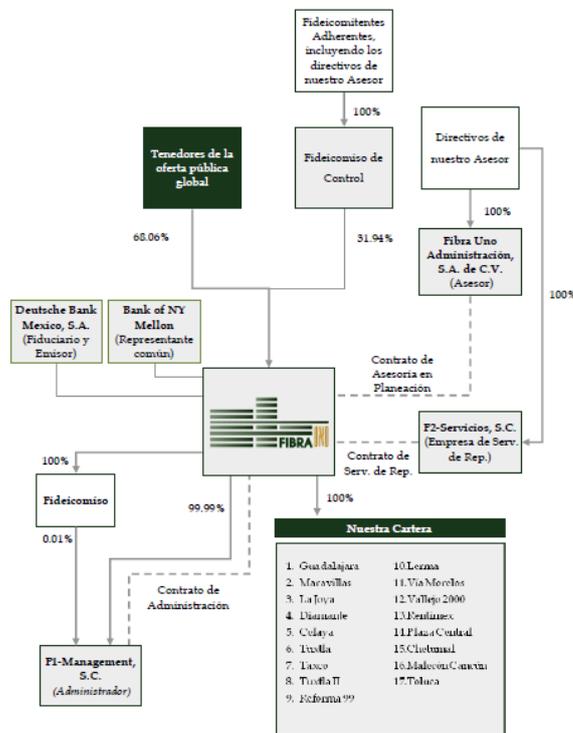
En función a la metodología cualitativa del benchmark, explicada en el capítulo N°3; se procede a analizar la muestra de referencia para este

7.1.1. Fibra Uno.

Fibra UNO es un Fideicomiso Mexicano cuyo objetivo es adquirir, poseer, desarrollar, arrendar y operar una diversa gama de inmuebles, entre las que se incluyen propiedades industriales, comerciales, turísticas, de oficinas y de uso mixto.

- **Administrador:** F1 Management, S.C
- **Asesor:** Fibra Uno Administración, S.A de CV.
- **Empresa de Servicios de Representación:** F2 Services, S.C.
- **Fideicomitente:** Fibra Uno Administración, S.A
- **Patrimonio inicial:** La Cartera está conformada por 16 propiedades y los Derechos de Arrendamientos de una propiedad con un total de 706,852 metros cuadrados de área rentable total, con una ocupación del 91%.
- **Propuesta de Inversión:** Se espera que los recursos captados en la emisión sea usada de la siguiente manera; 33% para adquirir propiedades adicionales de personas relacionadas, máximo 33% para adquirir propiedades adicionales en o para el desarrollo, y la diferencia para adquirir propiedades adicionales estabilizadas de terceros.

Figura #20: Estructura del Fideicomiso Fibra UNO



Fuente: Prospecto de Colocación de Fibra UNO, 2012

- **Garantías:** Los CBFIs no contarán con garantía real o personal.
- **Posibles Adquirentes:** “Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera cuando, en su caso, su régimen de inversión lo permita o prevea expresamente.” (Prospecto de Colocación Fibra Uno, 2012)
- **Estatus Actual de La Fibra UNO:** “Se anunció el 29/02/2016 la adquisición del Hospital Puerta de Hierro ubicado en el área metropolitana de Guadalajara. La propiedad cuenta con una ubicación privilegiada en una de las ciudades con más alto dinamismo económico y crecimiento demográfico. El hospital tiene 24,946 m de área bruta rentable. La operación fue un “sale and lease back” bajo un contrato triple neto, a 10 años, con dos prórrogas de 5 años cada una. La propiedad generará un ingreso neto operativo anual de Ps. 69.3 MM de Pesos Mexicanos. El precio de adquisición fue de Ps. 700 MM y fue pagado 100% con efectivo. El inmueble no tiene deuda.” (FUNO Comunicaciones, Febrero del 2016)

Como puede observarse, esta FIBRA ha crecido tan fuerte que se encuentra realizando estructuraciones con deuda y activos de mayor complejidad; como es el caso de los Hospitales. Sin dejar de lado, la simplificación de su estructuración y todos los beneficios tributarios que la FIBRA conlleva en México.

7.1.2. Fibra ProLogis

Se trata de un fideicomiso mexicano constituido con los objetivos de adquirir y administrar inmuebles destinados a actividades industriales. Uno de los principales objetivos del Grupo ProLogis es reestructurar las operaciones en México y transformarse en una FIBRA para efectos fiscales. El fideicomiso está compuesto de la siguiente manera.

- **Administrador:** Prologis Property México, S.A. de C.V.
- **Fideicomitente:** Prologis Property México, S.A. de C.V.
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A.
- **Patrimonio inicial:** El portafolio inicial consiste en 177 inmuebles destinados a las industrias manufacturera y logística con una ABR de 33 millones de m2.
- **Destino de los Recursos:** Se utilizarán los recursos para financiar la adquisición inicial, cubrir los gastos operativos relacionados y re-perfilar la deuda financiera de ProLogis.

Figura #21: Estructura del Fideicomiso Fibra ProLogis



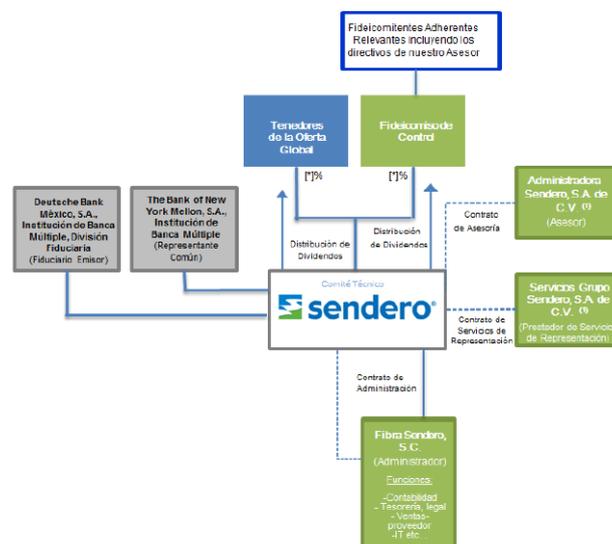
Fuente: Prospecto de Colocación de Fibra Prologis, 2014

- Estatus Actual de La Fibra ProLogis:** A principios del 2015, FIBRA Prologis refinanció US\$107.0 millones, incluyendo costos de repago, de los prestamos hipotecario que se vencían en 2016. Al 31 de diciembre de 2015, la Fibra ProLogis cuenta con una liquidez que bordea los Ps.\$ 7,657 millones de Pesos. Con una deuda neta a EBITDA ajustado de 4.58. Según el administrador durante el año 2015 se logró reducir el costo general de la deuda al prorrogar los vencimiento, re-perfilando a 4.5 años todo el endeudamiento; y reduciendo el costo ponderado de la deuda a 5%.

7.1.3. Fibra Sendero

Se trata de un fideicomiso mexicano constituido con los objetivos de desarrollar, construir, arrendar, adquirir, administrar y ser propietario de centros comerciales en México. Está compuesto por los siguientes elementos:

Figura #22: Estructura del Fideicomiso Fibra Sendero



Fuente: Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013.

- **Comité Administrador:** El GAV será el asesor y desarrollador de los Centros Comerciales existentes y futuros que formarán parte del fideicomiso.
- **Fideicomitente:** Administradora Sendero S.A. de C.V
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A.
- **Patrimonio inicial:** Luego de la oferta global, el Fideicomiso se haría propietario de un portafolio de 10 (diez) centros comerciales operando en 5 (cinco) estados de la República Mexicana, albergando 1,248 locales comerciales con un ABR (Área Bruta Rentable) de 198,774 m².
- **Propuesta de Inversión:** Como parte del portafolio de desarrollo y adquisición, se tenía pensado adquirir 39 locales comerciales en operación ubicados en el centro comercial Sendero Periférico con un ABR total de 10,612 m², mismos que comprenden el Portafolio de Edificadora del Norte, y así como 4 (cuatro) terrenos para desarrollar 4 (cuatro) Centros Comerciales adicionales en los que existirán 537 Locales Comerciales con un ABR total esperado de 82,684 m².
- **Estatus Actual de La Fibra Sendero:** La Oferta Global, proyectada para el mes de Noviembre del año 2013, no se llevó a cabo. Actualmente el GAV se encuentra obteniendo financiamiento en fondos privado. La razón por la cual no se realizó la emisión está relacionada a las condiciones de mercado que a finales del año 2013 y principios del 2014 se enfrentaba México y el sector retail. Según los principales funcionarios de Sendero, “las condiciones del mercado no eran las que habían anticipado.” Esto implica que las condiciones

externas impactan considerablemente en que la emisión y consolidación de una Fibra sea exitosa.

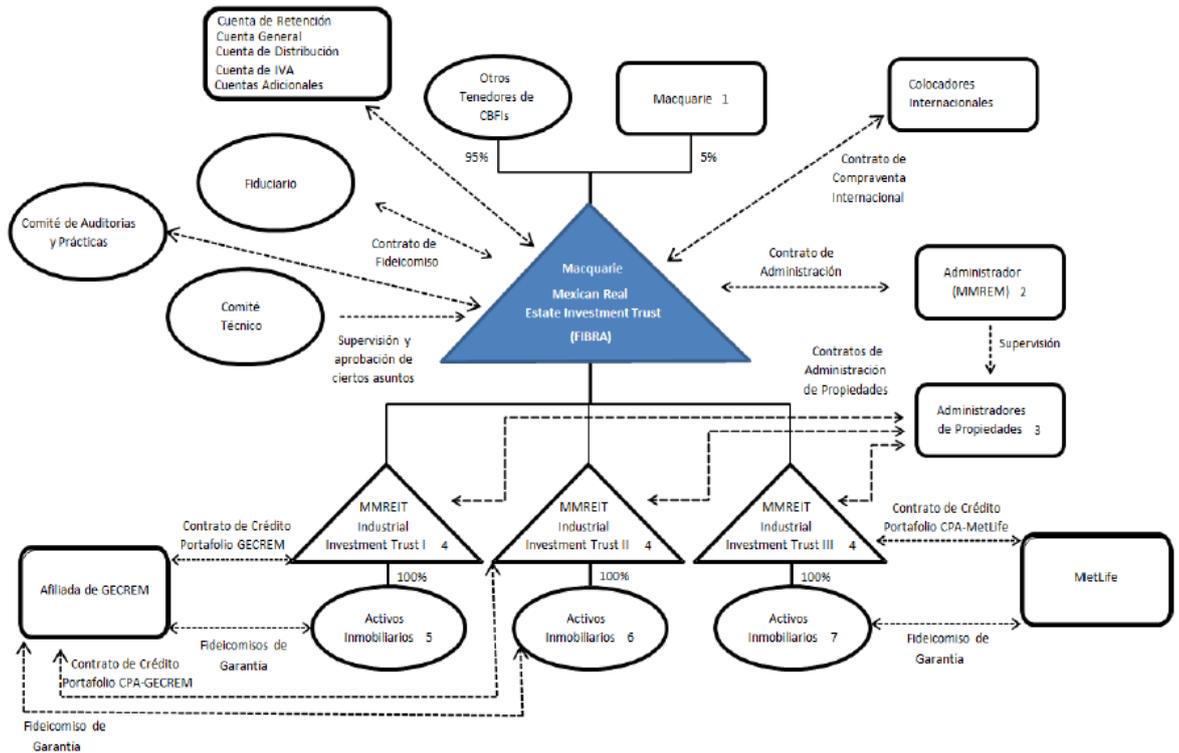
7.1.4. Fibra MQ

Fideicomiso creado para la adquisición o construcción de bienes inmuebles en México destinados para arrendamiento o la adquisición del derecho de obtener ingresos del arrendamiento de dichos bienes inmuebles, así como otorgar financiamiento para esos fines con una garantía de los bienes arrendados, en cada caso directamente o a través de fideicomisos. Los principales elementos del fideicomiso son los siguientes:

- **Comité Administrador:** Estará conformado y presidido por Macquarie México Real Estate Management, S.A. de C.V.
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A.
- **Patrimonio inicial:** 245 propiedades cuyos propietarios son los Fideicomisos de Inversión de MQ Group. Las propiedades está ubicadas en 21 ciudades de 15 estados mexicanos. El ABR aproximado es de 2.5 millones de m²; conteniendo a 333 arrendatarios de diversas industrias. Con una tasa de ocupación del 91.1%.
- **Propuesta de Inversión:** La totalidad de los recursos netos de la Oferta Global serán utilizados para la compra del Portafolio Inicial y para pagar impuestos, comisiones y gastos relacionados. Si existiera un saldo a favor, éste efectivo será usado para capital de trabajo para adquisiciones futuras.

- Patrimonio del Fideicomiso:** Incluye (i) la Aportación Inicia, (ii) los ingresos recibidos por cada emisión de los CBFi's, (iii) los activos propios de las actividades de inversión, (iv) Activos Inmobiliarios y (v) todo recurso depositado en las cuentas del fideicomiso.

Figura #23: Estructura del Fideicomiso Fibra MQ



Fuente: Prospecto de Colocación de Fibra MQ, 2013

- Estatus Actual de La Fibra MQ:** Al cierre del año 2015, la Fibra MQ muestra un crecimiento del 28.5% en su Market Cap. Se encuentra creciendo en la actividad inmobiliaria industrial; incrementado su ocupabilidad al 92.2%. Se distribuyeron alrededor de 0.46 Pesos/Certificado al cierre del cuarto trimestre, 29.9% más que el año pasado. A la fecha la Fibra muestra un incremento de 12.8% en el NAV de cada certificado. (Bolsa de Valores de México, 2015)

7.2. Aplicación: Los Factores Críticos de Éxito

Utilizando la metodología de factores críticos de éxito tanto para la documentación e información estadística en términos cuantitativos como para la información cualitativa de entrevistas; la aplicación se resume en las siguientes tabulaciones de resultados.

7.2.1. Factores Críticos de Éxito de la normativa de las FIBRAS (Mexicanas) y las REITS (Americanas)

Las normas y reglamentos que rigen a las FIBRAS conforme a la Legislación Aplicable, tienen características similares a las normas que rigen los REITs (Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria, por sus siglas en inglés) conforme a la legislación de los EE.UU. A continuación se presenta una tabla que destaca las principales diferencias a través de sus FCE:

Cuadro #14: Factores críticos de las FIBRAS (México) y REITS (EEUU)

FACTOR	FIBRAS DE MEXICO	REITS DE EEUU
Requerimiento Mínimo de Distribución	Se debe distribuir anualmente al menos el 95% del resultado Fiscal a los inversionistas.	Se debe distribuir al menos un 90% del Resultados Fiscal, excluyendo ganancias netas de capital a los inversionistas anualmente.
Prueba de Activos	Se debe de invertir al menos un 70% de los activos totales en inmuebles destinados al arrendamiento o actividades similares.	Se debe de invertir al menos un 75% de los activos totales en inmuebles (capital o deuda) valores gubernamentales y dinero en efectivo.
Prueba de Ingresos	<p>Los inmuebles deben ser destinados para arrendamiento o actividades similares, a menos que se encuentren en proceso de construcción.</p> <p>Las FIBRAS pueden proveer financiamiento a terceros para la adquisición o construcción de bienes inmuebles garantizados con hipotecas cerradas sobre los activos arrendados.</p>	<p>Por lo menos el 75% del ingreso bruto debe resultar de inversiones inmobiliarias calificadas, fuentes relacionadas incluyendo rentas de inmuebles, ganancia de venta de bienes inmuebles, intereses en hipotecas dividendos de acciones de REITS y ganancias en la venta de acciones de REITS.</p> <p>Debe distribuir por lo menos el 75% del ingreso bruto de dichas fuentes inmobiliarias y otras fuentes de inversión pasiva no inmobiliaria, tales como intereses, dividendos y la venta de participaciones o acciones representativas del capital social de dichas inversiones pasivas.</p>
Ventajas Fiscales	<p>Las FIBRAS operan con una estructura fiscal transparente pass through.</p> <p>Otros beneficios fiscales incluyendo el diferimiento del ISAI a cargo de la FIBRA en ciertos municipios y del ISR/IETU diferido por los aportantes, derivado de las ganancias generadas cuando los inmuebles son adquiridos por la FIBRA a cambio de CBFIs.</p> <p>Los bienes inmuebles deben permanecer como propiedad de la FIBRA y no ser vendidos por mínimo 04 años después de su adquisición (si totalmente desarrollados) para mantener los beneficios fiscales respecto de dicho bien inmueble.</p>	<p>Los REITS están exentos de impuestos a las sociedades en tanto distribuyan el 100% de su ingreso gravable de manera anual.</p> <p>Evitan la "doble tributación" tanto al nivel de la sociedad como del inversionista.</p>
Tratamiento Fiscal para inversionistas extranjeros	<p>Los Tenedores extranjeros de CBFIs generalmente se encuentran sujetos al ISR sobre las distribuciones de Efectivo que reciban, salvo que sean sujetos a reducción o excepción, en el caso de ciertas clases de inversionistas.</p> <p>Cada inversionista extranjero deberá verificar su elegibilidad para estar exento de impuestos con el Servicio de Administración Tributaria ("SAT").</p> <p>En relación con la venta de los CBFIs, los inversionistas extranjeros no están sujetos al pago del ISR en México, por la ganancia obtenida en la enajenación de CBFIs en la medida que la venta correspondiente se lleva a cabo a través de la BVM o un mercado de valores reconocido, según se define en el Código Fiscal de la Federación.</p>	<p>Los inversionistas no residentes de los Estados Unidos de acciones públicas sobre REITs están generalmente sujetos al 30% de impuestos de retención federales de EE.UU, sobre los dividendos derivados de un REIT, que son atribuibles a ingreso operativo respecto a las distribuciones de ganancias de capital, en tanto el REIT cotice en un mercado de valores y el inversionista sea tenedor de no más del 5% de capital listado del REIT.</p> <p>Los inversionistas no residentes de los EE.UU generalmente no están sujetos a impuestos federales o de retención de los EE.UU. por la venta de dichas acciones, en tanto el REIT cotice en un mercado de valores y el inversionista sea tenedor de menos del 5% del capital listado del REIT o dicho REIT sea controlado desde los Estados Unidos.</p>
Tratamiento Fiscal para inversionistas Locales	Las personas físicas residentes en México sin actividad empresarial están exentas del impuesto sobre la renta por la ganancia obtenida en la enajenación de CBFIs, en la medida que la venta correspondiente se lleve a cabo a través de la BVM o en un mercado de valores reconocido, según se define en el Código Fiscal de la Federación.	Los Tenedores estadounidenses pagan impuestos federales de los Estados Unidos sobre las ganancias distribuidas aplicando una tasa sobre ingreso ordinario y generalmente pagan impuestos federales sobre la renta respecto a ganancias de capital respecto a las distribuciones resultantes de la venta de inmuebles.

Fuente: (Del Barrio, 2013)

7.2.2. Análisis de los FCE de las Fibras Mexicanas

En base a la revisión, análisis y evaluación de los prospectos de tres fibras mexicanas; dos actualmente en el mercado y una que no logró realizar la emisión; el objetivo buscado con este análisis es realizar un benchmark para recoger inputs para la propuesta de la estructura óptima para inversionistas institucionales.

Cuadro #15: Análisis de los FCE de las Fibras Mexicanas

FCE	FIBRA UNO	FIBRA PROLOGIS	FIBRA SENDERO	FIBRA MQ
Industria/Sector	Inmuebles Industriales Comerciales Oficinas	Industria Manufacturera Logística	Centros Comerciales	Oficinas Industriales
Edad Promedio de Inmuebles	NA	7.7	8.5	4.0
ABR Total en m2	675,917 m2	29,750,000	292,250	2,500,000
Renta/m2 en US\$	US\$ 80.0 /m2	US\$ 53.18 / m2	1,450 a 1,724 Pesos/m2	4.52 Euros/m2
Ocupabilidad	93%	93.20%	99%	91%
Permanencia con el Instrumento	Hasta 10 años	Hasta 3 años, renovable	Hasta 10 años	5 años
Activo Inmobiliario	- Inmuebles Industriales - Almacenes - Centros comerciales - Oficinas	- Inmuebles Industriales - Almacenes - Terrenos	- Centros comerciales - Terrenos	- Inmuebles Industriales - Oficinas
Tipo de Inversionistas	- Fideicomiso de Control: 60% - Institucionales y/o Retail: 40%	Institucionales	Institucionales	Institucionales y Retail
Destino de Fondos	Compra de Inmuebles	Compra de Inmuebles Re-perfilamiento de deuda	Compra de Inmuebles Re-perfilamiento de deuda	Compra de Inmuebles
Administrador	F1- Mangement, SC.	- Prologis Property Mexico S.A.	Administradora Sendero S.A.V (Mismo Grupo Económico)	Macquarie México Real Estate Management, S.A. de C.V. (Mismo Grupo Económico)
Distribuciones	95% del Resultado Fiscal	95% del Resultado Fiscal	95% del Resultado Fiscal	95% del Resultado Fiscal
Comisión de Administración	Fija: 16,000,000 Pesos	0.75% sobre el NAV	1% sobre NAV	1.0% sobre el Market Cap
Comisión de Arrendamiento	N/A	5.0% (1eros 5 años) 2.5% (Hasta 10 años) 1.25% (Mas de 10 años)	N/A	6.0% (1eros 5 años) 3.0% (Hasta 10 años)
Comisión de Representación	3% sobre Ingresos Operativos	3% sobre Ingresos Brutos	N/A	N/A
Comisión de Asesoría	1% sobre NAV	N/A	N/A	N/A
Estandarización de Contratos	Si	Si	No	Si
Rotación de Inquilinos	NA	Baja	Baja	Baja
Período de Latencia	NA	Bajo	Bajo	Bajo

Fuente: Prospecto de Colocación de Fibra Uno, Fibra Prologis, Fibra Sendero y Fibra MQ. Elaboración Propia.

En base al análisis de los factores críticos de las Fibras Mexicanas, se obtendrán los principales inputs para la estructuración del instrumento TIIC en el siguiente capítulo. Estos inputs serán contrastados con la evidencia empírica recogida de las entrevistas como la viabilidad legal y económica de los mismos

7.2.3. Aplicación de los FCE a las entrevistas para la estructuración del instrumento

En base a las reuniones previas y entrevistas sostenidas con el asesor de la presente tesis (Profesor Alfredo Mendiola), uno de nuestros revisores (Profesor Paulo Comitre) y uno de nuestros potenciales usuarios del presente trabajo de investigación, Colliers (Rodolfo Monteza); se han identificado los Factores Críticos de Éxito a los que las entrevistas deben estar dirigidas para realizar una estructuración exitosa.

Los FCE identificados para las entrevistas se han agrupado en el siguiente cuadro ilustrativo, vinculados a los números las preguntas del cuestionario de la entrevista empírica:

Cuadro #16: FCE identificados para realizar las entrevistas

Tipo de CSF	Fuente de la CSF				
	Industriales	Competidores	Ambientales	Temporales	Management
Empresariales	(3) Apetito por el Instrumento	(17) Existencia de un mercado secundario	(2) Expectativas sobre el desarrollo inmobiliario corporativo en el Perú.	(30) Monto de Inversión esperado	(25) Estructura de Garantías
	(4) Sofisticación del mercado de valores		(5) Limitantes Financieras y Legales	(21) Rentabilidad/TIR mínima exigida del instrumento	
	(31) Apetito por tipo de inmueble.	(15) Apetito por un instrumento alternativo.	(23) Principales riesgos	(27) Rentabilidad/TIR mínima exigida del proyecto/activo	(31) Activo ideal para invertir
		(23) Principales mitigantes	(20) Pay-back esperado		
Operacionales	(28) Estructura ideal como patrimonio inicial		(7) Clasificación del Instrumento	(15) Ticket mínimo esperado	(6) Características buscadas por Inv. Institucional
			(10) Mejoras a la norma	(16) Liquidez del Instrumento	(8) Características básicas de instrumento
				(18) Valor mínimo esperado de re-colocación	(9) Proceso de Emisión
			(24) Alternativa de Inversión	(14) Inversiones en Fondos de Inversión Inmobiliarios	(11) Mejorador y Diversificación de Portafolio
			(29) Estructura contractual de arrendamiento: Tipo de contrato	(13) Inversiones actuales en instrumentos similares.	(12) Monto disponible para invertir
				(19) Mecanismos de salida	(22) Concentración máxima por tenedor
		(32) Costos y Comisiones	(21) Estructura contractual de arrendamiento: Plazo del contrato	(26) Características esperadas del administrador del fideicomiso	
				(21) Estructura contractual de arrendamiento: Arrendador	

Fuente: Tesis

7.2.4. Factores Críticos de Éxito de los resultados obtenidos en las entrevistas

Luego de realizadas las entrevistas, se procedió a tabular las respuestas de cada especialista en el siguiente cuadro, para poder sintetizar los resultados:

Cuadro #17: Resultado de las entrevistas realizadas a expertos – Estructuración

FCE/ENTREVISTADO INSTITUCIÓN	P. COMITRE LA FIDUCIARIA	I. LONCHARICH ESAN	J. MIRANDA ESTUDIO RUBIO	F. VILLAVICENCIO INTERCORP	I. RAMOS INTERCORP	E. AGUILAR INTERCORP	J. FARFAN E&Y
(2) Expectativas sobre el desarrollo inmobiliario corporativo en el Perú.	Sí hay mercado pero no se dan las facilidades, tanto a nivel de mercado como financieramente.	Aún es rentable.	Reducido en vivienda. En comerciales en crecimiento aún.	Exceso de oferta inmobiliaria corporativa.	Crecimiento moderado. Muchas re-estructuración.	Crecimiento moderado. Muchas re-estructuración.	N/A
(3) Apetito por el Instrumento	Sí.	Sí.	Sí.	Sí.	Sí.	Sí.	Sí.
(6) Características buscadas por Inv. Institucional	Tasa. Contratos estándares. Baja Latencia. No sobrecolateralizados. Generar plusvalía. No sobrecostos.	N/A	Buena rentabilidad. Riesgo Moderado.	Dominio Fiduciario Fondos primero deben cubrir obligaciones	N/A	Garantías	Buena rentabilidad Bajo riesgo Buenos partners inversionistas Fácil liquidación
(7) Clasificación del Instrumento	N/A	N/A	N/A	Alternativo	Alternativo	Alternativo	Alternativo
(8) Características básicas de Instrumento	Buena Tasa. Plazo calzado.	N/A	Buen prospecto. Buenas cláusulas de salida. Representaciones y garantías. Aseguramiento contra todo riesgo. Tributación crítica.	N/A	N/A	N/A	Buen due diligence financiero y legal. Buena clasificación. Buen administrador. Buen respaldo del originador.
(11) Mejorador y Diversificación de Portafolio	Sí.	N/A	N/A	Sí	N/A	N/A	Sí
(12) Monto disponible para invertir	Hasta US\$ 60 MM	N/A	N/A	N/A	Depende de inversionistas.	Depende de inversionistas.	Depende del inversionista.
(13) Inversiones actuales en instrumentos similares.	Hasta US\$ 60 MM	N/A	Sí en fondos de INV. CENTENARIO	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(14) Inversiones en Fondos de Inversión Inmobiliarios	Sí, pero Fondos de Inversión no son iguales a las FIBRAS.	N/A	Sí en fondos de INV. CENTENARIO	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(15) Ticket mínimo esperado	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(16) Liquidez del Instrumento	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(17) Mercado Secundario	Sí.	N/A	Sí.	Sí.	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(18) Valor mínimo esperado de re-colocación	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(20) Pay-back esperado	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(21) Rentabilidad/TIR mínima exigida del instrumento	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(22) Concentración máxima por tenedor	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(23) Principales riesgos	Contratos no estandarizados. Mal manejo de los activos.	Problemas registrales.	Mala elaboración de contratos. Mala representación. Malos mecanismos de salida.	Contratos de arrendamiento mal estructurados	Activos con alto gravámen	Mala estructuración de contratos de arrendamiento que no estén alineados con los del fideicomiso.	Conflicto de intereses entre los participantes. Contratos mal estructurados. Asimetría de información.
(23) Principales mitigantes	Property management.	Participación de un banco de inversión.	Buen contrato de fideicomiso y de emisión.	Contratos estandarizados.	Fideicomiso de Activos	Contratos estandarizados.	Contratos bien estructurados
(24) Alternativa de Inversión	Nota Titulizada	Nota Titulizada	Fondos de Inversión.	Terreno	Desarrollo Inmobiliario	N/A	Depende del inversionista.
(25) Estructura de Garantías	Fideicomiso del activo	N/A	Aisladas en Fideicomiso	Reales y Flexibles	Reales	Reales Mobiliarias	Depende del inversionista.
(26) Características esperadas del administrador del fideicomiso	N/A	Experimentado De preferencia Banca	Experiencia	Simplicidad No Público Experiencia	Experiencia	Experiencia	Depende del inversionista.
(27) Rentabilidad/TIR mínima exigida del proyecto/activo	5%	N/A		4%	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(28) Estructura ideal como patrimonio inicial	Edificios Prime Activo Libre	N/A	Edificio Prime	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	Fideicomiso de Activos	Fideicomiso de Activos	Depende del inversionista.
(29) Estructura contractual de arrendamiento: Tipo de contrato	Contratos estándares. Baja Latencia. No sobrecolateralizados.	Contratos estándares. Baja Latencia. No sobrecolateralizados.	Contratos estándares. Baja Latencia. No sobrecolateralizados.	Estandarizados. Plazos Largos. Penalidades de salida.	Estandarizados	Estandarizados	Depende del inversionista.
(30) Monto de Inversión esperado	Hasta US\$ 60 MM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(31) Apetito por tipo de inmueble.	Oficinas Prime	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Depende del inversionista.
(32) Costos y Comisiones	Adm. Fiduciaria: \$/20 M / Año	N/A	Por trámite y por hora.	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	N/A	N/A	Depende del inversionista.

Fuente: Elaboración Propia

Cuadro #18: Resultado de las entrevistas realizadas a expertos – Institucionales

FCE/ENTREVISTADO INSTITUCIÓN	J. VALDIVIEZO PROTECTA	F. GOICOECHEA INTERTITULOS	J.P. FOURNIER	A. CEVALLOS AFP INTEGRAL	J.P. NOZIGLIA	C. GAMERO AFP PROFUTURO	G. JABBOUR
(2) Expectativas sobre el desarrollo inmobiliario corporativo en el Perú.	Alta vacancia Reducción de precio por m ²	Potencial en Lima y Provincias.	Bajo crecimiento. Alto riesgo pero controlado.	Bajo crecimiento. Alto riesgo pero controlado.	Bajo crecimiento. Alto riesgo pero controlado.	Retrocediendo y estabilizándose.	Retrocediendo y estabilizándose.
(3) Apetito por el Instrumento	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí.	Sí.
(6) Características buscadas por Inv. Institucional	Buena rentabilidad Buena maduración	Transparencia Plazo Bajo Costo	Buena maduración. Buen Activo. Buen property manager. Buen Inquilino. Buena TIR Bajo riesgo	Mecanismos de salida claros Buena clasificación de riesgos de más de 1 clasificador si es posible.	Buena maduración. Buen Activo. Buen property manager. Buen Inquilino. Buena TIR Bajo riesgo	Tasa. Seguridad de contratos.	Tasa. Seguridad de contratos.
(7) Clasificación del Instrumento	Nota titulada	Alternativo	Alternativo	Híbrido	Alternativo, pero debería ser renta fija; si cambia la normativa.	Renta Fija	Debería ser renta fija, pero es alternativo.
(8) Características básicas de instrumento	N/A	Dos clasificaciones de riesgo.	Con otros inversionistas anclas. Buena clasificación. Más de 5 años. Buen portafolio de activos Tickets grandes Buen plan de inversión	Líquido y de rápida colocación	Buena rentabilidad Riesgos mitigados Más de 5 años de maduración	Definir tamaño mínimo de fondo. Clasificación de riesgo.	Definir tamaño mínimo de fondo Clasificación de riesgo Calificado Buena TIR Buen Plazo Calzado Buen Way Out Buen Plan de Inversión
(11) Mejorador y Diversificación de Portafolio	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
(12) Monto disponible para invertir	Depende del inversionista.	Depende de inversionistas. Usualmente Intelligo. Min: US\$ 10MM	30% a 35% ya colocados			Máximo 35% de cada fondo.	Máximo 35% de cada fondo.
(13) Inversiones actuales en instrumentos similares.	Sí	Bonos y Papeles 4% -5%	REITS mexicanas y americanas			Máximo 35% de cada fondo.	Máximo 35% de cada fondo.
(14) Inversiones en Fondos de Inversión Inmobiliarios	N/A	No.	Sí. Varios locales	Sí	Sí	Sí.	Sí.
(15) Ticket mínimo esperado	N/A	Depende del inversionista.	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	US\$ 5 MM	US\$ 5 MM
(16) Liquidez del Instrumento	N/A	Negociarse en rueda de bolsa. Transferible.	100%	100%	100%	Negociable a 1 año.	Negociable a 1 año.
(17) Mercado Secundario	N/A	Sí	Sí	No.	Sí	Sí	Sí
(18) Valor mínimo esperado de re-colocación	N/A	Depende del inversionista.	Depende del goodwill.	N/A	Depende del mercado.	Mayor al precio de compra.	Mayor al precio de compra.
(20) Pay-back esperado	N/A	Depende del inversionista.	5 años	5 años	5 años	20% sobre el valor Depende de la maduración	20% sobre el valor Depende de la maduración
(21) Rentabilidad/TIR mínima exigida del instrumento	N/A	4% -5%	5% Renta 15% Desarrollo Inmob.	Mercado: 5% - 10%	10% (Neto de IGV)	5% Renta 15% Desarrollo Inmob.	6% Renta 20% Desarrollo Inmob.
(22) Concentración máxima por tenedor	N/A	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.
(23) Principales riesgos	No esta sobrecolateralizado	Performance	Activo Ilíquido	N/A	Contratos de arrendamiento mal estructurados Ilíquidez No hay experiencia	Alta tasa de rotación de inquilinos.	Alta tasa de rotación de inquilinos.
(23) Principales mitigantes	Sobrecolateralizarlo con un flujo adicional	Clasificación del Instrumento	Compensación por no poder liquidarlo rápido.	N/A	Clausula de re-compra	Buen Property Manager. Provisión frente a rotación.	Buen Property Manager. Provisión frente a rotación.
(24) Alternativa de Inversión	Nota titulada	Bonos Corporativos Papeles de Corto Plazo	CP de Fondo de Inversión	CP de Fondo de Inversión	CP de Fondo de Inversión	Fondos de Inversión Inmobiliarios.	Fondos de Inversión Inmobiliarios.
(25) Estructura de Garantías	Flujo colateral	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	Fideicomiso del Activo	Fideicomiso del Activo	Fideicomiso del Activo	Cartas Fianzas por la vacancia de los contratos. Contratos bien estructurados.	Cartas Fianzas por la vacancia de los contratos. Contratos bien estructurados.
(26) Características esperadas del administrador del fideicomiso	N/A	Simplicidad No Público Experiencia	Experiencia Bajo Costo Diligente	Accountability	Experiencia Bajo Costo Diligente	Auditado. Equipo reconocido.	Auditado. Equipo reconocido.
(27) Rentabilidad/TIR mínima exigida del proyecto/activo	10%	10%	10%	10%	15%	15%	15%
(28) Estructura ideal como patrimonio inicial	Edificio Prime	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados
(29) Estructura contractual de arrendamiento: Tipo de contrato	Estandarizados	Estandarizados. Plazos Largos.	Estandarizados Maduración mínima 3 años Baja rotación Rápida re-colocación	Estandarizados	Estandarizados Por cada maduración, un instrumento de plazo diferente.	Contrato estándar. Ingresos Mensuales.	Contrato estándar. Ingresos Mensuales.
(30) Monto de Inversión esperado	N/A	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	USD 8 MM a USD 10 MM	USD 8 MM a USD 10 MM
(31) Apetito por tipo de inmueble.	Oficinas Prime	Oficinas Prime	Oficinas Prime	Oficinas Prime	Oficinas Prime + Estacionamientos	Oficinas Prime	Oficinas Prime
(32) Costos y Comisiones	N/A	Estructuración del Fideicomiso: US\$ 20M. Única Mantenimiento: US\$ 1.5 M a US\$ 3.5 M / Mes	Sobre lo invertido; 100 bps sobre la TIR ofrecida de casa de bolsa.			Costo de Administración: 1% al 3% Performance Fee: 0.5% al 1%	Costo de Administración: 1% al 3% Performance Fee: 0.5% al 1%

Fuente: Elaboración Propia

7.3. Aplicación: Costo de Oportunidad

En función a la metodología cualitativa del costo de oportunidad, explicada en el capítulo N°3; se procede a analizar la muestra de referencia para este.

7.3.1. Los TIICS vs Otros Productos de Ahorro/Inversión existentes en el mercado

Algunos estudios mencionan que las FIBRAS, suelen ser similares a los instrumentos de renta fija como los Bonos. Sin embargo, los bonos son sensibles a los cambios en las tasas y a su valor; además de la calificación crediticia. Por otro lado, el valor y la rentabilidad de las FIBRAS están afectadas por múltiples factores como capacidad instalada, ocupabilidad, beneficios promedios, adquisiciones de nuevos inmuebles, apalancamiento, pago de dividendos; entre otros. Entre todos ellos, el factor más importante para valorar a las FIBRAS es el crecimiento de los dividendos (McGoey, 2013).

A continuación se muestra un cuadro comparativo con instrumentos de renta fija y variable que podrían compararse con las FIBRAS.

Cuadro #19: Comparación entre instrumentos de renta vs TIICS

	FIBRA	DEPÓSITO A PLAZO	FONDO MUTUO
INSTRUMENTO	Certificado de Participación	Certificado de Depósito	Cuota
GARANTÍAS	No aplican al instrumento sólo al Fideicomiso teniendo los flujos y el activo colateralizado.	Garantía Líquida	Sin garantías
ESTRUCTURADOR	Banco Comercial ó Banco de Inversión	No es un instrumento estructurado.	SAFM
DIVERSIFICACIÓN	Puede invertir en uno o más proyectos, pero únicamente inmobiliarios.	Depósito Fijo con una renta fija en una sola entidad.	Dependiendo de la composición del fondo puede tener instrumentos de renta fija, variable, mixtos y deuda; y de diferentes sectores.
PLAZO	No mayores a 5 años.	El plazo máximo en el mercado es de 5 años. Pero podrían ser más.	Depende de la permanencia del tenedor
TIPO DE INVERSIONISTA/AHORRISTA	Institucional	Retail, Corporativo e Institucional	Retail y Corporativo
RÉGIMEN DE INVERSIÓN	Instrumento estructurado.	Depósito Fijo	Instrumento estructurado.
ENTIDAD COLOCADORA/VENDEDORA	Empresa con Banca Corporativa o de Inversión.	Cualquier entidad financiera que maneje pasivos (Bancos, Financieras, Cooperativas, Cajas rurales; entre otros)	Banca Retail y Corporativa

Fuente: Portal SBS, Portal SMV, Portal ComparaBien.com

Un factor sumamente importante en las FIBRAS es importante de tomar en cuenta es que, de acuerdo a los contratos típicos de Fideicomiso, si se decidiera emitir más CP's para incrementar el capital; los actuales tenedores de certificados no tendrán derecho a emitir más para mantener su porcentaje de participación. En resumen, la participación de los tenedores de CP's puede diluirse si la FIBRA decide crecer en capital. (Prospecto de Colocación Fibra Sendero, 2013).

7.3.2. Los THICS vs Los Fondos de Inversión Inmobiliarios

- **Comparación Normativa**

Antes de analizar rentabilidades ofrecidas y estructuración del instrumento; es importante resaltar las diferencia de los marcos normativos. El cuadro a continuación identifica y resume los puntos más importantes de la normativa de un fondo de inversión y lo contraste del que serviría como parte del marco normativo para la FIBRA THIC. Dado que es un instrumento híbrido, existen características del Fideicomiso de titulización que son adaptables a esta estructura y notablemente diferentes a la de un fondo de inversión.

Cuadro #20: Comparación entre Fideicomiso de Titulización y Fondos de Inversión Inmobiliarios

Atributos	Fideicomiso de Titulización	Fondo de Inversión
Fideicomiso	Fideicomiso de Titulización; una persona llamada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución del patrimonio autónomo (Patrimonio Fideicometido), sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular, la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 291. Únicamente las sociedades tituladoras pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en este tipo de fideicomiso.	Fondo de inversión es un patrimonio autónomo integrado por aporte de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos por cuenta y riesgo de los partícipes del Fondo, bajo la gestión de una sociedad anónima denominada Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
Administradoras	Sociedad Tituladoras; sociedad anónima de duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de Titulización, pudiéndose dedicar además a la adquisición de activos con la finalidad de construir patrimonios Fideicometidos.	Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI): Son sociedades anónimas que tienen como objetivo social la administración de uno o más fondos de inversión, autorizados por la CONASEV siempre en cuando emitan certificados de participación a través de oferta pública (también pueden administrar fondos mutuos y fondos de inversión privados).
Norma que regula el funcionamiento	<p>Acto Constitutivo del Fideicomiso (escritura de pública)</p> <ul style="list-style-type: none"> • La finalidad para el cual se constituye el Fideicomiso, • La individualización de los activos objeto de transferencia indicando si se encuentran en el patrimonio del transferente o son activos ajenos o futuros, asimismo se debe indicar si estos activos se encuentran sujetos a gravámenes, embargos o son materia de litigio judicial, arbitral o administrativa. • El modo y plazo de transferencia del activo. • Denominación del Patrimonio. • Derechos, Obligaciones y facultades del Fideicomitente, de la sociedad y del Fideicomisario. Con énfasis en los términos y condiciones de la emisión de los valores a los que servirá de respaldo, el derecho de voz y voto entre las diferentes series, o clases de valores. • Garantías adicionales establecidas por algunos de los participantes (Fideicomitente o Sociedad tituladora). • Condiciones o plazos. • Destino de los activos a la finalización de los fideicomisos 	<p>Reglamento de Participación</p> <ul style="list-style-type: none"> • Denominación del Fondo, especificando si sus certificados son de oferta pública o privada. • Plazo de duración del Fondo. • Política de inversiones (considerando el grado de diversificación y sus niveles de riesgo). • Planes de colocación de los certificados de participación. • Procedimiento para valorización del patrimonio. • Criterios para la distribución de los beneficios. • Comisiones que percibirá la Sociedad Administradora y gastos asumidos por la Sociedad y el Fondo. • Información a entregar a los partícipes (valorización de cuotas y periodicidad). • Normas para la suscripción y negociación de las cuotas • Mecanismos de arbitraje. • Las atribuciones de la asamblea general de participantes (Quorum, funciones del comité de vigilancia). • Políticas y Límites sobre concentración y participación de los partícipes. • Criterios de selección y renovación de la auditora del fondo y de la SAFI. • Política de incremento de aportaciones. • Política de endeudamiento. • Procedimiento para la transferencia, disolución y liquidación del Fondo.
Título a emitir	<p>Certificado de participación</p> <p>La sociedad tituladora emite valores libremente transferibles de derechos respaldados en el patrimonio fideicometido, pudiendo ser estos derechos de; contenido crediticio, (principal e intereses serán pagados por los recursos del patrimonio fideicometido) y De Participación, se confiere una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio fideicometido.</p>	<p>Certificado de participación</p> <p>El patrimonio del fondo está dividido en cuotas que se representan en certificados de participación, estos son transferibles y pueden adoptar la forma de títulos o anotaciones en cuenta, serán considerados propietarios. El partícipe es aquel que; Suscribe certificados de Participación (cuando la SAFI recibe el aporte del inversionista), Adquiere los Certificados de participación, adjudica los certificados de participación en copropiedad.</p>
Estructura	Comité de Administración en caso lo amerite	<p>Comité de Inversiones (conformados por al menos 03 persona naturales), quién es responsable de la decisiones de Inversión del Fondo.</p> <p>Comité de Vigilancia; deberá estar integrado por al menos 03 personas y máximo 06, diferentes a los accionistas, Directores y Gerentes de la SAFI (incluye conyugues y parientes hasta segundo grado de consanguinidad y personas vinculadas), las funciones de este comité son;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Vigilar que el fondo cumpla lo dispuesto en la ley, reglamento de participación y los términos de colocación. • Verificar que la información proporcionada a los partícipes es veraz y oportuna, • Verificar las acciones seguidas por las observaciones de los auditores externos del Fondo. • Convocar a asamblea general para dar cuenta de la gestión y según se considere necesario.
Inversiones permitidas		<ul style="list-style-type: none"> • Valores mobiliarios • Valores mobiliarios emitidos o garantizados por el Estado. • Instrumentos financieros no inscritos en Registros Públicos del Mercado de Valores. • Depósitos o instrumentos representativos de estos del Sistema Financiero Nacional o del Exterior. • Instrumentos financieros emitidos por Gobiernos Centrales de derecho público o privado extranjeros. • Certificados de Participación de Fondos Mutuos, • Inmuebles ubicados en Perú y derechos sobre ellos, • Operaciones de arrendamiento • Instrumentos derivados, operaciones de reporte, operaciones de pacto. • Otros valores que determine la Conasev.
Intangibilidad	Intangibilidad del Patrimonio Fideicometido; los activos que forman parte del patrimonio fideicometido no se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades del fideicomitente, fideicomisario, sociedad tituladora. En tanto los activos del patrimonio fideicometido se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades que la sociedad tituladora contraiga en cumplimiento de la finalidad del fideicomiso.	

Fuente: Ley de Fideicomisos / Ley de Fondos de Inversión – SMV

- **Comparación Cuantitativa**

En función al análisis de los prospectos informativos y los reglamentos de participación de los distintos fondos de inversión inmobiliaria, se han identificado características que los diferencian notablemente de la FIBRA TIIC propuesta. En términos de estructura, la FIBRA TIIC se diferencia en los siguientes elementos respecto a los fondos ya mencionados:

Cuadro #21: Comparación entre FIBRA TIIC y Fondos de Inversión Inmobiliarios

SAFI	Faro Capital	AC Capitales	FIBRA TIIC
Estructura	Faro Capital Fondo de Inversión Inmobiliario	Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces
Tipo de inversiones	(i) el desarrollo de proyectos inmobiliarios, en forma Directa o Indirecta para su venta, (ii) el desarrollo y/o adquisición de proyectos inmobiliarios o inmuebles para su arrendamiento o aprovechamiento económico y su posterior venta, (iii) adquisición de terrenos para su posterior desarrollo o disposición.	(i) Inversiones Inmoilairias que generen renta; (ii) Acciones en Empresas Inmobiliarias (iii) Asociaciones en Participaciones destinadas para la Venta Política de inversiones: Oficinas (30%), Almacénes (20%), Viviendas (29%) y Locales comerciales (21%).	Inversiones Inmoilairias que generen renta. Política de inversiones: Oficinas Prime (100%)
Inversiones	02 terrenos para lotización Industrial en Huachipa Este (Huarochiri) 01 terreno en Angélica Gamarra 01 Edificio en Santa Anita Participación en un contrato de asociación con Viva GYM (Proyecto Pezet)	Centro de depósitos y almacenaje Depocentro I (tiendas, talleres, estacionamientos y almacenes) Centro de depósitos y almacenaje Depocentro II (almacénes para custodia y distribución) Almacén Villa El Salvador Edificio Torre Siglo XXI (03 oficinas)- San isidro Edificio Torre Parque Mar - Miraflores Edificio Reducto Proyecto Grau Piura Ekimed SAC	Edificios de las principales zonas de Oficinas Prime en Lima: - Sanahattan - San Isidro Golf - Miraflores - San Borja - Chacarilla - Nuevo Este
N° de partícipes	9	24	4
Vida de Fondo	09 años (Periodo de inversión 05 años y Periodo de liquidación 04 años)	22 años	10 años
Clasificación	Af-	A-fi. Pe	AA-
Organización	Directorio, Gerencia, Gestores del Fondo, Comité de Inversiones y Comité de Vigilancia	Directorio, Gerencia, Gestores del Fondo, Comité de Inversiones y Comité de Vigilancia	Directorio y Comité de Administración
Rentabilidad Patrimonial	Dic.13 (-4.43%), Dic. 14(2.37%)	N/A	N/A
Valor Cuota (2014)	200,418	3,363	1,000

Fuente: Clasificación de Riesgo de Fondos Faro Capital y AC Capitales./ Prospectos Informativos de Riesgo de Fondos Faro Capital y AC Capitales.

Como puede observarse, uno de los elementos que no ha entrado en comparación es el valor de la TIR ofrecida. Esto debido a que, después del análisis de la casuística de las FIBRAS mexicanas, de los Fondos de inversión inmobiliarios peruanos y de su respectivo contraste con los especialistas; se llega a la conclusión que la TIR ofrecida por la FIBRA

TIIC no recogería dos efectos para llevar a su rentabilidad: (i) El “goodwill” generado por la revaluación de los activos invertidos a valor de mercado y (ii) el riesgo de construcción que llevan consigo los proyectos inmobiliarios que tiene pensado realizar la SAFI.

Considerando lo indicado, se tomará como referencia para los inputs del modelo de estructuración; los valores de las TIR otorgadas en las entrevistas a especialistas. En las cuales, los institucionales solicitan un promedio de 9.6% de TIR. Sin embargo, Colliers International contrasta este requerimiento e indica que estaría alrededor de 5%; por tratarse únicamente de rentas. Debido a que los institucionales, consideran la comparación vigente con los fondos de inversión y con la finalidad de no distorsionar la naturaleza del instrumento. La TIR mínima ofrecida por el TIIC será de 5%.

7.3.3. Los TIICS vs Otros Productos de Financiamientos existentes en el Mercado

Desde el punto de vista del originador la FIBRA TIIC será una fuente de financiamiento. Como se conoce, el sistema financiero cuenta con diversas opciones de financiamiento para inmuebles y activos fijos; desde la modalidad del préstamo directo hasta el crédito MiVivienda. Es importante realizar un análisis de costo de oportunidad de los mismos, para validar que los TIICS son una buena opción para los originadores en función a los siguientes elementos:

Cuadro # 22: Comparación entre FIBRA TIIC y otras alternativas de financiamiento

	Fibra TIIC's	Estamo MP Comerc	Leasing	Activo Fijo	Hipotecario	Hipotecario Mi Vivienda
Entidad	Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces	Banca Comercial Financiera Fondo de Inversión	Banca Comercial Financiera Fondo de Inversión	Banca Comercial Financiera	Banca Comercial Financiera Cooperativa de Ahorro y Crédito Caja Municipal	Banca Comercial Financiera Cooperativa de Ahorro y Crédito Caja Municipal
Monto mínimo	US\$ 15,000,000	US\$ 500,000	US\$ 500,000	US\$ 1,000	US\$ 40,000	US\$ 30,000
Maduración máxima	10 años	7 años	8 años	5 años	20 años	15 años
TCEA Prom a maduración máxima (*)	9.00%	9.50%	9.50%	33%	15%	10%
TCEA empírica a maduración máxima (**)	9.00%	9.50%	9.50%	12%	11.20%	10%
Comisión de estructuración	2.00%	1.00%	0.75%	0.50%	0%	0%
Garantías	Fideicomiso	Prenda o hipoteca	Propiedad	Prenda o hipoteca	Hipoteca	Hipoteca y Fondo Mi Vivienda
¿Property Management?	Sí	No.	No	No.	No.	No.

(*) TCEA publicada en SBS y consultas a funcionarios de IBK, BCP y BBVA.

(**) TCEA en base a conocimiento de banca comercial y referencias de banqueros.

Fuente: Portal del Usuario de la SBS / Consulta a Ejecutivos de Banca Comercial y Leasing de IBK, BCP y BBVA.

CAPITULO VIII

8. ESTRUCTURACIÓN DE LOS THICS (TÍTULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIOS CORPORATIVOS)

La revisión del marco conceptual, normativo y contextual han permitido ubicar al lector del presente trabajo de investigación en criterios necesarios para entender la relevancia de la creación del instrumento propuesto en el presente trabajo de investigación.

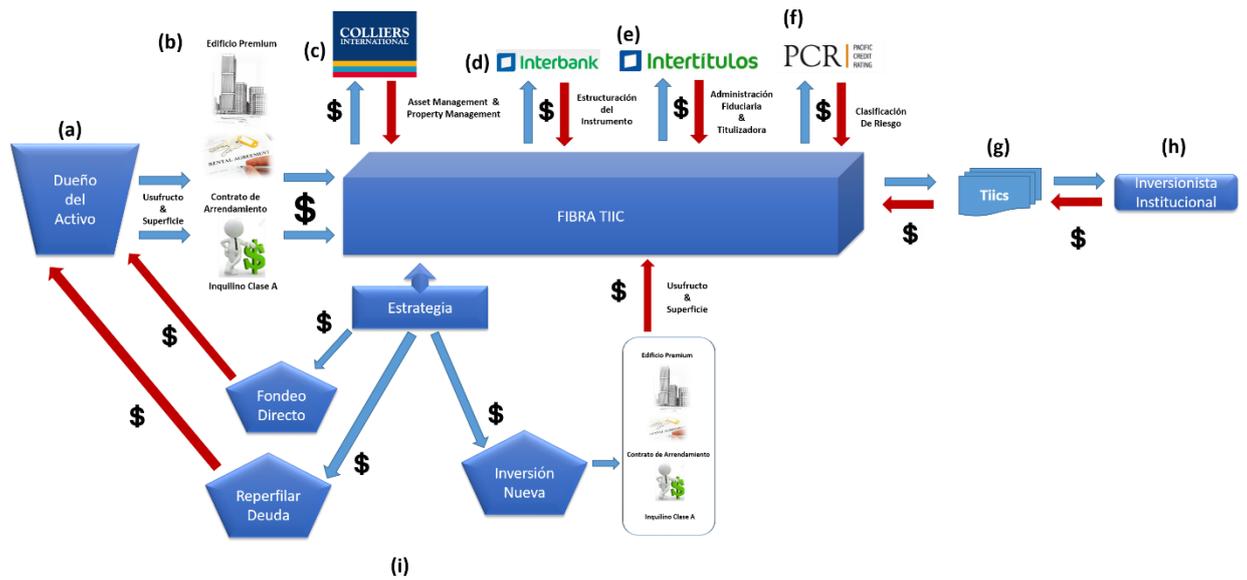
A su vez, la validación de todos los casos de éxito así como la identificación de los factores críticos de éstos y el contraste con la entrevista a expertos, han permitido identificar los inputs más importantes para la estructuración de los THICS como instrumento de inversión.

Lo que se verá a continuación será la estructuración final de la FIBRA THIC y de su respectivo instrumento de inversión; así como la evidencia empírica recogida principalmente en las entrevistas y los factores críticos que respaldan la relevancia de este instrumento.

8.1. Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces THIC

El patrimonio autónomo que llamaremos FIBRA THIC, sobre el cual se estructurará el instrumento deberá contemplar a los siguientes agentes y contar con las siguientes características:

Figura #24: Esquema de Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces TIIC



Fuente: Elaboración Propia

8.1.1. Originador/Fideicomitente (a): Propietario o grupo de propietarios del activo subyacente que será cedido a la FIBRA TIIC.

8.1.2. Activo Subyacente/ Patrimonio Fideicometido Inicial (b): Estará compuesto por:

- **Inmueble corporativo (edificio u oficina) Prime:** Portafolio de edificios, o grupo de oficinas, categorizados como Prime A o A+. Estos activos no necesariamente tienen un contrato de arrendamiento vinculado (en caso el edificio tenga un alto nivel de vacancia), éste contrato será conseguido a-posteriori por el Property Manager en un plazo no mayor a 2 años. (Entrevista a Rodolfo Monteza – Colliers , 2015). Tienes las siguientes características:

- **Premium:** Edificios construidos y terminados con altos estándares de calidad y buenos acabados. No se requiere inversión adicional.
- **Sostenibles:** Eficientes en el uso del recurso hídrico y energético. De preferencia con certificación LEED.
- **Ubicación consolidada:** Que facilite el desarrollo de nuevos negocios secundarios o complementarios que a su vez sean la plataforma para un incremento del valor de renta por m² en la zona de desarrollo.
- **Zonificación:** Deberá estar ubicado en una zona donde se minimice el riesgo climático y social. Reduciendo la aceleración del deterioro del activo.
- **Contrato de Arrendamiento:** Deberá ser un contrato estandarizado con las siguientes características:
 - Plazo mínimo: 5 años, renovables por un período de 5 años.
 - Renovables.
 - Existencia de Penalidades de Salida.
 - Mecanismos para evitar el sub-arriendo o cesión a un tercero que no sea el fideicomiso.
 - Mecanismos de desalojo ante el incumplimiento del contrato.
 - Colateralizados con una estructura de garantías que contemple cartas fianzas o pagarés.
- **Inquilinos,** con las siguientes características:
 - Sólo Personas Jurídicas. No Personas Naturales.
 - Calificación Normal en Centrales de Riesgo.

- Capacidad de Endeudamiento y/o Acceso al Crédito.
- Contar con asesoría legal especializada.

8.1.3. Administrador Inmobiliario y/o Property Manager (c): De acuerdo a lo recomendado por Colliers International, es preferible que sea la misma empresa (Colliers International) la que se encargue de estas labores. Éste será sub-contratado por el Fiduciario y tendrá como responsabilidades la recaudación de las rentas de alquiler, la comunicación con los inquilinos, el mantenimiento del edificio, el mantenimiento de las áreas comunes, gestión documentaria y responsable de los trámites frente a las municipalidades y las aseguradoras. La comisión del Property Management, estará alrededor de los US\$ 3 por m2 administrado. (Entrevista a Rodolfo Monteza – Colliers , 2016)

8.1.4. Estructurador (d) : Banco de Inversión con experiencia en el rubro. En esta ocasión se ha tomado a Interbank y su división de Finanzas Corporativas como estructurador debido a la experiencia que tiene con empresas del sector y con titulaciones inmobiliarias para el crecimiento del Grupo Intercorp. Además, al tener al estructurador y fiduciario dentro del mismo grupo, la posición negociadora frente a costos; debido al cross-selling generado; es mejor. La comisión de estructuración se dividiría en una comisión fija de estructuración al principio y una variable al momento de la colocación. La comisión fija se ubicaría en el orden de los US\$ 500,000 y la comisión variable sería alrededor de 1.00% de la colocación. (Entrevista a Felipe Goicochea - Intertítulos, 2016)

8.1.5. Fideicomisario / Fiduciario y Tituladora (e): Entidad administradora de negocios fiduciarios supervisada con experiencia en gestión patrimonial

de activos inmobiliarios. En este caso será Intertítulos del Grupo Intercorp. Esto debido a la alta experiencia con fideicomisos de titulación de activos inmobiliarios de la mano con Nexus Group y que han sido la base para el crecimiento del grupo económico. La comisión de estructuración y titulación del fideicomiso estará alrededor de US\$20,000 por única vez; y la comisión de mantenimiento en el orden de los US\$ 1,500 mensuales. (Entrevista a Felipe Goicochea - Intertítulos, 2016)

8.1.6. Clasificadora de Riesgo (f): Pacific Credit Rating. Clasificadora reconocida y aprobada por la SMV. A solicitud de los inversionistas institucionales; ésta clasificación es sumamente necesaria. El costo de la clasificación del instrumento se encuentra alrededor de US\$ 50,000 anuales por instrumento (Pacific Credit Rating).

8.1.7. Instrumento (g): TiiC (Título de Inversión Inmobiliario Corporativo)

8.1.8. Inversionista Institucionales (h): (i) AFP's – Fondos de Pensiones, (ii) Compañías de Seguros/Reaseguros y (iv) Fondos de Inversión.

8.1.9. Destino de los recursos obtenidos (i) :

- Se tienen tres estrategias generales:
- Re-perfilamiento de deuda: Ya sea por un problema de liquidez ajustada o en búsqueda de mejores condiciones de tasa y maduración.
- Estrategia de inversión: Para incrementar el portafolio de activos, se decide invertir en nuevos activos que cumplan con las mismas características que el patrimonio inicial y que sean aportados a la FIBRA TIIC para su administración.

- Fondeo directo: Otorgar financiamiento sin necesidad de definir previamente un destino de los fondos.

8.1.10. Tipo de Oferta: Privada con inscripción pública.

8.2. Proceso de emisión para los TIICS

Un elemento crítico del que también depende el éxito de la colocación de una TIIC es el proceso de emisión. Con la finalidad de mantener coherencia con la casuística analizada y aterrizándola a la realidad local; se ha decidido describir los procesos de emisión existentes así como la normativa relacionada en una primer instancia. En una segunda instancia, se ha buscado la opinión de expertos respecto a qué proceso sería el más adecuado; y por último se ha contrastado con la realidad actual de los fondos de inversión. La evidencia empírica concluye que el procedimiento que mejor se alinea con los objetivos buscados es el Privado.

8.2.1. Mecanismos de emisión

Bajo la normativa vigente existen dos tipos de mecanismo de emisión: (i) Público y/o (ii) Privado. Ambos con características bastante similares pero con diferencias en cuanto a la exposición de la información, del proceso de convocatoria y del instrumento como tal.

La evidencia empírica recogida en forma de recomendaciones en las entrevistas a los especialistas del área Legal (Jorge Miranda, Fátima Villavicencio, Ivonne Ramos y Enrique Aguilar) nos indica que una emisión privada tendría más congruencia con la estructura planteada; toda vez que el contrato de fideicomiso y de emisión pueden adoptar una estructura flexible a solicitud del inversionista target y sus requerimientos.

El marco normativo estaría muy relacionado al de un fideicomiso de titulización, según lo indica Ivanna Loncharich; con algunas modificaciones relacionadas al tipo de instrumento que se va a emitir.

Para Felipe Goicochea, de Intertítulos, la mejor forma también es la emisión privada y en su experiencia es la que más éxito ha tenido en el país tanto a nivel de proyectos inmobiliarios como de inversión en energía, educación y salud. El costo de administración reducido facilita la rentabilidad de los mismos.

Para Profuturo AFP (Gamero y Jabbour) y AFP Integra (Fournier y Noziglia), hacerlo privado sería lo más sensato. Sin embargo, se debería respetar el marco normativo de la SMV, que considera: (i) Comunicación oficial del representante legal, (ii) remisión del acuerdo de emisión con las características de los títulos valores a ser emitidos, (iii) Proyecto de Prospecto Informativo, (iv) Información Financiera relevante de los sponsor, flujo de caja del instrumento y toda información complementaria y por último; (v) contar con una clasificación de riesgos del instrumento a través de una clasificadora reconocida.

Considerando lo comentado en las entrevistas así como la casuística actual analizada, se propone realizar una emisión privada pero contemplando las recomendaciones de los inversionistas institucionales respecto a ampararse en el marco normativo y en el proceso de la SMV. Conjuntamente con ello, en términos legales, tanto la profesora Ivanna Loncharich (Esan) como el Dr. Miranda (Estudio Rubio) concuerdan en que se debe inscribir en registro públicos el contrato de fideicomiso, los contratos de

arrendamiento cedidos para su titulación y todo documento que el inversionista institucional requiera.

En ese sentido, el proceso de emisión contemplaría las siguientes etapas:

Figura #25: Esquema de Proceso de Emisión para un TIIC

PROCESO DE EMISIÓN DE UNA TIIC
ESTRUCTURACIÓN
INSCRIPCIÓN EN LA SMV
COMUNICACIÓN OFICIAL
REMITIR ACUERDO DE EMISION
REMITIR PROYECTO DE PROSPECTO
REMITIR INFORMACIÓN FINANCIERA
REMITIR PROYECCIONES
CLASIFICACIÓN DE RIESGOS
ROADSHOW CON INVERSIONISTAS
ENVÍO DE INFORMACIÓN
ENVIO DE INFORMACIÓN SOBRE LOS ACTIVOS
ENVIO DE INFORMACIÓN SOBRE LOS INQUILINOS
ENVIO DE INFORMACIÓN SOBRE LOS CONTRATOS DE ARRENDAMIENTO
ENVIO DE CONTRATO DRAFT DE EMISION
ENVIO DE CONTRATO DRAF DE ARRENDAMIENTO ESTANDARIZADO
ENVIO DE CONTRATO DRAFT DE FIBRA TIIC
PROCESO DE CONSULTAS
GESTIONES DE BLOQUEO HIPOTECARIO
INSCRIPCIÓN EN RRPP DE LOS CONTRATOS
INSCRIPCIÓN EN RRPP DE LAS HIPOTECAS
INSCRIPCIÓN EN RRPP DE LOS FIDEICOMISOS

Fuente: Elaboración Propia

8.2.2. Prospecto Informativo para una TIIC:

Según el artículo 56 de La Ley de Mercado de Valores el prospecto de emisión debe contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, como mínimo:

- *Las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular;*
- *Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista;*
- *Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas;*
- *Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en*

su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor;

- *Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita;*
- *El detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda;*
- *El procedimiento a seguir para la colocación de los valores; y,*
- *La información complementaria que determine CONASEV mediante disposiciones de carácter general. (Ley de Mercado de Valores – Artículo N° 56, 2015)*

Las entrevistas sostenidas con Jorge Miranda del Estudio Rubio y Georgina Jabbour de AFP Profuturo, otorgaron información adicional empírica sobre los puntos críticos que debe tener un Prospecto “Tipo” para estos instrumentos, de tal manera que sean atractivos en materia legal y de riesgo. Dentro de los principales elementos; sumándose a las detalladas líneas arriba:

- *Análisis de mercado detallado.*
- *Detalle completo de la experiencia de los miembros del comité administrador y de inversión.*
- *Detalle completo y “track record” del originador.*
- *Características generales y específicas de los activos*
- *Características generales y específicas de los contratos de arrendamiento.*
- *Detalle específico de todos los derechos de los tenedores.*

- *Detalle de todas las vías de comunicación y / o reclamos para los tenedores.*
- *Clausula Fuerte de Representaciones y Garantías*
- *Responsabilidades del fideicomiso, sin eximir el 100% de las responsabilidades.*
- *Mecanismos de cobertura de seguros.*
- *Mecanismos de salida explícitos*
- *Cláusulas de salida o desinversión con compromisos claros.*
- *Procedimientos de arbitraje claros.*

CAPITULO IX

9. VIABILIDAD ECONÓMICA DE LOS TIICS

Luego de establecer supuestos y parámetros, se procederá a evaluar el valor agregado generado por la FIBRA TIIC para los diferentes participantes del esquema; a través de la elaboración de flujos de caja económicos y financieros; y la metodología de descuento de flujos.

De la misma manera, se hallará la TIR que ofrece para los inversionistas institucionales, de tal manera que se pueda corroborar que efectivamente es un instrumento atractivo para ellos.

9.1. Supuestos generales

Considerando que existe limitada información financiera para tomar un benchmark de alguna valorización o flujo de caja de un instrumento similar es importante definir supuestos. Los símiles mexicanos consideran variables como la inclusión del retail y las exoneraciones tributarias. Por lo descrito anteriormente, se procederá a estructurar un modelo empírico que se encuentra limitado por los siguientes supuestos:

- *Se asume que todos los activos cedidos a la FIBRA TIIC son oficinas terminadas y operativas. Es decir, no se trata de oficinas “grises”; que demanden una inversión adicional para poder ser utilizadas por los inquilinos. Ni siquiera las que tienen vacancia.*
- *Todo análisis de flujo de caja no considera impuestos ni escudos tributarios.*

- *No se considera efecto del tipo de cambio y se asume toda la estructura dolarizada.*
- *Se asume que el flujo de renta de la estrategia de re-perfilamiento paga la deuda asociada.*
- *No se tomará valores de perpetuidad, toda vez que se asume que el fideicomiso tiene una vida finita de 10 años.*
- *Los Ingresos Brutos de Renta son los EBITDA de los arrendadores, bajo el escenario de arrendamiento sin property management. Debido a que todos los costos y gastos son trasladados a los inquilinos.*
- *Los Ingresos no se ajustan ni por inflación ni por tasas crecientes.*
- *Se asume que el originador no tiene acceso al crédito fácil dada la coyuntura del sector inmobiliario en términos de solvencia.*
- *La FIBRA TIIC asume todos los costos de seguros.*
- *Los seguros se pagan por adelantado un año.*

9.2. Inputs de la investigación

9.2.1. Data de las FIBRAS mexicanas

El análisis de los FCE de las FIBRAS mexicanas, permiten identificar algunos datos que serán utilizados como inputs y supuestos para el presente modelo. Entre ellos se identifican los de carácter cualitativo, debido a que los cuantitativos difieren considerablemente de lo que podría aplicarse en el Perú. Esto porque las FIBRAS en México tienen casi 10 años de desarrollo con un mercado que cuenta con un dinamismo considerable como ya se ha explicado anteriormente.

Los FCE a tomar en cuenta en la presente estructuración son:

Cuadro # 23: Esquema de Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces TIIC

FCE	FIBRAS MEXICANAS	TIICS
Industria/Sector	Industriales, Logísticos y Oficinas	Oficinas
Aportación Inicial	Propiedades + Contratos de Arrendamiento	Propiedades + Contratos de Arrendamiento
Estrategia de Inversión	Re-perfilar deuda, nuevos inmuebles y capital de trabajo.	Re-perfilar deuda, nuevos inmuebles y fondeo directo (sin destino específico).
Arrendatarios	- Gobierno federal - Empresas privadas	- Empresas privadas
Edad Promedio de Inmuebles	8 años	No mayor a 8 años
ABR Total en m2	Depende del tamaño de activos disponibles	Depende del tamaño de activos disponibles
Renta/m2 en US\$	US\$ 70.0 /m2	Entre US\$ 17.0 / m2 a US\$ 20.0 / m2
Ocupabilidad	93%	90.00%
Máximo plazo de arrendamiento	De 3 a 10 años, renovable.	De 3 a 10 años, renovable.
Tipo de Inversionistas	- Fideicomiso de Control - Institucionales - Retail	- Institucionales
Derechos del Tenedor	- Distribuciones de Efectivo - Derecho a Voto - No tienen derecho a propiedad sobre el inmueble	- Distribuciones de Efectivo
Administrador	- Empresa del grupo económico	- Administrador tercero, fuera del grupo económico
Estandarización de Contratos	Si	Si
Rotación de Inquilinos	Baja	Baja
Período de Latencia	Nulo	Nulo

Fuente: Elaboración Propia

9.3. Parámetros de los TIICS

Considerando los resultados del proceso de investigación, se detallan los principales parámetros que serán utilizados en el modelo financiero a estructurar y las fuentes de las que se han tomado.

Cuadro # 24: Parámetros considerados en el modelo financiero

PARÁMETRO	MONTO / DESCRIPCIÓN	UND	FUENTE
Inmueble	Edificio de Oficinas Prime	-	Tesis
Activos Subyacentes	Inmuebles + Flujos titulizados de contratos de arrendamiento	-	Tesis
Estrategias	Re-perfilar deuda	-	Tesis
Maduración del instrumento	10	años	Tesis
TCEA de la Deuda	9.50%	%	SBS
TCEA de descuento de los flujos iniciales	12.00%	%	Interbank - Finanzas Corporativas
TCPA de remuneración mínima de flujos TIIC	3.30%	%	Tesis
COK del Instrumento	6.00%		Entrevistas: AFPs, Colliers y Profesores. Costo de Oportunidad: vs SAFI FCE: Fibras Mexicanas
Repartición de ingresos de la FIBRA TIIC	95.00%		FCE: Fibras Mexicanas Costo de Oportunidad: vs SAFI
# Edificios	4.00	#	Tesis
ABR / Edificio en m2	12,802	m2	Colliers International
Áreas comunes en m2 / Edificio	4,267	m2	Colliers International
Total m2 / Edificio	17,069	m2	Colliers International
Total ABR	51,208	m2	Colliers International
Total m2	68,276	m2	Colliers International
Vacancia inicial	19.9%	%	Colliers International
Vacancia lograda con Property Management	10.0%	%	Colliers International
PER	18.00	-	BCRP
Precio de Venta por m2	2,380	US\$	Tesis
Renta por m2 inicial	15.0	US\$	Colliers International
Renta por m2 con Property Management	19.5	US\$	Colliers International
Impacto del Property Management	2.0	años	Colliers International
Ticket mínimo por AFP	15,000,000	US\$	Entrevistas: AFPs
Ticket mínimo por Aseguradora	5,000,000	US\$	Análisis de la Demanda/Oferta
Monto Total de Emisión	47,452,897	US\$	Entrevistas: AFPs
# AFP's	3	#	Entrevistas: AFPs
# Aseguradoras	1	#	Análisis de la Demanda/Oferta
Monto Invertido por AFP's	45,000,000	US\$	Entrevistas: AFPs
Monto Invertido por Aseguradora	2,452,897	US\$	Análisis de la Demanda/Oferta
Cobertura Fondo de Garantía	3.8%	%	Tesis
Capex Mantenimiento	2.23% de Ingresos de Arrendamiento	US\$	FCE: Fibra MQ
DD Legal - Revisión de documentos	5.00	US\$ / Hora	Entrevista: Estudio Rubio & Leguía
DD Legal - Trámites	5.00	US\$ / Tram	Entrevista: Estudio Rubio & Leguía
DD Legal - Procedimientos	5.00	US\$ / Proc	Entrevista: Estudio Rubio & Leguía
# Horas de Revisión	480.00	#	Entrevista: Estudio Rubio & Leguía
# Horas de Trámites Legales	480.00	#	Entrevista: Estudio Rubio & Leguía
# Procedimientos Legales	60.00	#	Entrevista: Estudio Rubio & Leguía
Comisión de Estructuración Inicial	350,000	US\$	Interbank - Finanzas Corporativas
Comisión de Estructuración a la Emisión	1% de la Emisión	%	Interbank - Finanzas Corporativas
Clasificación del Instrumento Anual	50,000.00	US\$	Class Asociados Clasificadora de Riesgos
Contingencias	0.05% de los Ingresos Brutos	#	FCE: Fibra MQ
Costo Asset Management	40,000	US\$	Colliers International
Property Management	2.50	US\$ / m2	Colliers International
Costo de Estructuración Fiduciario	20,000	US\$	Intertítulos - Intercorp
Costo de Mantenimiento del Fideicomiso	1,200	US\$/Mes	Intertítulos - Intercorp
Costo de Aseguramiento	1.59	US\$ / m2	Cotización On Line- Pacifico Seguros
Comisión Anual de la FIBRA TIIC	1.00%	US\$ / m2	Costo de Oportunidad: vs SAFIs
Impuestos Prediales	1% del valor de la propiedad	US\$	SAT
Gastos Generales	0.50% de los Ingresos Brutos	US\$	FCE: Fibra ProLogis
Asesoría Fiscal y Legal	0.05% de los Ingresos Brutos	US\$	FCE: Fibra ProLogis

Fuente: Elaboración Propia

9.4. Estructura de Garantías

Dada la naturaleza de la Fibra como Fideicomiso; todos los activos cedidos a la Fibra se encuentran blindados en su ejecutabilidad. Tanto los inmuebles como los contratos. No obstante, es importante definir el proceso operativo de la colateralización de la operación en dos capas, para el caso del re-perfilamiento de deuda:

9.4.1. Capa #1: Cesión de Derechos sobre los Contratos

Todos los contratos de arrendamiento son cedidos a favor de la FIBRA TIIC, permitiendo dentro de su estructura poder modificar los plazos y las condiciones comerciales generales.

9.4.2. Capa #2: Cesión de derecho de usufructo y superficie

Una vez que la deuda ha sido re-perfilada o cancelada. Se procede con la colateralización de los activos. Esto sólo podrá suceder si es que con el descuento de los flujos cedidos, el originador logra pagar el 100% de las obligaciones que gravan con hipotecas la deuda vigente. De lo contrario, la colateralización sólo estará enmarcada por la primera capa de garantías. Es decir los flujos.

Es importante mencionar que gravar desde un principio los activos como hipoteca sólo podrán realizarse en un principio, en un segundo rango. Y dependiendo del mecanismo detallado líneas arriba; podrá ser cedido en su totalidad al fideicomiso o no. Para fines prácticos se asumirá que no se podrá constituir como colateral a los activos hipotecados. Para lo cual se propondrá una “*sobre colateralización*” adicional a los flujos cedidos.

9.4.3. Fondo de Garantía

Debido al alto riesgo operativo que comprende la incapacidad de ejecutar los bienes inmuebles; y con la finalidad de compensar los riesgos comprendidos en la estructuración del presente instrumento así como el proceso de titularización y estandarización de contratos. Se propone

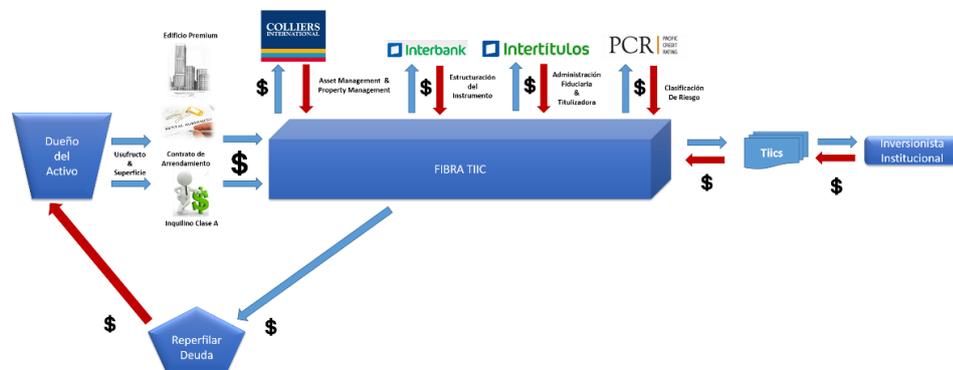
constituir un fondo de garantía equivalente al 3.8% de los flujos de caja económicos anuales del instrumento. De no ejecutarse en ningún momento, esto acumularía un fondo de USD 3.08 MM, el cual será devuelto al terminar la maduración del instrumento para los inversionistas.

9.5. Flujo de Caja: Estrategia de Re-perfilamiento de deuda

Luego de la investigación realizada, el equipo de tesis está de acuerdo que la estrategia más estructurada de presentar es: El re-perfilamiento de deuda. Entendido como la estrategia en la cual el originador u originadores tomaron deuda para realizar sus proyectos inmobiliarios pero éste financiamiento se encuentra estructurado en un plazo y costo que afecta el nivel de liquidez y la capacidad de repago de los mismos. Esto no implica que las otras estrategias no sean viables; pero para fines del presente trabajo de investigación; no se tiene información relevante suficiente para poder analizarlas empíricamente.

El esquema de la FIBRA TIIC, quedaría de la siguiente manera:

Figura #26: Esquema a Evaluar - Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces TIIC



Fuente: Elaboración Propia

Por los motivos expuestos líneas arriba, se toma una tasa de financiamiento de 9.5% como referencia, pero el flujo es descontado a 12%; considerando que la segunda mejor opción es un re-perfilamiento con los bancos; que incluyendo comisiones ascendería a más de 15%. A los inversionistas institucionales se les ofrece una rentabilidad del 8%; la cual es mayor a la rentabilidad promedio esperada, según las entrevistas y la revisión de la casuística encontrada; siempre y cuando sea renta estructurada como la FIBRA TIIC. En paralelo, la FIBRA TIIC invierte los flujos netos restantes en un instrumento cuya TPEA debe ser como mínimo 3.30%.

Para este caso, se ha tomado la estructura de re-pago de capital en forma de Balloon; debido a que la mayoría de inversionistas institucionales nos refieren que no suelen pedir la devolución de sus fondos de pago; sino usualmente una re-inversión en otro instrumento. Sin embargo, debido a que el Fideicomiso tiene un objetivo definido y una terminación acotada; se procede a devolver el total del capital rentabilizado al final del año 10.

Considerando lo indicado se muestran los diferentes flujos de caja relacionados a la FIBRA TIIC que tiene como estrategia al re-perfilamiento de deuda.

9.5.1. Para el Originador (Dueño de los Activos)

Se asume en este escenario que el banco prestatario pretende re-perfilar la deuda del Originador. Si lo hace, lo haría como mínimo a la misma tasa que le prestó. Es decir 9.5%. Aunque se conoce que es muy probable que esta TCEA sea mayor y sumándole las comisiones podría superar los dos dígitos (12.5% a 15%).

Cuadro # 25: Flujo de caja para el Originador (En Dólares Americanos)

AÑO	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujo del Originador											
Ingreso por Rentas Brutas		7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169
FCO	-	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169	7,383,169
Capex de Mantenimiento		-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005
FCI	-	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005
FCE	-	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164
FCE	-	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164	7,363,164

Fuente: Elaboración Propia

Por otro lado, se tiene la opción de otorgarle financiamiento a través de la FIBRA TIIC, para lo cual se le ofrece una TCEA de 12.0% para descontar sus flujos. Esto, con la intención de ser conservadores y a la vez atraer al originador con una mejor opción.

Cuadro # 26: Valor descontado para el Originador

Valor descontado con TCEA de la Banca	
COK:	9.50%
USD	
VAN del Proyecto	50,623,845
Valor descontado con TCEA de la FIBRA TIIC	
COK:	12.00%
USD	
VAN del Proyecto	46,595,943
Valor Agregado	-4,027,902

Fuente: Elaboración Propia

Como puede observarse, esa simple operación permitió obtener un valor descontado menor, generarle valor al originador y darle el incentivo para entregar los activos y el contrato de arrendamiento a la FIBRA TIIC. Además del resto de incentivos que ya se han analizado en capítulos anteriores.

Es importante mencionar, que el monto de la deuda no es indispensable en este análisis, pues lo que se está haciendo es descontar el flujo generado de las rentas a los diferentes costos de oportunidad de financiamiento: con Banco o con FIBRA.

Los resultados, permiten concluir que el originador u originadores tendrán los incentivos de entregar los activos a la FIBRA TIIC siempre y cuando el costo de oportunidad de la deuda sea mayor.

9.5.2. Para la FIBRA TIIC (Fideicomiso)

Es importante analizar el flujo del Fideicomiso de Inversión de Bienes Raíces, toda vez que su administración generará valor para el instrumento y sus tenedores. De la misma forma, ese mayor valor generado será repartido casi en su totalidad (95%) a los accionistas. Es importante mencionar, que como patrimonio autónomo se encarga de derivar los ingresos y costos a los respectivos agentes. No obstante, esa gestión de “Agencia” es la que sustenta el cobro de la comisión que figura en el flujo.

Cuadro # 27: Flujo de caja para la FIBRA TIIC (En Dólares Americanos)

AÑO	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujo de la Fibra TIIC											
Ingreso por Rentas Netas	7,383,169	7,383,169	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405
Costo de Clasificación Periódica de Riesgos	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000
Property Management	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693
Costo de Administración Fiduciaria	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400
Seguro Integral	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contingencias	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392
Otros Costos	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315
FCO	5,483,369	5,483,369	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605
FCO	5,483,369	5,483,369	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605	8,884,605
Capex de Mantenimiento	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005
FCE	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005
FCE	5,463,364	5,463,364	8,864,599	8,864,599	8,864,599	8,864,599	8,864,599	8,864,599	8,864,599	8,864,599	8,864,599
Flujo de la FIBRA TIIC											
Ingreso por Comisión FIBRA TIIC	54,634	54,634	88,646	88,646	88,646	88,646	88,646	88,646	88,646	88,646	88,646
Repartición para el Inversionista	51,902	51,902	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214

Política de repartición de ingresos del fideicomiso **95.00%**

Fuente: Elaboración Propia

La utilidad de analizar este flujo se resume en dos resultados: Uno es tener los flujos netos adicionales que serán repartidos entre los inversionistas institucionales por la generación de valor del patrimonio autónomo. Y el segundo resultado, responde al valor descontado generado por la gestión de la FIBRA TIIC. El cual se muestra líneas abajo:

Cuadro # 28: Valor descontado para la FIBRA TIIC

Fibra TIIC	
VAN	USD 59,008,424
COK	6.00% Costo de Oportunidad
TASA DE RENTABILIDAD PARA EL TENEDOR	6.00%

Fuente: Elaboración Propia

Dado que la FIBRA TIIC como patrimonio autónomo no gestiona inversiones iniciales ni costos de estructuración. Estos son cubiertos con la emisión. La FIBRA TIIC no muestra una TIR directamente. Sólo se muestra el valor generado descontado en 10 años. Que es US\$ 59 MM. Esto confirma que se está generando valor con este instrumento.

9.5.3. Para el inversionista institucional (AFP's y Aseguradora)

A pesar que la rentabilidad buscada por el inversionista es una variable exógena tomada en base a las entrevistas realizadas a los estrategas de inversión y jefes de riesgos de las AFP's; se considera importante analizar cuál sería el flujo de caja del inversionista institucional. Esto con la finalidad de evaluar, si realmente la TIR que genera el flujo de caja es mayor a la COK solicitada como mínimo por el mismo. Esto pues, se espera, que el mayor valor generado por la FIBRA TIIC también le aporte mayor valor a la rentabilidad del inversionista.

Se está evaluando el valor generado para todos los inversionistas en su conjunto. La repartición estará en función de la participación de cada uno sobre la FIBRA TIIC.

Cuadro # 29: Flujo de caja para el inversionista institucional (En Dólares Americanos)

AÑO	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Pago al Tenedor		-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896
Saldo de Capital		-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-	
Flujo del Inversionista												
Inversión Inicial		-47,531,608	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingreso por rentabilidad		-	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896
Devolución de capital		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63,180,665
Repartición FIBRA TIIC		-	51,902	51,902	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214
FCF		-47,531,608	2,903,798	2,903,798	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	66,116,775

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, si quisiéramos dividir el pago efectivo del instrumento ofrecido entre los 4 inversionistas registrados como tenedores; se tendrían que dividir éstos flujos en función a la participación de todos los inversionistas. Asumiendo que las 3 AFP's invierten por igual US\$ 15MM y la aseguradora el saldo, la estructura quedaría de la siguiente manera:

Cuadro # 30: Valor generado para el inversionista institucional

AÑO	Participac	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
FCN		-47,531,608	2,903,798	2,903,798	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	2,936,110	66,116,775
AFP N°1	32%	-15,000,000	916,379	916,379	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	20,865,097
AFP N°2	32%	-15,000,000	916,379	916,379	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	20,865,097
AFP N°3	32%	-15,000,000	916,379	916,379	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	926,576	20,865,097
ASEGURADORA	5%	-2,531,608	154,661	154,661	156,382	156,382	156,382	156,382	156,382	156,382	156,382	3,521,483

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa, la estructura del flujo para el inversionista institucional se asemeja mucho a la de un Bono con Pago a la Maduración o con cuota Balloon. Ésta es una de las razones por las cuales muchos inversionistas y especialistas, consideran al TIIC como un instrumento híbrido que tiene muchas características de renta fija. Este simple ejercicio permite confirmar dichas opiniones, las cuales son contrastadas con la norma de las AFP's; las cuales, como ya se ha revisado las configuran como instrumentos alternativos; limitando su potencial de inversión. Y obligando a los inversionistas a elegir entre una opción (Fondos de Inversión) y la presentada (FIBRA TIIC).

Para fines de simplificar y para evitar la confusión con el número de TIICS y el valor en US\$. Se ha decidido no definir una unidad de participación equivalente a US\$ 1. Pero si se quisiera calcular, se tendría que dividir el valor total entre el número de TIICS, en función al valor unitario de cada TIIC, como si fueran acciones. De esta práctica, es que se confirma también la razón por la cual muchos expertos consideran a este instrumento un híbrido entre renta fija y variable. La unidad de participación tiene característica de renta variable, pero la forma de pago es como la de un instrumento de renta fija.

Comparando la TIR generada para el inversionista institucional contra la COK del mismo, se puede observar que ésta la supera en 2.4%. Si se eleva la TCEA a la que se descuenta el flujo del originador y se toma como referencia una COK menor, es muy probable que el valor generado adicional se refleje en más de 1 punto porcentual de TIR.

Cuadro # 31: Valor generado para el inversionista institucional

Inversionistas	
VAN	USD 9,298,932
COK	6.00% Costo de Oportunidad
TASA DE RENTABILIDAD PARA E	6.00%
TIR INVERSIONISTA	8.4%
PAYBACK	1.00

Fuente: Elaboración Propia

La rentabilidad buscada varía entre 3% y 6% según los estrategias de inversión. Por lo tanto, la rentabilidad ofrecida, está por encima de lo esperado.

9.5.4. Para el Instrumento (TIIC)

Analizar el flujo de caja del instrumento permite poner en perspectiva general toda la gestión realizada por la FIBRA TIIC, el valor generado por

el property manager y los costos; eficientemente gestionados por la estructura. De la misma manera, permite establecer estructurados sobre rentas. Con este resultado, se confirma que el instrumento TIIC genera valor para el inversionista y podría ser mejor que el instrumento de renta que más le genera actualmente dentro de su portafolio de inversión; bajo los supuestos indicados líneas arriba.

Cuadro # 32: Flujo de caja de los TIICS (Dólares Americanos)

AÑO	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujo del Instrumento TIIC											
Ingreso por Rentas Netas		7,383,169	7,383,169	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405	10,784,405
Ingreso por Comisión de FIBRA TIIC		2,732	2,732	4,432	4,432	4,432	4,432	4,432	4,432	4,432	4,432
Costos de Estructuración y Due Dilligence	-875,665										
Costo de Clasificación Periódica de Riesgos		-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000	-25,000
Asset Management y Consultoría Inicial	-40,000										
Property Management		-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693	-170,693
Costo de Administración Fiduciaria	-20,000	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400	-14,400
Comisión FIBRA TIIC		-54,634	-54,634	-88,646	-88,646	-88,646	-88,646	-88,646	-88,646	-88,646	-88,646
Contingencias		-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392	-5,392
Otros Costos		-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315	-1,684,315
FCO	-935,665	5,431,467	5,431,467	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391
FCO	-935,665	5,431,467	5,431,467	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391	8,800,391
Capex de Mantenimiento		-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005
FCE	-	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005	-20,005
FCE	-935,665	5,411,462	5,411,462	8,780,386	8,780,386	8,780,386	8,780,386	8,780,386	8,780,386	8,780,386	8,780,386
Pago al Originador	-46,595,943										
Fondeo Total	47,531,608										
Pago de intereses al tenedor	-	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896
Fondo de Garantía 3.8%	-205,504	-205,504	-333,442	-333,442	-333,442	-333,442	-333,442	-333,442	-333,442	-333,442	-333,442
FCN	-935,665	2,354,061	2,354,061	5,595,048	5,595,048	5,595,048	5,595,048	5,595,048	5,595,048	5,595,048	5,595,048
REMUNERACION ACUMULADA	2,354,061	4,785,736	10,538,570	16,757,173	23,186,537	29,934,606	36,925,397	44,295,239	51,958,884	60,102,124	60,102,124
DEVOLUCION DE CAPITAL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-47,531,608
VALOR NETO GENERADO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,649,057

Fuente: Elaboración Propia

Como puede observarse, los TIICS generan valor en flujos de caja netos. Esto debido a que existe parte de la estructura de costos que es absorbida por el fideicomiso y otra por los originadores e inversionistas. Adicionalmente a ello, los FCN son invertidos en un instrumento que renta 3.30% al año y permite pagar sin problemas en cuota ballon el capital requerido a los inversionistas.

El instrumento como tal tiene una TIR propia, diferente a la TIR del inversionista institucional, esa TIR es neta del pago al inversionista.

Cuadro # 33: Valor Descontado para el Instrumento TIIC

Instrumento		
VAN	USD	34,302,373
COK	6.00%	
TIR INSTRUMENTO	276.08%	Luego del pago al tenedor
REMUNERACION DE CAJA	3.30%	
VAN DE VALOR NETO GENERADO	USD	8,738,352
COK	6.00%	

Fuente: Elaboración Propia

9.6. Flujo de caja bajo un escenario de repago anticipado

En base a las recomendaciones de los expertos, se propone una versión del presente flujo en el que la FIBRA empieza repagar capital a los inversionistas a partir de la mitad de la duración. Esperando que la TIR para los tenedores se incremente y la rentabilidad del instrumento también. Este escenario es poco viable para inversionistas que buscan una maduración larga ya sea las AFP's que invierten en instrumentos alternativos y aseguradoras que invierten los fondos de rentas vitalicias. Las mejoras son considerables, lográndose obtener una TIR de hasta 11.4%. Se presentan a continuación los resultados encontrados para los inversionistas institucionales:

9.6.1. Para el inversionista institucional (AFP's y Aseguradora) con re-pago de capital anticipado

Bajo las mismas premisas del escenario anterior y sólo modificando el cronograma de repago de capital, se observa que el flujo del inversionistas institucional percibe “inflows” mayores a partir del año 6.

Cuadro # 34 Flujo de caja para el inversionista institucional con repago (En Dólares Americanos)

AÑO	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Pago al Tenedor		-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,851,896	-2,493,692	-2,135,488	-1,777,284
Saldo de Capital		-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-47,531,608	-41,561,540	-35,591,472	-29,621,404	-23,651,336
Flujo del Inversionista											
Inversión Inicial	-47,531,608	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingreso por rentabilidad	-	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,851,896	2,493,692	2,135,488	1,777,284
Devolución de capital	-	-	-	-	-	-	5,970,068	5,970,068	5,970,068	5,970,068	60,917,420
Repartición FIBRA TIIC	-	51,902	51,902	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214	84,214
FCF	-47,531,608	2,903,798	2,903,798	2,936,110	2,936,110	2,936,110	8,906,178	8,906,178	8,547,974	8,189,770	62,778,917

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, si quisiéramos dividir el pago efectivo del instrumento ofrecido entre los 4 inversionistas registrados como tenedores; se tendrían que dividir éstos flujos en función a la participación de todos los inversionistas. Asumiendo que las 3 AFP's invierten por igual US\$ 15MM y la aseguradora el saldo, la estructura quedaría de la siguiente manera:

Cuadro # 35: Valor generado para el inversionista institucional con repago

Inversionistas	
VAN	USD 22,244,774
COK	6.00% Costo de Oportunidad
TASA DE RENTABILIDAD PARA EL INVERSIONISTA	6.00%
TIR INVERSIONISTA	11.4%

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa, la estructura del flujo para el inversionista institucional se asemeja mucho a la de un Bono Bullet o "Sinkable". Ésta es una de las razones por las cuales muchos inversionistas y especialistas, consideran al TIIC como un instrumento híbrido que tiene muchas características de renta fija. Este simple ejercicio también permite confirmar dichas opiniones.

Comparando la TIR generada para el inversionista institucional contra la COK del mismo, se puede observar que ésta la supera en 5.4%. Éste incremento reducido se debe a que se ha descontado el flujo inicial a una tasa bastante baja (12.0%) y se está tomando como referencia de COK a la rentabilidad más alta que exigirían los inversionistas institucionales en materia de estructurados sobre rentas. Si se eleva la TCEA a la que se

descuenta el flujo del originador y se toma como referencia una COK menor, es muy probable que el valor generado adicional se refleje mucho más.

En conclusión, la TIR del inversionista es altamente sensible ante un repago anticipado de capital para este tipo de instrumentos. Pero el apetito por maduración puede no escoger esta estructura como la ideal para los inversionistas.

9.7. Análisis de Sensibilidad

A través de las tablas cruzadas de MS Excel, se procederá a realizar un análisis de sensibilidad ante la variación de los principales parámetros.

9.7.1. Originador: Flujos descontados del originador VS TCEA de la deuda del originador

En este análisis se pretende analizar cómo varía el valor descontado de los flujos cedidos para los originadores en función a la TCEA de la deuda que requiere re-perfilar.

Cuadro # 36: Flujos descontados vs TCEA de Deuda del Originador

TCEA DELDA	FLUJOS DESCONTADOS US\$
4.0%	62,023,755
4.5%	60,799,202
5.0%	59,615,622
5.5%	58,471,324
6.0%	57,364,698
6.5%	56,294,210
7.0%	55,258,399
7.5%	54,255,873
8.0%	53,285,303
8.5%	52,345,422
9.0%	51,435,023
9.5%	50,552,953
10.0%	49,698,110
10.5%	48,869,444
11.0%	48,065,951
11.5%	47,286,672
12.0%	46,530,692
12.5%	45,797,133
13.0%	45,085,160
13.5%	44,393,971
14.0%	43,722,799

Fuente: Elaboración Propia

Como puede verificarse, ante un mayor costo de deuda, el valor descontado será menor y por lo tanto; mayor será el valor generado para el instrumento; toda vez que tiene que pagar menos por los flujos cedidos.

9.7.2. Sensibilidad ante variaciones en el precio de renta por m2

Este análisis muestra como varía el VAN y la TIR de cada agente en función a cambios en el precio de renta por m2:

Cuadro # 37: Análisis de sensibilidad frente a variaciones en precio de renta por m2

RENTA POST PM US\$/M2	TIIC			INVERSIONISTA		FIBRA TIIC
	VAN	K DEVUELTO	VALOR	VAN	TIR	VAN
	US\$	US\$	US\$	US\$	%	US\$
14.00	14,299,003	52,669,292	-25,714,537	440,698	6.114%	39,173,189
14.25	14,996,030	52,666,714	-24,545,694	448,618	6.116%	39,877,139
14.50	15,693,058	52,664,136	-23,376,852	456,537	6.118%	40,581,088
14.75	16,390,085	52,661,558	-22,208,009	464,457	6.120%	41,285,037
15.00	17,087,112	52,658,980	-21,039,167	472,376	6.122%	41,988,986
16.00	19,875,222	52,648,667	-16,363,796	504,054	6.130%	44,804,783
18.00	25,451,442	52,628,043	-7,013,056	567,409	6.146%	50,436,376
19.50	29,633,549	52,612,574	-	614,925	6.159%	54,660,012
20.00	31,027,661	52,607,418	2,337,685	630,765	6.163%	56,067,969
21.00	33,815,771	52,597,106	7,013,056	662,442	6.171%	58,883,765
21.50	35,209,825	52,591,950	9,350,741	678,281	6.175%	60,291,663
22.00	36,603,880	52,586,794	11,688,426	694,120	6.179%	61,699,562
22.50	37,997,935	52,581,637	14,026,111	709,959	6.183%	63,107,460
23.00	39,391,990	52,576,481	16,363,796	725,798	6.187%	64,515,358
23.50	40,786,045	52,571,325	18,701,481	741,637	6.192%	65,923,256
24.00	42,180,100	52,566,169	21,039,167	757,475	6.196%	67,331,155
24.50	43,574,155	52,561,013	23,376,852	773,314	6.200%	68,739,053
25.00	44,968,209	52,555,857	25,714,537	789,153	6.204%	70,146,951

Fuente: Elaboración Propia

Se observa claramente que, considerando el resto de supuestos como en un principio, para niveles por debajo de US\$ 19.5 / m2 los TIICS no generan valor y la TIR para el inversionista se acerca cada vez más a su costo de oportunidad. No varían ni el capital devuelto ni el valor de la FIBRA; pero los principales agentes no son cubiertos en sus necesidades; con lo cual, el instrumento no sería viable. Por otro lado, para niveles por encima de esa renta; se genera un modelo notablemente sostenible. Esto permite deducir

que el valor que genere el property manager en su negociación de precios de renta será imprescindible para la viabilidad de este instrumento.

9.7.3. TIIC: VAN del TIIC con # de Edificios

Con la finalidad de medir la magnitud de lo que podría generar como valor este instrumento, se presenta cuánto valor podrían generar como portafolios grandes de edificios corporativos. En el caso más extremo, si los 66 edificios actuales, trabajarían con esta modalidad.

Cuadro # 38: #Edificios y VAN del TIIC

EDIFICIOS	VAN DEL TIIC (US\$)
1	6,470,818
4	29,633,606
10	75,959,181
20	153,169,077
40	307,588,265
66	508,333,028

Fuente: Elaboración Propia

Como puede verificarse, a mayor rentabilidad requerida por el inversionista menor es el valor generado por el instrumento y la generación de valor. Con lo cual, el VAN generado es cada vez menos, y muy posiblemente; incapaz de repagarle al tenedor.

9.7.4. Sensibilidad ante variaciones en el precio de renta por m2

Este análisis muestra como varía el VAN y la TIR de cada agente en función a cambios en el precio de renta por m2, luego de dos años de impacto del property manager:

Cuadro # 39: Análisis de sensibilidad frente a variaciones en precio de renta por m2

RENTA POST PM US\$/M2	TIIC			INVERSIONISTA		FIBRA TIIC
	VAN	K DEVUELTO	VALOR	VAN	TIR	VAN
	US\$	US\$	US\$	US\$	%	US\$
14.00	14,299,003	52,669,292	-25,714,537	440,698	6.114%	39,173,189
14.25	14,996,030	52,666,714	-24,545,694	448,618	6.116%	39,877,139
14.50	15,693,058	52,664,136	-23,376,852	456,537	6.118%	40,581,088
14.75	16,390,085	52,661,558	-22,208,009	464,457	6.120%	41,285,037
15.00	17,087,112	52,658,980	-21,039,167	472,376	6.122%	41,988,986
16.00	19,875,222	52,648,667	-16,363,796	504,054	6.130%	44,804,783
18.00	25,451,442	52,628,043	-7,013,056	567,409	6.146%	50,436,376
19.50	29,633,549	52,612,574	-	614,925	6.159%	54,660,012
20.00	31,027,661	52,607,418	2,337,685	630,765	6.163%	56,067,969
21.00	33,815,771	52,597,106	7,013,056	662,442	6.171%	58,883,765
21.50	35,209,825	52,591,950	9,350,741	678,281	6.175%	60,291,663
22.00	36,603,880	52,586,794	11,688,426	694,120	6.179%	61,699,562
22.50	37,997,935	52,581,637	14,026,111	709,959	6.183%	63,107,460
23.00	39,391,990	52,576,481	16,363,796	725,798	6.187%	64,515,358
23.50	40,786,045	52,571,325	18,701,481	741,637	6.192%	65,923,256
24.00	42,180,100	52,566,169	21,039,167	757,475	6.196%	67,331,155
24.50	43,574,155	52,561,013	23,376,852	773,314	6.200%	68,739,053
25.00	44,968,209	52,555,857	25,714,537	789,153	6.204%	70,146,951

Fuente: Elaboración Propia

Se observa claramente que, considerando el resto de supuestos como en un principio, para niveles por debajo de US\$ 19.5 / m2 los TIICS no generan valor y la TIR para el inversionista se acerca cada vez más a su costo de oportunidad. No varían significativamente ni el capital devuelto ni el valor de la FIBRA. Sin embargo, los principales agentes no son cubiertos en sus necesidades; con lo cual, el instrumento no sería viable. Por otro lado, para niveles por encima de esa renta; se genera un modelo notablemente sostenible. Esto permite deducir que el valor que genere el property manager en su negociación de precios de renta será imprescindible para la viabilidad de este instrumento.

9.7.5. Sensibilidad ante variaciones en el precio de renta por m2

Este análisis muestra como varía el VAN y la TIR de cada agente en función a cambios en la vacancia lograda luego de 2 años de impacto del property manager:

Cuadro # 40: Análisis de sensibilidad frente a vacancia

VACANCIA POST PM %	TIIC			INVERSIONISTA		FIBRA TIIC
	VAN	KDEVUELTO	VALOR	VAN	TIR	VAN
	US\$	US\$	US\$	US\$	%	US\$
30.0%	20,518,377	52,646,288	-15,285,292	511,361	6.132%	45,454,324
25.0%	23,750,728	52,634,333	-9,864,976	548,086	6.141%	48,718,773
20.0%	26,983,078	52,622,378	-4,444,659	584,811	6.151%	51,983,222
19.5%	27,306,314	52,621,182	-3,902,628	588,484	6.152%	52,309,667
19.0%	27,629,549	52,619,987	-3,360,596	592,156	6.153%	52,636,112
18.0%	28,276,019	52,617,596	-2,276,533	599,501	6.155%	53,289,002
15.9%	29,633,606	52,612,574	-	614,926	6.159%	54,660,070
15.0%	30,215,429	52,610,422	975,657	621,536	6.160%	44,804,783
10.0%	33,447,780	52,598,467	6,395,973	658,261	6.170%	58,512,120
5.0%	36,680,131	52,586,511	11,816,290	694,986	6.179%	61,776,569
1.0%	39,266,011	52,576,947	16,152,543	724,366	6.187%	64,388,128
0.0%	39,912,481	52,574,556	17,236,606	731,711	6.189%	65,041,018

Fuente: Elaboración Propia

Se observa claramente que, considerando el resto de supuestos como en un principio, para niveles de vacancia por encima de 15.9%, los TIICS no generan valor y la TIR para el inversionista se acerca cada vez más a su costo de oportunidad. No varían significativamente, ni el capital devuelto ni el valor de la FIBRA; pero los principales agentes no son cubiertos en sus necesidades; con lo cual, el instrumento no sería viable. Por otro lado, para niveles por debajo de esa vacancia, es notable la sostenibilidad y viabilidad económica del instrumento. Nuevamente, la mayor generación de valor y atractivo del instrumento recae en la habilidad y performance del property manager para incrementar la capacidad de uso de los edificios. Finalmente, es importante considerar que con la finalidad de ser conservador; se le otorga un plazo de 2 años para que el PM pueda llegar a la vacancia exigida.

CAPITULO X

10. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

10.1. CONCLUSIONES

- Los TIICS son instrumentos atractivos para los inversores institucionales sobre todo para aquellos cuyo perfil de riesgo es conservador, es decir aquellos que buscan la estabilidad y la posibilidad de hacer efectivo el instrumento en corto plazo, asimismo este instrumento cumple con mejorar la diversificación de inversiones puesto que el activo subyacente son los alquileres de oficinas Premium (sector inmobiliario) que brindan un flujo estable puesto que es posible estimar el nivel de recaudación promedio por este tipo de actividades, asimismo este instrumento calza mejor en términos de plazo con la demanda por parte de las Aseguradoras al tener un vencimiento de largo plazo (10 años), en caso compre el instrumento y los administra hasta su vencimiento. Para la presente estructuración se ha considerado una emisión de certificados de participación a través de una oferta privada por un monto equivalente de USD 52.6 millones y destinados a inversionistas institucionales, dicha emisión procede de un fideicomiso de inversión quien tituliza las rentas cedidas por concepto de alquileres de oficinas Premium que entre sus características incluyen; buena ubicación (preferentemente los distritos San Isidro y San Borja), accesibilidad, buena administración, entre otras.
- La estructura de Fibra TIIC's es mucho más atractiva que un fondo de inversión tradicional porque es más flexible a las necesidades de los interesados, el objetivo para el cual fue creado es más específico en comparación a un fondo tradicional quien persigue la generación de valor a través de las estrategias de inversión que serán ejecutadas según el comité de

inversiones lo autoricé, a nivel de estructura, la Fibra TIIC´s es mucho menos costosa al no tener la obligación de contar con un comité de Vigilancia ni comité de Inversiones, solo en caso lo amerite se hará necesaria la inclusión de un Comité de Administración. A nivel de estrategia distan de los perseguido por los TIIC´s; los fondos de inversión en especial aquellos cuyo objetivo de inversión está relacionada a la adquisición de bienes raíces para renta o venta y según la normativa de “Fondos de Inversión en Renta de Bienes Raíces” cuyos certificados de participación han sido emitidos oferta pública primaria y cuya generación de flujos provenga de la los alquileres, asimismo cumplen con que el 70% de su patrimonio este invertido en activos propios y se reparta el 95% de las utilidades del Ejercicio, buscan comprar inmuebles para la posterior venta y ganancia del Goodwill, en tanto en los TIIC’S su rendimiento esta anexado a la capacidad que tiene el Property manager para gestionar la vacancia y tasa de ocupabilidad, de las oficinas, con la consiguiente mejora de los flujos percibidos, Asimismo los fondos diversifican sus inversiones según los tipo de activos a los que se encuentran expuestos, a partir de la sobreoferta de oficinas prime en Lima que impulsa a la baja el precio de alquiler promedio por m2, los fondos han mantenido sus niveles de rentabilidad al ingresar a sectores como el almacenaje, y transporte cuyos flujos son mucho más volátiles.

- En cuanto al marco legal que da pie a esta estructura son los Fideicomisos de Inversión, a través del cual el fideicomitente transfiere a la entidad una cantidad de dinero o bienes con instrucciones específicas, en este caso se trata de los alquileres provenientes de las oficinas Premium los cuales posteriormente serán entregados la titulizadora para la consiguiente emisión

de certificados de participación cuyo público objetivo sean los inversionistas institucionales, en el Perú aún no existe una normativa propiamente dicha para los Fideicomisos en bienes raíces propiamente dicho, sin embargo se ha reglamentado los Fondos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS) para las cuales se ha propuesto incentivos fiscales relacionados al Impuesto a la Renta, con la intención de promover la participación del inversionista retail dentro de este mercado, así como incentivar la inversión privada, entre los principales incentivos figuran el diferimiento del impuesto la renta por la transferencia de un inmueble a la fondo, el cual se hará efectivo siempre en cuando este inmueble pasa a manos de terceros, asimismo también se difiere el Impuesto de Alcabala. Para la estructuración de los instrumentos TIIC´s se aplicará la normativa vigente para la emisión de títulos valor inscrito en registros públicos, cuya oferta será privada destinada a inversionistas institucionales.

- El mercado de oficinas prime se encuentra con una mayor oferta en comparación a la demanda existente, a pesar de la existencia de empresas que aún funcionan en casas o edificios acondicionados para tal fin, sin embargo hasta inicios del 2016 este mercado no muestra visos de obtener mejores resultados con lo cual el flujo de caja de los dueños de edificios de oficinas Premium se han visto afectados, dentro de los propietarios de edificios, encontramos aquellos que tienen un alto grado de apalancamiento que por condiciones de mercado no podrán hacer frente a sus obligaciones, la inclusión de estos dentro de la estructura de la Fibra TIICs les ofrece la oportunidad de conseguir financiamiento a mejores condiciones que en el sistema bancario.

10.2. RECOMENDACIONES

Luego de revisar la evidencia empírica que sustenta la presente tesis, se han identificado un número de áreas de mejora, en las cuales; la investigación podría profundizarse. En otros casos, hay argumentos que podrían comprobarse numéricamente y hacer más sólidas las premisas mostradas.

Por otro lado, las limitaciones y supuestos del modelo financiero, otorgan la oportunidad al lector a realizar más aportes tomando como base el presente trabajo.

Finalmente, existen herramientas de valorización y análisis de riesgo que no han sido tomadas dentro del proceso, y que el equipo de investigación considera importante; pero por limitaciones de información, no han podido aplicarse. En función a lo indicado, se detallan recomendaciones para los siguientes trabajos de investigación.

10.2.1. Profundizar en el análisis del mercado inmobiliario de oficinas prime

A pesar de tener información de primera mano de Colliers International; la información actualizada y a detalle que se requiere; respecto a las tendencias del mercado, estructura de costos; y sobre todo “insights” de inquilinos; no fueron recogidas en el modelo.

Se necesitaría contratar al área de Research de Colliers International o un consultor como Maximize para que realice dicho estudio con mayor detalle. La inversión en un estudio de este tipo, para fines académicos, no lo ameritaba; pero hubiera sido de significativa ayuda.

10.2.2. Realizar una propuesta normativa para los patrimonios FIBRA como la que tiene México

Debido a que la asesoría legal consultada para el presente trabajo de investigación tuvo limitado el recurso tiempo; y además, orientados por la formación “no-jurídica” de los integrantes de equipo de investigación; no se consideraba relevante proponer una normativa. El alcance del análisis normativo se limitó a describirlo, evaluarlo y compararlo con benchmarks.

Quizás si otro equipo de investigación cuenta con un especialista en derecho, pueda realizar una mayor extensión del eje normativo, legal y tributario del presente instrumento.

10.2.3. Realizar una propuesta de Prospecto de Colocación

Bajo las mismas limitaciones en materia legal, indicadas en el punto anterior; se recomienda hacer una propuesta de “Prospecto Informativo”; de tal manera que este documento sea un elemento representativo de la estructura, los compromisos, responsabilidades y derechos de los emisores y tenedores de una TIIC. Un nivel más experto de asesoría legal permitiría proponer un prototipo de prospecto. El cual, incluso, podría ser distribuido a los inversionistas institucionales y así recoger de primera mano y con una simulación real su interés por el instrumento.

10.2.4. Realizar una propuesta de Prospecto de Colocación

Bajo las mismas limitaciones en materia legal, indicadas en el punto anterior; se recomienda hacer una propuesta de “Prospecto Informativo”; de tal manera que este documento sea un elemento representativo de la estructura, los compromisos, responsabilidades y derechos de los emisores y tenedores de una TIIC. Un nivel más experto de asesoría legal permitiría proponer un prototipo de prospecto. El

cual, incluso, podría ser distribuido a los inversionistas institucionales y así recoger de primera mano y con una simulación real su interés por el instrumento.

10.2.5. Profundizar en la materia tributaria

Siguiendo la línea de las limitaciones, se recomienda que con el soporte de un abogado tributarista, se analicen los FCE, benchmarks y costo de oportunidad del aspecto tributario en las FIBRAS. Este factor es de significativa relevancia en México y EEUU; y es uno de los factores que mayor valor le agrega al instrumento.

En vista de que uno de los supuestos fuertes de la presente tesis, es prescindir del efecto tributario; éste aspecto no ha sido explorado por el equipo de investigación.

Esta tesis sería un interesante punto de partida para una propuesta de legislación tributaria sobre los beneficios de renta que una FIBRA TIIC podrías ofrecer.

10.2.6. Analizar los requerimientos de cobertura o hedging

El hedging, o cobertura; es una estrategia que sería muy útil de implementar considerando los descaldes de plazo, moneda e incluso de deuda. Los cuales han sido presentados de manera estándar en esta tesis pero que tienen un requerimiento de cobertura.

Esta tesis podría ser un punto de partida para analizar las coberturas con collares o cross currency swaps dentro de una FIBRA que tiene una estructura estable de rentas.

10.2.7. Profundizar en otras metodologías de valorización de FIBRAS

Esta tesis también presta el escenario perfecto para discutir metodologías de valorización de este tipo de estructuras. Entre ellas, el NAV o el descuento de flujos; son de las más usadas pero no son contrastadas ni cuestionadas con otros métodos más heterodoxos. Si se quisiera profundizar a nivel metodológico; en definitiva, se podrían buscar más de 2 métodos de valorización.

10.2.8. Profundizar en metodologías para clasificación de instrumentos

FITCH Rating, es la única clasificadora que ha publicado su metodología para clasificar REITs. Sin embargo, existe una amplia gama de criterios para analizar los riesgos performance, default de contraparte e incluso reputacionales. Teniendo una clara política de evaluación de riesgos de estos instrumentos, la introducción al mercado sería mucho más fácil.

10.2.9. Desarrollar las dos estrategias de inversión pendientes

En definitiva, la disponibilidad de información no permitió ahondar en las dos estrategias para las cuales se recomienda:

- **Estrategia de Fondeo Directo:** Diseñar una metodología para clasificar instrumentos en función al riesgo de destino de fondos y por plazos. De esa manera, al no tener claros los destinos de inversión, se procede a acotar los riesgos en instrumentos específicos. (Ej: TIIC Deuda a 3 años, TIIC de Equipamiento a 8 años, TIIC de Desarrollo a 5 años; entre otros. Cada una con una clasificación diferente)
- **Estrategia de Inversión:** Analizar el Goodwill generado bajo una estrategia de devolución del activo al final de la maduración máxima. Hacer un benchmark con una estructura de arrendamiento financiero y

buscar similitudes. Entender, ¿Qué incentivos tendrían los originadores para usar las FIBRAS TIIC, en búsqueda de ampliar su portafolio de activos?

10.2.10. Establecer estrategias de colateralización

Tomando en consideración que las rentas subyacentes pueden tener fluctuaciones o gaps en la generación de ingresos; es importante asegurarle a los inversionistas el pago. Esto se podría hacer a través de colaterales como un flujo alternativo de un edificio que es canalizado a través de una Cuenta Escrow y que sólo sea disparado ante cualquier indicio de default.

10.2.11. Establecer covenants

De la mano con un prospecto de colocación, se propone desarrollar un mecanismo de compromisos para otorgarles mayor seguridad a los tenedores y mejorar el riesgo de cumplimiento.

10.2.12. Consultar con grupos inmobiliarios grandes

El equipo de investigación utilizó todos sus recursos para tener acceso a inversionistas inmobiliarios importantes. Lamentablemente, el recelo y el miedo a publicar información; aunque sea con objetivos económicos; limitó a muchos especialistas (que no se han mencionado pero que fueron contactados, y se negaron a brindar declaraciones) de dedicarnos algunos minutos de sus tiempos para el desarrollo y feedback del presente trabajo.

10.2.13. Proponer incluir al segmento retail y a la oferta pública

Finalmente, estas dos variaciones abrirían la posibilidad de desarrollar dos tesis significativamente diferentes. Por el lado del retail, tomando el caso mexicano y

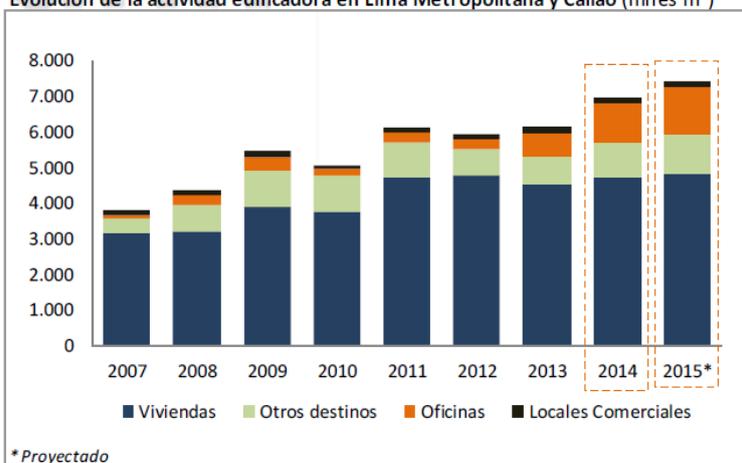
analizándolo desde el punto de vista tributario y de la democratización de la inversión.

Desde el punto de vista de oferta pública; aunque gran parte sí fue tocado en esta tesis; sería profundizar de cómo hacer más eficiente una emisión amparada en un proceso listado.

ANEXO I

ESTADÍSTICAS DE LA ACTIVIDAD EDIFICADORA EN EL PERÚ

Evolución de la actividad edificadora en Lima Metropolitana y Callao (miles m²)



*Proyectado

Fuente: CAPECO

Elaboración: MAXIMIZE

Actividad edificadora según destino y situación en el mercado de edificaciones urbanas en Lima Metropolitana y Callao, 2014*
(miles de unidades y m²)

Concepto	Viviendas		Locales Comerciales	Oficinas	Otros	Total m ²	Part. % 2013	Part. % 2014
	Unidades	m ²	m ²	m ²	m ²			
En oferta	29,2	2.527,9	10,1	532,0	351,1	3.421,1	39,4	↑ 49,0
Oferta inmediata	28,0	2.419,1	10,1	526,5	339,6	3.295,3	38,7	↑ 47,2
En construcción y en venta	25,2	2.172,1	8,9	502,0	316,7	2.999,7	37,1	43,0
Terminadas en venta	2,8	247,0	1,3	24,5	22,9	295,6	1,6	4,2
Oferta futura	1,2	108,8	0,0	5,5	11,5	125,8	0,7	1,8
En construcción	1,0	93,3	0,0	5,5	8,3	107,2	0,7	1,5
Terminadas	0,2	15,5	0,0	0,0	3,1	18,6	0,0	0,3
Vendidas	16,9	1.552,8	9,1	364,8	121,9	2.048,6	39,2	↓ 29,4
En construcción	12,9	1.197,7	5,2	293,0	113,9	1.609,9	30,1	23,1
Terminadas	4,0	355,1	3,8	71,8	8,0	438,7	9,1	6,3
No comercializables	4,1	654,7	139,2	190,7	521,1	1.505,7	21,4	↑ 21,6
En construcción para arriendo	0,4	40,6	47,8	158,1	67,5	314,0	4,4	4,5
En construcción para uso propio	1,6	314,9	39,5	18,0	354,4	726,9	12,0	10,4
Terminadas para arrendar	0,2	22,3	18,6	0,9	8,0	49,8	0,7	0,7
Terminadas para uso propio	1,1	169,4	18,1	11,2	37,0	235,6	2,7	3,4
Obras paralizadas	0,7	97,4	15,1	0,7	36,8	150,1	1,5	2,2
Sin información	0,1	10,1	0,0	1,8	17,4	29,3	0,0	0,4
Total	50,2	4.735,4	158,4	1.087,5	994,2	6.975,4	100,0	100,0

*A julio del 2014

Fuente: CAPECO

Elaboración: MAXIMIZE

Estructura de la actividad edificadora de oficinas

Concepto	m ² 2013	m ² 2014	Var % 14/13	Part. % 2013	Part. % 2014
En oferta	306.500	532.014	73,6	48,6	↑ 48,9
Oferta inmediata	297.256	526.499	77,1	47,1	↑ 48,4
En construcción y en venta	295.926	502.047	69,7	46,9	46,2
Terminadas en venta	1.330	24.452	1.738,5	0,2	2,2
Oferta futura	9.244	5.515	-40,3	1,5	↑ 0,5
En construcción	9.244	5.515	-40,3	1,5	0,5
Vendidas	154.294	364.793	136,4	24,5	33,5
En construcción	150.237	293.011	95,0	23,8	26,9
Terminadas	4.057	71.782	1.669,3	0,6	6,6
No comercializables	170.203	190.668	12,0	27,0	17,5
En construcción para arriendo	146.082	158.082	8,2	23,2	14,5
En construcción para uso propio	17.333	18.020	4,0	2,7	1,7
Terminadas para arrendar	5.528	900	-83,7	0,9	0,1
Terminadas para uso propio	600	11.216	1.769,3	0,1	1,0
Obras paralizadas	660	700	6,1	0,1	0,1
Sin información	-	1.750	-	-	0,2
Total	630.997	1.087.475	72,3	100,0	100,0

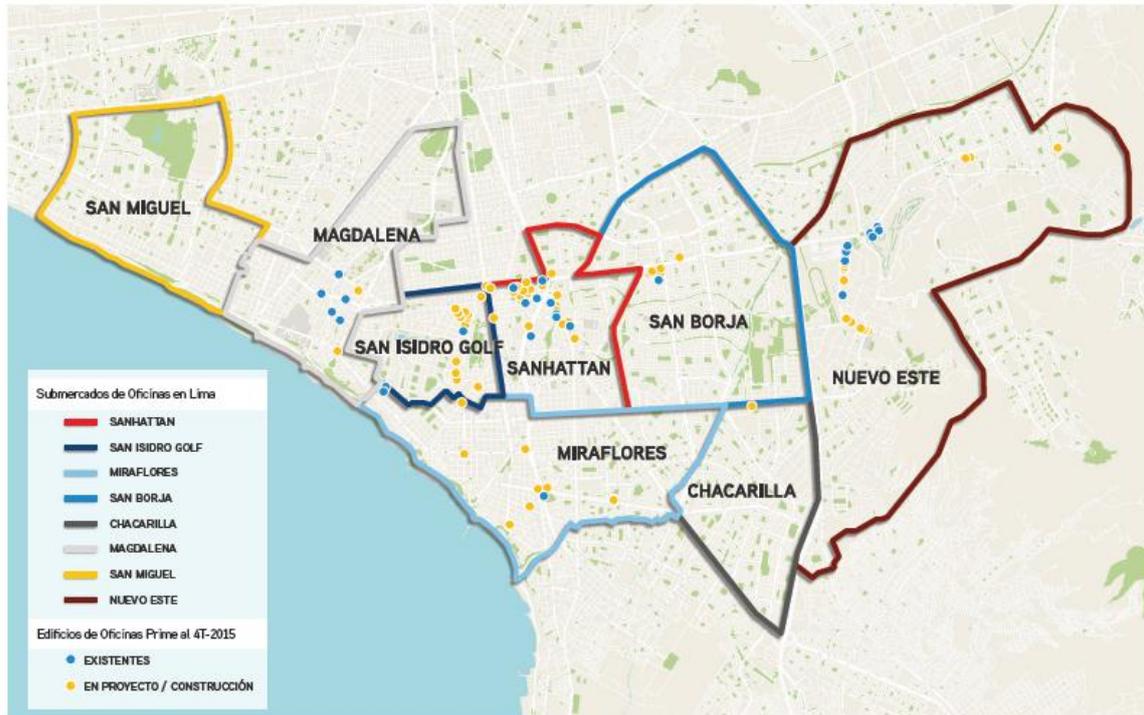
Fuente: CAPECO

Elaboración: MAXIMIZE

Fuente: CAPECO/MAXIMIZE

ANEXO II

ZONIFICACIÓN DE EDIFICIOS PRIME EN LIMA



Fuente: Colliers International

ANEXO III

REGLAMENTO DE FIDEICOMISOS

En el Perú las dos normas que regulan los fideicomisos son; Resolución SBS 1010 -99 Reglamento Del Fideicomiso y de las Empresas De Servicios Fiduciarios, orientada según lo señala la misma norma a precisar la forma de llevar a cabo o ejecutar un Fideicomiso, precisándose las clases especiales de Fideicomisos Bancarios (Titulo III); Fideicomiso En Garantía, Testamentario y de Titulización, esta última se sujetan adicionalmente a los dispuesto por la Ley de Mercado de Valores y sus normas reglamentarias (Reglamento de los procesos de Titulización de activos y sus modificatorias).

En el Reglamento de Fideicomiso, se detalla que el derecho de los fideicomisarios debe estar representados en los certificados de participación bajo las siguientes características;

- *Son emitidos por el fiduciario a la orden de fideicomisarios determinados.*
- *Los fideicomisarios determinados pueden transferir sus certificados a personas que no se encuentren impedidas por la ley o por el acto constitutivo.*
- *En caso de la transferencia por medios diferentes al endoso, el cesionario adquiere todos los derechos, pero los sujeta a las excepciones personales que el cedido habría podido oponer al cedente antes de la transferencia.*
- *Las disposiciones de la Ley de Títulos Valores relativas al endoso y las correspondientes al robo, extravío o deterioro de títulos valores serán aplicables a los certificados de participación, en lo que fueran pertinentes.*

En contraposición en el Reglamento de Titulización de activos, Subcapítulo I- artículo 44, los valores emitidos en los Fideicomisos de Titulización son: “valores representativos de derechos crediticios y valores que representen un derecho de participación en un patrimonio fideicometido conformado preponderantemente por uno o más créditos.” Emitidos a través de oferta Pública.

ANEXO IV

METODOLOGÍA DE LOS FACTORES CRÍTICOS DE ÉXITO

Definición del Alcance

El alcance del análisis de los FCE depende de qué tan específicos deben ser los resultados buscados y qué tan compleja es la organización que se está planteando éstos resultados.

Definición de la unidad organizacional: El alcance de la aplicación de la metodología deberá ser transversal a través de todas las unidades de negocio, divisiones, áreas, plazas e incluso productos de la entidad/mercado/sector/gobierno que se está analizando.

Es importante que cada unidad de análisis deba tener un representante o manager que tenga a cargo la ejecución de las medidas necesarias sobre cada FCE identificada.

Adicionalmente, si se trata de una unidad de análisis menor o específica; es importante considerar el impacto o mejor aún incluir un FCE del sector o de la industria dentro de este análisis.

Selección de Participantes: La inclusión de participantes dentro de las actividades relacionados a los FCE depende del tipo de FCE que se está desarrollando (Empresarial vs Operativo), la estructura organizacional (Jerárquica vs Horizontal), el objetivo del desarrollo de los FCE y las condiciones específicas del sector al que pertenece la organización.

Recolección de la Data e Información Relevante

La metodología preferida por los autores y que recoge la mayor parte de la realidad de las organizaciones, son las entrevistas. Sin embargo, es importante también la recolección de información histórica relevante con la que cuenta la compañía.

Revisión de documentación crítica: Dentro de las fuentes de información más consultadas se encuentran:

- Los estatutos, documentos organizaciones, la misión y la visión.

- La estructura organizacional.
- Los Tableros de Control.
- Los planes estratégicos de corto, mediano y largo plazo.
- Estados Financieros y Reportes de Auditoría Financiera y Operativa.
- Memorias Anuales.
- Reportes sectoriales.
- FCE existentes.
- FCE de empresas similares o benchmarks.

Desarrollo de Entrevistas

Conducir entrevistas con los participantes elegidos es uno de los procesos de recolección de datos más importantes. Esto debido a que es una oportunidad única de conversar sobre los retos gerenciales a los cuales se enfrenta la compañía/unidad de negocio/entidad y la contribución de las distintas áreas al objetivo común. Por otro lado, la interacción continua de la entrevista permite profundizar y clarificar en algunos ítems relevantes para el análisis.

(Rockhart, 1981) propone una serie de instrucciones para conducir una entrevista, dado que lo importante para el análisis de la información, es obtener a partir del mismo las principales FCE. Los principales factores a tomar en cuenta son:

Orden de las entrevistas

No existe un orden pre-determinado para entrevistar a los participantes, pero Rockhart recomienda comenzar por los ejecutivos más experimentados (senior) y luego bajar a los siguientes niveles, pues éstos ejecutivos brindarán información relevante que es importante mantener en mente durante el resto de entrevistas. Por otro lado, éstos mismos pueden referir directamente a los funcionarios claves de menores niveles que deberían ser entrevistados.

Preguntas de la entrevista

Tampoco existe una receta precisa respecto a las preguntas que deben realizarse. No obstante, Rockhart considera que mientras más generales y conducidas son las primeras preguntas, mayor nivel de holgura y profundidad tendrá la recaudación de información.

Preguntar directamente: ¿Cuáles son tus principales FCE? sólo será de utilidad si es que las primeras preguntas han ayudado al encuestado a ubicarse en las áreas que considera relevante e importante primero; y cuáles son sus procesos y factores más importantes y con mayor aporte a resultados.

Tabla #3: Preguntas propuestas por Rockhart

Preguntas	Objetivo	Fuente	Tipo
¿Cuáles son los factores críticos de éxito en su puesto de trabajo?	Esta pregunta busca una respuesta directa del participante, respecto a las CSF's identificadas. No obstante para lograr una respuesta acertiva, el participante debería conocer el concepto de lo que son las CSF's. De la misma manera, es muy probable que el puesto del participante tenga consistencia con la visión de la CSF.	Puede ser de todas fuentes dependiendo de la perspectiva del participante.	Esta pregunta puede identificar cualquier tipo de CSF. Ya sea empresarial u operacional. Nuevamente depende del participante entrevistado y su puesto.
¿Qué áreas impactan negativamente en sus actividades, si éstas funcionarían mal?	Esta pregunta permite esbozar la CSF desde otra perspectiva, otorgando al participante pensar en un escenario de falla y pensar en qué agente interfiere para que sus actividades sean ejecutadas satisfactoriamente.	Principalmente industriales, ambientales y temporales.	La orientación de esta pregunta es para las CSF's de tipo empresarial.

Fuente: Rockhart, 1981

Organización de la data recolectada

La revisión de información relevante y las entrevistas proveen la data principal para el desarrollo de los FCE. No obstante, del ordenamiento de la información dependerá la eficiencia para derivar los FCE en el menor tiempo y con la mayor precisión posible.

Rockhart recomienda compilar la data analizada y organizarla para facilitar el análisis. Se sugiere “normalizar” la información considerando los siguientes procesos:

- Agrupar la data común en grupos ya sea por niveles gerenciales o factores. Esta agrupación facilitará la agrupación de los FCE en su derivación.
- Organizar las notas tomadas de las entrevistas en un formato similar y codificarlas para búsqueda eficiente.
- No se recomienda inferir, si hay conceptos en el aire; lo mejor es investigar y profundizar.

Análisis de la Data e Información Relevante

El objetivo de esta actividad es categorizar y analizar la data “bruta” de tal manera que permita derivar los FCE. En este proceso se deben realizar tres filtros importantes: separar la data de la fuente de la que vino, eliminar ambigüedad en la información y conformar ítems o entidades que puedan ser analizadas de manera independientes. Caralli estructura una metodología para convertir la data “bruta” en FCE y las concentra en dos actividades:

Actividades Declaradas

Estas actividades describen metas operativas, objetivos y acciones realizadas por los gerentes que soportan la existencia de una FCE. Suelen ser actividades simples o enfoques directos.

Clasificación de las actividades en grupos de afinidad

Una vez declaradas las actividades es importante realizar una agrupación por afinidad de las mismas. Esto permite categorizar la información en función a características comunes pues los FCE suelen ser más representativos cuando provienen de un conjunto de ideas obtenidas de las entrevistas con los gerentes o encargados.

La agrupación por afinidad otorga enfoque en la generación de los FCE dependiendo de cada tipo de decisión a tomar. Por otro lado, también considera una metodología bastante básica que implica:

- Identificar el origen de cada actividad declarada
- Agruparlas por la característica común
- Trabajar de manera independiente cada actividad
- Estabilizar o normalizar los grupos afines
- Agrupar cualquier otra actividad en un grupo “Diverso”.

Inferencia y derivación de los FCE

La derivación de los FCE se basa en tres pasos principales: El agrupamiento y resumen de los temas de interés relevantes, la derivación propia de los FCE y el afinamiento y combinación de las mismas.

Agrupamiento y Resumen de los temas de interés relevantes

Luego de la agrupación por afinidad de las actividades declaradas, es importante re-agrupar estos grupos respecto a cada tema de interés relevante. De la misma manera, la codificación y resumen de las mismas actividades permitirá una definición sintetizada de los FCE.

Derivación de los FCE

Luego de que estas actividades resumidas, afinadas y agrupadas por temas de interés relevantes se han concretizado en una sola idea; podemos concluir que se ha obtenido una FCE. La metodología de Caralli propone tener FCE con la menor cantidad de palabras posibles, menos de diez si es posible, para describirlas. La idea es que tengan un fácil “recall” o recordatorio a todo nivel de la organización.

Afinamiento y combinación de los FCE

El sustento temático de cada FCE permitirá inferir el nombre y personalizarlo. Pero el paso siguiente a la definición de los FCE puede ser más valioso. Una vez establecidos es importante hacer el ejercicio retórico de derivar las estrategias y resultados a partir de los FCE. De la misma manera, una FCE más potente puede nacer de otras dos; o de la combinación de una FCE interna y una perteneciente al sector. Entre otras combinaciones.

Análisis de los FCE

El proceso de análisis de los FCE comprende cuatro actividades:

Determinar los criterios de comparación

En este proceso es importante resaltar el agrupamiento por temas de relevancia y considerar en cuales los FCE derivadas pueden ser comparadas en diferentes aspectos estratégicos.

Desarrollo de una matriz de comparación

La matriz de comparación por lo general tiene dos entradas. Una es claramente los FCE y otra pueden ser las estrategias de la compañía, los resultados buscados, los planes de acción o cualquier direccionamiento cuyo resultado esté alineado a una FCE.

Determinación de intersecciones

Las intersecciones se realizarán cuando una FCE complemente, aporte o tenga impacto sobre el otro input de la matriz.

Las relaciones pueden ser de causalidad como también de complementariedad. La idea en este último paso es encontrar a qué se debe la relación entre ambos factores. Por otro lado, de no existir ninguna relación, se deberá cuestionar; por qué es que no existe. Esto puede permitir depurar algunas FCE que finalmente no van a tener impacto directo en los resultados buscados a pesar de ser muy relevantes para muchos participantes y tener mucha data importante sobre la misma.

ANEXO V

MARCO DE LA ENTREVISTA REALIZADA A EXPERTOS

Pregunta Abierta

1. ¿Qué es lo que más le llama la atención de este instrumento??

Generales

2. ¿Cuáles son sus expectativas sobre el desarrollo inmobiliario corporativo en el Perú?
3. ¿Le parece que el instrumento descrito sería atractivo para el mercado peruano?
4. ¿El mercado peruano es lo suficientemente sofisticado para recibir este instrumento?
5. ¿Cuáles son las principales limitantes financieras y legales que tiene este instrumento para usted?
6. ¿Si usted representaría a un inversionista institucional, que características requeriría para adquirir el instrumento?

Legales

7. ¿Cómo clasificaría a este instrumento? ¿Cómo instrumentos representativo de Derecho o Instrumentos alternativo?
8. ¿Qué requisitos considera usted que se requieren para la emisión de un instrumento dirigido a las AFP?
9. ¿Cuál considera usted debería ser el proceso de emisión? ¿Cuáles son los costos asociados? ¿Cuáles son los plazos estimados?
10. ¿Qué mejoras implementaría a las leyes vigentes respecto a Fideicomisos y FIBRAS con la finalidad de hacer este instrumento más atractivo y menos riesgoso?

Para Inversionistas

11. ¿Considera que este instrumento podría mejorar el rendimiento de su cartera de inversión o los ayudará en la diversificación del riesgo de su cartera así como el calce de activos?
12. ¿Cuál es monto que tienen disponible para invertir en este tipo de instrumento? ¿Cuánto estarían dispuestos a invertir?
13. ¿Tienen inversiones en instrumentos similares? ¿Cuál es su desempeño?
14. ¿Tienen inversiones en cuotas de fondos de inversión destinados al mercado inmobiliario?
15. ¿Cuál es el Ticket Mínimo esperado para invertir en este instrumento?
16. ¿Qué tan líquido debería ser este instrumento?
17. ¿Considera que existe un mercado secundario para éste instrumento?
18. ¿Cuál sería el valor mínimo esperado para re-colocar este instrumento en un mercado secundario?
19. ¿Qué mecanismos de salida serían los deseados para hacer atractivo este instrumento?
20. ¿Cuál debería ser el Pay-Back esperado del instrumento? Operacionales – Temporales
21. ¿Cuál debería ser la rentabilidad mínima del instrumento aceptada para adquirirlo?
22. ¿Cuál debería ser la concentración máxima de TIICS por inversionista?
23. ¿Cuáles cree que pueden ser los principales riesgos de este instrumento, y como se podrían mitigar?
24. Si no adquiriera este instrumento. ¿Qué otro instrumento adquiriría?

Estructuración

25. ¿Qué estructura de garantías y/o coberturas requeriría para este instrumento?
26. ¿Cuáles son las características que espera del Administrador del fideicomiso para hacer atractivo este instrumento?
27. ¿Cuál debería ser la rentabilidad mínima del proyecto/negocio inmobiliario corporativo para ser incluido como parte del patrimonio estructurado?
28. ¿Qué tipo de inmueble o proyecto sería el ideal como estructura de patrimonio inicial para este instrumento?

- 29.** ¿Qué estructura contractual de rentas sería la más atractiva para respaldar este instrumento?
¿Tipo? ¿Plazo? ¿Arrendador?
- 30.** ¿Cuál es el monto de inversión esperado?
- 31.** ¿Qué tipo de inmueble o proyecto sería el ideal como destino de inversión con los fondos obtenidos luego de la emisión de este instrumento?
- 32.** ¿Cuáles son los principales costos y comisiones directas que estaría dispuesto a pagar/cobrar?

ANEXO VI

MARCO NORMATIVO PARA LAS FIBRAS EN MÉXICO

Según la legislación mexicana, el Fiduciario de una FIBRA tiene la obligación de retener a los Tenedores el ISR (Impuesto a la Renta en México) por el Resultado Fiscal que les distribuya aplicando la tasa del 30% sobre el monto distribuido de dicho resultado, excepto cuando los Tenedores de los CBFIs que los reciban estén exentos del pago del ISR por dicho ingreso. Cuando los CBFIs estén colocados entre el gran público inversionista, como suele suceder, será el intermediario financiero que tenga en depósito los CBFIs quien deberá realizar la retención del impuesto, quedando el Fiduciario eximido de la obligación de efectuar dicha retención.

Los Tenedores de los CBFIs acumularán el Resultado Fiscal que se les distribuya, sin deducir el impuesto que les hubiera sido retenido, pudiendo acreditar dicho impuesto retenido contra el ISR que causen en el ejercicio en que les fue efectuada la distribución.

Algo que resalta es que las AFP's Mexicanas; llamadas SIEFORES están exentas del ISR sobre la distribución de resultados (Según el artículo 94). Con lo cual cuando el Fiduciario entregue a los tenedores de los CBFIs una cantidad mayor al resultado fiscal del ejercicio generado por los bienes fideicomitidos, la diferencia se considerara como Reembolso de Capital y disminuirá el costo comprobado de adquisición de dichos CBFIs que tengan los Tenedores que la reciban.

Otra ventaja tributaria se genera cuando se ejerce la enajenación de algún CBFI. La norma indica que:

[l]os mexicanos que enajenen los CBFIs a través de los mercados reconocidos a que se refieren las secciones I y II del artículo 16-C del Código Fiscal de la Federación, se encontrarán exentas del pago de ISR por la ganancia derivada de dicha enajenación, de acuerdo con lo dispuesto por la fracción XII del artículo 224 de la LISR. (Fomperosa Meza, 2009).

Adicionalmente a ello, cuando los Patrimonios Fideicomitidos venden inmuebles dentro de los parámetros de lo establecido, los Tenedores tienen el derecho a:

[p]ercibir una parte de los frutos o rendimientos generados por el Patrimonio del Fideicomiso y, en su caso, al producto de la venta de los inmuebles que forman parte del mismo. En este sentido, tomando en consideración que los CBFIs no otorgan a los Tenedores la propiedad sobre los inmuebles que forman parte del Patrimonio del Fideicomiso, existen argumentos razonables para soportar que su enajenación no estará sujeta al pago del impuesto sobre adquisición de inmuebles, puesto que no se enajenarán títulos que representan la propiedad del suelo o de las construcciones adheridas a éste, aunque lo anterior no está libre de duda. (Fomperosa Meza, 2009).

Conforme las FIBRAS vayan tomando protagonismo en Perú, la normativa evolucionará y permitirá no solo legislar en materia tributaria y fiscal, sino también a nivel de reglamentos para la SMV y la SBS; con respecto a la estructuración, manejo, colocación y regulación de éstos instrumentos. México, lleva 10 a 15 años de adelanto en la materia; es por ello que resulta importante analizar los principales puntos de la legislación mexicana en materia de Fideicomisos de Bienes Raíces y encontrar similitudes con lo ya legislado en Perú; sí como el rumbo hacia donde debería orientarse dicha legislación.

El siguiente extracto ha sido obtenido de un prospecto de una de las fibras más importantes en el mercado de capitales mexicano; la reconocida “Fibra Sendero”.

[l]as FIBRAS están reguladas en los artículos 223 y 224 de la LISR, así como en ciertas reglas contenidas en la Resolución Miscelánea Fiscal vigente, y deben cumplir, entre otras, con lo siguiente:

- El objetivo principal de la FIBRA debe ser la adquisición o construcción de bienes inmuebles en México destinados al arrendamiento o la adquisición del derecho a obtener ingresos por el arrendamiento de dichos inmuebles, así como el otorgar financiamiento para dichos propósitos garantizado por los respectivos bienes inmuebles arrendados;
- Por lo menos el 70% del patrimonio de la FIBRA debe ser invertido en bienes inmuebles en México destinados al arrendamiento, en derechos a obtener ingresos por el arrendamiento de dichos bienes inmuebles, o en créditos para otorgar financiamiento para dichos propósitos

- garantizado por las respectivas propiedades arrendadas, y el resto del patrimonio del Fideicomiso deberá ser invertido en valores emitidos por el gobierno federal mexicano e inscritos en el RNV, o en acciones de sociedades de inversión en instrumentos de deuda;
- Las propiedades construidas o adquiridas por la FIBRA deben estar destinadas al arrendamiento y no pueden ser vendidas en un plazo de cuatro años a partir de la fecha de terminación de la construcción o de adquisición de las mismas, según corresponda;
 - La FIBRA debe distribuir a los Tenedores de los CBFIs (Certificados de Participación en México) por lo menos una vez al año y, a más tardar el 15 de marzo de cada año, al menos el 95% del Resultado Fiscal del ejercicio fiscal inmediato anterior calculado conforme a las reglas aplicables a las personas morales residentes en México contenidas en la Ley del Impuesto sobre la Renta, en el entendido de que durante cualquier ejercicio fiscal, si el Resultado Fiscal es mayor que las distribuciones realizadas del mismo a los Tenedores de los CBFIs por la FIBRA durante el periodo de doce meses que finalice el 15 de marzo del ejercicio fiscal inmediato siguiente, la FIBRA estará obligada a pagar el impuesto sobre la renta aplicable a dicha diferencia a la tasa del 30%, sin identificar a los titulares de los certificados, y dichos impuestos pagados por la FIBRA podrán acreditarse por los Tenedores de certificados en la medida en que dichas distribuciones sean acumulables para los Tenedores, sin que esto genere una obligación de retención a la FIBRA con respecto a dicha diferencia pagada; y
 - El Fiduciario debe emitir certificados de participación que representen el patrimonio del Fideicomiso, y dichos certificados deben ser (i) ofertados públicamente al público inversionista, o bien (ii) adquiridos por no menos de diez inversionistas que no sean partes relacionadas, ninguno de los cuales podrá en ningún momento poseer más del 20% de todos los CBFIs en circulación de la FIBRA.” (Prospecto de Colocación Fibra Sendero, 2013).

ANEXO VII

APLICACIÓN: BENCHMARK A LAS FIBRAS MEXICANAS

Fibra Uno

- **La Compañía y el Grupo Económico**

Fibra UNO es el punto de partida para el crecimiento de GrupoE, que representa a un conjunto de entidades mexicanas, formadas por individuos y empresas las cuales se encuentran verticalmente integradas, y que se dedican a la adquisición, desarrollo, renta y operación de desarrollos inmobiliarios.

El GrupoE se origina en los 70's, cuando miembros de la familia El-Mann iniciaron operaciones como franquicias de una marca mexicana de pinturas y productos afines, a medida que la franquicia se fue expandiendo se enfrentó a la escasez de propiedades bien ubicadas que cumplan con sus estándares de calidad y ofrecieran un alquiler razonable, viéndose en la necesidad de adquirir y desarrollar terrenos, los cuales, en ocasiones, eran más grandes que el espacio necesitado para las tiendas, iniciando la construcción de espacios comerciales adicionales para ser arrendados a otros negocios. Al detectar esta oportunidad en el mercado inmobiliario, GrupoE se enfocó al negocio inmobiliario, ampliando su cartera de propiedades durante toda la década de los 80's (se dieron cuenta que el negocio Real State era más interesante).

En los 90's desarrolla su primera propiedad industrial ante el gran déficit de espacios industriales y comerciales identificados evolucionando al negocio de desarrollo inmobiliario y renta de espacios con la búsqueda de ubicaciones privilegiadas. Actualmente GrupoE cuenta con una cartera de 170 proyectos en diferentes segmentos de la industria de Bienes raíces en México.

- **El Fideicomiso: Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces UNO**

Fibra UNO es un Fideicomiso Mexicano cuyo objetivo es adquirir, poseer, desarrollar, arrendar y operar una diversa gama de inmuebles, entre las que se incluyen propiedades industriales, comerciales, turísticas, de oficinas y de uso mixto.

- **Administrador:** F1 Management, S.C
- **Asesor:** Fibra Uno Administración, S.A de CV.
- **Empresa de Servicios de Representación:** F2 Services, S.C.
- Fideicomitente: Fibra Uno Administración, S.A
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A.
- **Patrimonio inicial:** La Cartera está conformada por 16 propiedades y los Derechos de Arrendamientos de una propiedad con un total de 706,852 metros cuadrados de área rentable total, con una ocupación del 91%. Por sectores las propiedades se componen de la siguiente manera:
 - 04 propiedades industriales que representan 290,505 metros cuadrados de área rentable (41% de la Cartera).
 - 07 propiedades comerciales que representan aproximadamente 176,192 de área rentable (25% de la Cartera).
 - 01 propiedades para oficinas que representan aproximadamente 14,032 metros cuadrados de área rentable (2% de la Cartera).
 - 05 propiedades de usos mixtos que representan 226,123 metros cuadrados de área rentable (32% de la Cartera).
- **Propuesta de Inversión:** Se espera que los recursos captados en la emisión sea usada de la siguiente manera; 33% para adquirir propiedades adicionales de personas relacionadas, máximo 33% para adquirir propiedades adicionales en o para el desarrollo, y la diferencia para adquirir propiedades adicionales estabilizadas de terceros,
- **Título Valor:** Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs). FUNO11.

- **Monto Total de Oferta Global:** Ps\$ 7 718'750,000.00 (siete mil setecientos cincuenta mil pesos 00/100 Moneda nacional), sin considerar los CBFIs materia de la opción de sobreasignación y de Ps\$8,876'562,500.00 (ocho mil ochocientos setenta y seis millones quinientos sesenta y dos mil peso 00/100 Moneda nacional) considerando los CBFIs materia de la opción de sobreasignación. Con un precio de colocación de Ps \$23.75.
- **Representante Común:** The Bank of New York Mellon, S.A.
- **Patrimonio del Fideicomiso:** *“El Patrimonio del Fideicomiso se integra principalmente con (i) la Cartera; (ii) los derechos de arrendamiento de los bienes inmuebles adquiridos o aportados al patrimonio de Fideicomiso; (iii) los Recursos Derivados de la Emisión; (iv) las cantidades percibidas por Rentas; (v) Bienes inmuebles que se adquieran con recursos derivados de Emisiones o de cualquier otro recurso, (vi) las Inversiones Permitidas y, en su caso, con sus productos; (vii) los rendimientos financieros que se obtengan por la inversión de los recursos en las Cuentas, en su caso; (viii) los recursos que se obtengan de Emisiones futuras; (ix) los recursos que se obtengan de la emisión de valores representativos de deuda; (x) los derechos o las cantidades que se deriven del ejercicio de cualquier derecho que corresponda al Fideicomiso (xi) cualesquiera productos o rendimientos derivados de los bienes a que se refiere la cláusula Cuarta del Fideicomiso; y (xv) las demás cantidades y derechos de que sea titular el Fideicomiso, por cualquier causa válida.”*
(Prospecto de Colocación Fibra Uno, 2012).
- **Intermediarios Colocadores en México:** Casa de Bolsa BBVA Santander, S.A. de C.V., Grupo Financiero Santander, Casa de Bolsa BBVA Bancomer, S.A. de C.V., Grupo Financiero BBVA Bancomer y Protego casa de Bolsa, S.A. de C.V.
- **Número de CBFIs materia de la Oferta Global:** 747'575,223 CBFIs, excluyendo 48'750,000 CBFIs si ejerce la opción de sobreasignación en su totalidad así como

también excluye los CBFIs que se emitirán con motivo de la aportación de la Cartera MexFund al Patrimonio del Fideicomiso.

- **Clave de Pizarra:** FUNO 11
- **Denominación:** Los CBFIs estarán denominados en Pesos.
- **Garantías:** Los CBFIs no contarán con garantía real o personal.
- **Posibles Adquirentes:** *“Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera cuando, en su caso, su régimen de inversión lo permita o prevea expresamente.”* (Prospecto de Colocación Fibra Uno, 2012)
- **Depositario:** S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.
- **Contrato de Asesoría de Planeación;** el cual se define que el Asesor es responsable de consultar y asesorar a nuestro administrador sobre la planeación, estrategia e implementación de decisiones relevantes, incluyendo la identificación, selección, revisión, adquisición, desarrollo, construcción, operación mantenimiento y venta de propiedades, así como de la planeación estratégica y financiera y asistencia en las relaciones con los inversionistas. El asesor tiene derecho a cobrar como contraprestación de sus servicios que resulte de aplicar del 0.5% del valor en libros no depreciado de los activos del fideicomiso menos la deuda vigente más IVA correspondiente. Adicionalmente para actividades de adquisición/contribución de inmuebles al fideicomiso el asesor cobrará una comisión del 3% sobre el valor de los activos adquiridos o contribuidos
- **Contrato de Administración;** establece que el Administrador es responsable de la administración día a día del negocio, operación y mantenimiento de las propiedades y conjuntamente con el asesor; (i) buscar nuevas oportunidades de adquisición y desarrollo, (ii) llevar a cabo los due diligence en oportunidades de adquisiciones, (iii) negociar la adquisición, el financiamiento, refinanciamiento y desarrollo de propiedades, (iv) supervisar la renovación, desarrollo y redesarrollo de proyectos (v) negociar arrendamientos. El administrador tiene derecho a recibir honorarios mensuales equivalente al 1% de los pagos de rentas efectivamente cobrado bajo los

contratos de arrendamientos de las propiedades durante el mes previo más el IVA aplicable.

- **Costos de Servicios de Representación:** La empresa de servicios es responsable de los servicios de (i) facturación de rentas y cuotas de mantenimiento (ii) Cobranza de rentas y cuotas de mantenimiento según los contratos de arredramientos (iii) negociar los contratos de arrendamientos, incluyendo la celebración y renovación de los mismos (iv) apoyo al administrador para lograr la renovación de los contratos. La empresa de servicios de representación recibirá honorarios mensuales igual al 2% de los pagos por Rentas efectivamente cobradas bajo los contratos de arrendamientos del mes previo más el IVA aplicable.

- **Estatus Actual de La Fibra UNO:** *“Se anunció el 29/02/2016 la adquisición del Hospital Puerta de Hierro ubicado en el área metropolitana de Guadalajara. La propiedad cuenta con una ubicación privilegiada en una de las ciudades con más alto dinamismo económico y crecimiento demográfico. El hospital tiene 24,946 m de área bruta rentable. La operación fue un “sale and lease back” bajo un contrato triple neto, a 10 años, con dos prórrogas de 5 años cada una. La propiedad generará un ingreso neto operativo anual de Ps. 69.3 MM de Psos Mexicanos. El precio de adquisición fue de Ps. 700 MM y fue pagado 100% con efectivo. El inmueble no tiene deuda.”* (FUNO Comunicaciones, Febrero del 2016)

Como puede observarse, esta FIBRA ha crecido tan fuerte que se encuentra realizando estructuraciones con deuda y activos de mayor complejidad; como es el caso de los Hospitales. Sin dejar de lado, la simplificación de su estructuración y todos los beneficios tributarios que la FIBRA conlleva en México.

Fibra ProLogis

- **La Compañía y el Grupo Económico**

Prologis es líder en la administración, operación y desarrollo de inmuebles industriales en Estados Unidos, Europa y Asia. Constituido inicialmente como un fideicomiso; al 31 de marzo de 2014, era propietario, directamente o a través de vehículos de inversión de 53.3 millones de m² de propiedades en 21 países. Tiene 4,700 clientes arrendadores, incluyendo fabricantes, minoristas, transportistas, proveedores de servicios de logística y otras empresas.

- **El Fideicomiso: Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces ProLogis (Fibra ProLogis)**

Se trata de un fideicomiso mexicano constituido con los objetivos de adquirir y administrar inmuebles destinados a actividades industriales. Uno de los principales objetivos del Grupo ProLogis es reestructurar las operaciones en México y transformarse en una FIBRA para efectos fiscales. El fideicomiso está compuesto de la siguiente manera.

- **Administrador:** Prologis Property México, S.A. de C.V.
- **Fideicomitente:** Prologis Property México, S.A. de C.V.
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, actuando como Fiduciario del Fideicomiso.
- **Patrimonio inicial:** El portafolio inicial consiste en 177 inmuebles destinados a las industrias manufacturera y logística con una ABR de 33 millones de m². *“El 60.6% del portafolio de inmuebles de Prologis estaba ubicado en mercados globales representados por los principales mercados logísticos de la Ciudad de México, Guadalajara y Monterrey; y aproximadamente el 39.4% estaba ubicado en mercados regionales representados por los principales mercados manufactureros de Reynosa, Tijuana y Ciudad Juárez.”* Todos los inmuebles se encuentran arrendados bajo contratos que vencen en aproximadamente 32 meses, renovables. (Prospecto de Colocación Fibra Prologis, 2014).
- **Destino de los Recursos:** Se utilizarán los recursos para financiar la adquisición inicial, cubrir los gastos operativos relacionados y re-perfilar la deuda financiera de ProLogis.

- **Título Valor:** Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs). No amortizables y sin expresión de valor nominal emitidos por el Fideicomiso F/1687 (“Fibra Sendero”). (Prospecto de Colocación Fibra Prologis, 2014)
- **Monto Total de Oferta Inicial Global:** Ps\$ 8,010,900,000.00 (ocho mil diez millones novecientos mil Pesos Mexicanos) considerando la sobre-asignación. Con un precio de colocación por CBFI de Ps\$ 27.0 (veintisiete Pesos 00/100 Moneda Nacional por CBFI)
- **Fideicomisarios en Primer Lugar:** Los Tenedores de los CBFI’s.
- **Representación:** Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero
- **Intermediarios Colocadores en México:** Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, integrante del Grupo Financiero Banamex, Casa de Bolsa, Banorte Ixe, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte, Actinver, Casa de Bolsa S.A. de C.V., Grupo Financiero Actinver y Casa de Bolsa Credit Suisse (México), S.A. de C.V., Grupo Financiero, Credit Suisse (México).
- **Número de CBFIs materia de la Oferta Global:** Hasta 638,624,796 certificados incluyendo la opción de sobreasignación.
- **Clave de Pizarra:** FIBRA PL14
- **Denominación:** Los CBFIs estarán denominados en Pesos.
- **Garantías:** Los CBFIs no contarán con garantía real o personal.
- **Posibles Adquirentes:** *“Personas físicas y morales cuando su régimen de inversión lo prevea expresamente.”* (Prospecto de Colocación Fibra Prologis, 2014)
- **Depositario:** S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.
- **Costos de Administración:** Se trata de una comisión que asciende al 4% de la base de la comisión de desarrollo, que consiste en el presupuesto de adquisición/desarrollo menos el valor de los inmuebles adquiridos, menos los costos de financiamiento y menos los costos de cierre de proyecto.
- **Costos de Asesoría:** No cuenta con comisión de asesoría.
- **Costos de Servicios de Representación:** No se indica la comisión de servicios de representación detallada.

- **Estatus Actual de La Fibra ProLogis:** A principios del 2015, FIBRA Prologis refinanció US\$107.0 millones, incluyendo costos de repago, de los prestamos hipotecario que se vencían en 2016. Al 31 de diciembre de 2015, la Fibra ProLogis cuenta con una liquidez que bordea los Ps.\$ 7,657 millones de Pesos. Con una deuda neta a EBITDA ajustado de 4.58. Según el administrador durante el año 2015 se logró reducir el costo general de la deuda al prorrogar los vencimiento, re-perfilando a 4.5 años todo el endeudamiento; y reduciendo el costo ponderado de la deuda a 5%.

Fibra Sendero

- **La Compañía y el Grupo Económico**

El Grupo Acosta Verde (en adelante “GAV”) es un grupo económico de importante relevancia en México, dedicado al desarrollo de centros comerciales en las principales ciudades de dicho país.

[a] través del concepto Sendero, GAV ha desarrollado relaciones sólidas y de largo plazo con tiendas ancla estratégicas de gran reputación y solidez financiera tales como Soriana, la segunda cadena de supermercados más grande en México, y Cinépolis, el operador de cines más grande de América Latina, para ofrecer una amplia gama de productos y servicios en sus centros comerciales y atraer mayor tráfico de consumidores, así como con otros arrendatarios, lo cual, a su vez, aumenta los niveles de ocupación. La presencia de estas tiendas ancla en los centros comerciales de GAV les otorga el beneficio de disfrutar de una importante base de visitantes, lo que se traduce en mayores ventas. (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013)

[L]as tasas de ocupación de sus principales malls, denotan un buen performance respecto a la gestión de los activos así como la existencia de un flujo de caja sostenible a lo largo del tiempo en términos de rentas. (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013)

- **El Fideicomiso: Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces Sendero (Fibra Sendero)**

Se trata de un fideicomiso mexicano constituido con los objetivos de desarrollar, construir, arrendar, adquirir, administrar y ser propietario de centros comerciales en México. Está compuesto por los siguientes elementos:

- **Comité Administrador:** El GAV será el asesor y desarrollador de los Centros Comerciales existentes y futuros que formarán parte del fideicomiso. Se contará con un Comité Técnico de Administración compuesto por socios estratégicos del GAV que participarán activamente en la administración y crecimiento de los negocios. Luego de la oferta global, el GAV se comprometía a no llevar a cabo ningún nuevo desarrollo en la industria de centros comerciales que cumpla con los criterios de elegibilidad de la Fibra.
- **Fideicomitente:** Administradora Sendero S.A. de C.V
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A.
- **Patrimonio inicial:** Luego de la oferta global, el Fideicomiso se haría propietario de un portafolio de 10 (diez) centros comerciales operando en 5 (cinco) estados de la República Mexicana, albergando 1,248 locales comerciales con un ABR (Área Bruta Rentable) de 198,774 m², que fue denominado Portafolio de Aportación. Compuesto por el Portafolio Actual de GAV y el Portafolio de los Minoritarios Relevantes (Aportantes que quisieron participar dentro del Fideicomiso con un aporte de locales a cambio de los certificados de participación).
- **Propuesta de Inversión:** Como parte del portafolio de desarrollo y adquisición, se tenía pensado adquirir 39 locales comerciales en operación ubicados en el centro comercial Sendero Periférico con un ABR total de 10,612 m², mismos que comprenden el Portafolio de Edificadora del Norte, y así como 4 (cuatro) terrenos para desarrollar 4 (cuatro) Centros Comerciales adicionales en los que existirán 537 Locales Comerciales con un ABR total esperado de 82,684 m².
- **Título Valor:** Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs). No amortizables y sin expresión de valor nominal emitidos por el Fideicomiso F/1687 (“Fibra Sendero”). (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013).

- **Monto Total de Oferta Inicial Global:** Ps\$ 5,279,650,000.00 (cinco mil doscientos setenta y nueve millones seiscientos cincuenta mil Pesos Mexicanos) considerando la sobre-asignación. Con un rango medio de colocación por CBFÍ de Ps\$ 22.50 (veintidós Pesos 50/100 Moneda Nacional por CBFÍ).
- **Recaudación:** Todos los recursos que se obtengan de la Emisión serán abonados en la Cuenta Concentradora para realizar primordialmente inversiones en inmuebles y locales comerciales destinados al comercio dentro de centros comerciales del Grupo Acosta Verde, mismos que serán parte de la fuente de las Distribuciones de Efectivo.
- **Representación:** Servicios Grupo Sendero, S.A. de C.V.
- **Patrimonio del Fideicomiso:** *“El Patrimonio del Fideicomiso se integra principalmente con (i) la Aportación Inicial; (ii) la Aportación de (a) los Bienes Inmuebles Aportados, (b) los Bienes Inmuebles Aportados Adicionales y (c) los Bienes Inmuebles Adquiridos; (iii) la Aportación de los Derechos de Arrendamiento; (iv) los Recursos Derivados de la Emisión; (v) las cantidades percibidas por Ingresos por Arrendamiento; (vi) las cantidades derivadas de los Ingresos por Distribuciones a Condóminos; (vii) los Bienes Inmuebles, los Derechos de Arrendamiento que se adquieran con los Recursos Derivados de la Emisión o con cualquier otro recurso; (viii) las Inversiones Permitidas y, en su caso, con sus productos; (ix) los rendimientos financieros que se obtengan por la inversión de los recursos en las Cuentas, en su caso; (x) los recursos que se obtengan de Emisiones futuras; (xi) los recursos que se obtengan de la emisión de valores representativos de deuda; (xii) los derechos derivados de cualquier contrato, convenio o acuerdo suscrito por el Fiduciario o adquirido por él, ya sea directamente o indirectamente, en cumplimiento de los fines del Fideicomiso, incluyendo enunciativa más no limitativamente los derechos que deriven de cualquier fideicomiso; (xiii) los derechos y/o las cantidades que deriven del ejercicio de cualquier derecho que corresponda al Fideicomiso; (xiv) cualesquier productos o rendimientos derivados de los bienes y derechos del Fideicomiso; y (xv) las demás cantidades y derechos de que sea*

titular el Fideicomiso, por cualquier causa válida.” (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013)

- **Intermediarios Colocadores en México:** Casa de Bolsa BBVA Bancomer, S.A. de C.V., Grupo Financiero BBVA Bancomer y Casa de Bolsa Banorte Ixe, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte.
- **Intermediarios Internacionales:** J.P. Morgan Securities, LLC, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. y UBS Securities LLC.
- **Número de CBFIs materia de la Oferta Global:** Hasta 263,982,500 certificados incluyendo la opción de sobreasignación.
- **Clave de Pizarra:** FISEN 13
- **Denominación:** Los CBFIs estarán denominados en Pesos.
- **Rango de Precio de Colocación:** Ps.\$20.00 a Ps.\$25.00 por CBFI.
- **Garantías:** Los CBFIs no contarán con garantía real o personal.
- **Posibles Adquirentes:** *“Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera cuando, en su caso, su régimen de inversión lo permita o prevea expresamente.” (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013)*
- **Depositario:** S.D. Ineval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.
- **Costos de Administración:** La administración, estaría a cargo de personal capacitado y previamente empleado por afiliadas de GAV. Las tareas específicas a ser desempeñadas por el Administrador incluirán el manejo de: tesorería, abastecimiento, tecnologías de información, legal y contabilidad, entre otros. Teniendo derecho a recibir una comisión mensual de Ps.\$15,000.00 más el IVA correspondiente De la misma manera, se encargarán de pagar la planilla total directamente, la cual asciende a Ps. \$16 millones.
- **Costos de Asesoría:** El Asesor proveerá servicios de asesoría a GAV y al administrador del fideicomiso en relación al planeamiento a largo plazo. De la misma forma asistirá al comité técnico en decisiones estratégicas importantes así como en la construcción de relaciones institucionales. El Asesor tendrá derecho a recibir una comisión anual,

pagadera trimestralmente, equivalente al 1.0% del valor en libros no depreciado, neto de deuda, de los activos más IVA.

- **Costos de Servicios de Representación:** Constituido por afiliadas de GAV con el propósito de asegurar la implementación apropiada de la estrategia y prestar servicios de soporte relacionados a la negociación de todos los contratos necesarios para administrar y operar los Centros Comerciales, Asesoría en Marketing y Negociación con Proveedores, Entidades Financieras y nuevos socios estratégicos. El Prestador de Servicios de Representación tendrá derecho a recibir una comisión mensual equivalente al 3.0% del total del Ingreso Operativo más el correspondiente IVA por servicios administrativos, la cual comenzará a devengarse a partir de la fecha de emisión de los CBFIs.
- **Estatus Actual de La Fibra Sendero:** La Oferta Global, proyectada para el mes de Noviembre del año 2013, no se llevó a cabo. Actualmente el GAV se encuentra obteniendo financiamiento en fondos privado. La razón por la cual no se realizó la emisión está relacionada a las condiciones de mercado que a finales del año 2013 y principios del 2014 se enfrentaba México y el sector retail. Según los principales funcionarios de Sendero, *“las condiciones del mercado no eran las que habían anticipado.”* Esto implica que las condiciones externas impactan considerablemente en que la emisión y consolidación de una Fibra sea exitosa.

En Marzo 2015, GAV realizó una bursatilización de los contratos de arrendamiento de centros comerciales por 3 mil millones de pesos, recursos con los cuales re-programará su deuda y renegociará a tasas más bajas; reduciendo sus planes de expansión.

La estructuración y evaluación del instrumento fue exitoso, mas no el apetito de los mercados en dicha coyuntura. Y como puede verificarse, la Fibra Sendero se convertía en un vehículo clave para la expansión del Grupo Sendero. Algo que ningún socio financiero ni fondo de inversión estaría dispuesto a apalancar. Y si lo haría, sería a un costo financiero muy elevado. En conclusión, la evaluación, estructuración y la

potencialidad de la Fibra Sendero, la hacía considerablemente atractiva para los inversionistas; pero condiciones externas del sector inmobiliario y el sector financiero mexicano, impidieron que se concretara una operación que muchos especialistas consideraban exitosa.

Fibra MQ

- **La Compañía y el Grupo Económico**

Macquarie Group fue fundado en 1969 para dedicarse a la administración de fondos, servicios bancarios, asesoría financiera y de inversión. Tiene sucursales en 28 países. Se encuentra listada en la Bolsa Australiana con el ticker “MQG.”

Antes de la emisión global, la compañía administraba 16 fondos inmobiliarios con activos bajo administración con un valor de \$163,400 millones de Pesos.

“MIRA es una división de Macquarie Group y un administrador global de activos alternativos enfocado en bienes inmuebles, infraestructura e inversiones relacionadas.”

Su estrategia se ha enfocado en México y desde el 2009 constituyeron fondos para captar alrededor de \$5.2 millones de Pesos los cuales han sido invertidos en energía renovable, infraestructura y telecomunicaciones. (Prospecto de Colocación Fibra MQ, 2012)

- **El Fideicomiso: Fideicomiso de Inversión Macquarie México Real Estate (Fibra MQ)**

Fideicomiso creado para la adquisición o construcción de bienes inmuebles en México destinados para arrendamiento o la adquisición del derecho de obtener ingresos del arrendamiento de dichos bienes inmuebles, así como otorgar financiamiento para esos fines con una garantía de los bienes arrendados, en cada caso directamente o a través de fideicomisos. Los principales elementos del fideicomiso son los siguientes:

- **Comité Administrador:** Estará conformado y presidido por Macquarie México Real Estate Management, S.A. de C.V., quien, sujeto a la aprobación de los tenedores de los CBFIs será responsable de la administración y decisiones del Fideicomiso. Incluyen dentro de estas actividades a: (i) La emisión de los CBFIs, administración de portafolio y activos, inversiones, desinversiones, Distribuciones, endeudamiento y del ejercicio de derechos de los Fideicomisos de Inversión de MQ Group.
- **Fideicomitente:** Macquarie México Real Estate Management, S.A. de C.V.
- **Fiduciario – Emisor:** Deutsche Bank México, S.A.
- **Patrimonio inicial:** 245 propiedades cuyos propietarios son los Fideicomisos de Inversión de MQ Group. Las propiedades está ubicadas en 21 ciudades de 15 estados mexicanos. El ABR aproximado es de 2.5 millones de m²; conteniendo a 333 arrendatarios de diversas industrias. Con una tasa de ocupación del 91.1%.
- **Propuesta de Inversión:** La totalidad de los recursos netos de la Oferta Global serán utilizados para la compra del Portafolio Inicial y para pagar impuestos, comisiones y gastos relacionados. Si existiera un saldo a favor, éste efectivo será usado para capital de trabajo para adquisiciones futuras.
- **Título Valor:** Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs). No amortizables y sin expresión de valor nominal emitidos por Fibra MQ.
- **Monto Total de Oferta Inicial Global:** “\$14,715,860,000.00 (catorce mil setecientos quince millones ochocientos sesenta mil Pesos 00/100 M.N.), incluyendo la opción de sobreasignación y \$12,796,400,000.00 (doce mil setecientos noventa y seis millones cuatrocientos mil Pesos 00/100 M.N.), sin considerar la opción de sobreasignación.” (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013)
- **Fideicomisarios:** Los Tenedores de los CBFI’s.
- **Representación:** Macquarie México Real Estate Management, S.A. de C.V.
- **Patrimonio del Fideicomiso:** Incluye (i) la Aportación Inicia, (ii) los ingresos recibidos por cada emisión de los CBFI’s, (iii) los activos propios de las actividades de inversión, (iv) Activos Inmobiliarios y (v) todo recurso depositado en las cuentas del fideicomiso.

- **Intermediarios Internacionales:** J.P. Morgan Securities, **Morgan Stanley México**, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. **Merrill Lynch México, S.A. de C.V.**, Casa de Bolsa
- **Número de CBFIs materia de la Oferta Global:** “588,634,400 (*quinientos ochenta y ocho millones seiscientostreinta y cuatro mil cuatrocientos*) CBFIs, incluyendo la opción de sobreasignación y 511,856,000 (*quinientos once millones ochocientos cincuenta y seis mil*) CBFIs, sin considerar la opción de sobreasignación.” (Prospecto de Colocación de Fibra MQ, 2013)
- **Clave de Pizarra:** FIBRAMQ 12”
- **Denominación:** Los CBFIs estarán denominados en Pesos.
- **Rango de Precio de Colocación:** 25 Pesos.
- **Garantías:** Los CBFIs no contarán con garantía real o personal alguna.
- **Posibles Adquirentes:** “*Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera cuando, en su caso, su régimen de inversión lo permita o prevea expresamente.*” (Prospecto de Colocación de Fibra Sendero, 2013)
- **Depositario:** S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.
- **Costos de Administración:** 1.00% anual del Market Cap y se pagará por adelantado cada seis meses.
- **Comisiones de Arrendamiento:** 6.0% de las rentas brutas, por los primeros cinco años. Y luego 3.0% por los siguientes con un plazo de hasta 10 años.
- **Estatus Actual de La Fibra MQ:** Al cierre del año 2015, la Fibra MQ muestra un crecimiento del 28.5% en su Market Cap. Se encuentra creciendo en la actividad inmobiliaria industrial; incrementado su ocupabilidad al 92.2%. Se distribuyeron alrededor de 0.46 Pesos/Certificado al cierre del cuarto trimestre, 29.9% más que el año pasado. A la fecha la Fibra muestra un incremento de 12.8% en el NAV de cada certificado. (Bolsa de Valores de México, 2015)

ANEXO VIII

RESULTADO DE LAS ENTREVISTAS- RESULTADOS COMPLETOS

FCE/ENTREVISTADO INSTITUCIÓN	J. VALDIVIEZO PROTECTA	F. GOICOCHEA INTERITULOS	J.P. FOURNIER	A. CEVALLOS AFP INTEGRAL	J.P. NOZIGLIA	C. GAMERO AFP PROFUTURO	G. JABBOUR
(2) Expectativas sobre el desarrollo inmobiliario corporativo en el Perú.	Alta vacancia Reducción de precio por m2	Potencial en Lima y Provincias.	Bajo crecimiento. Alto riesgo pero controlado.	Bajo crecimiento. Alto riesgo pero controlado.	Bajo crecimiento. Alto riesgo pero controlado.	Retrocediendo y estabilizándose.	Retrocediendo y estabilizándose.
(3) Apetito por el Instrumento	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí.	Sí.
(6) Características buscadas por Inv. Institucional	Buena rentabilidad Buena maduración	Transparencia Plazo Bajo Costo	Buena maduración. Buen Activo. Buen property manager. Buen Inquilino. Buena TIR Bajo riesgo	Mecanismos de salida claros Buena clasificación de riesgos de mas de 1 clasificador si es posible.	Buena maduración. Buen Activo. Buen property manager. Buen Inquilino. Buena TIR Bajo riesgo	Tasa. Seguridad de contratos.	Tasa. Seguridad de contratos.
(7) Clasificación del Instrumento	Nota titulizada	Alternativo	Alternativo	Híbrido	Alternativo, pero debería ser renta fija; si cambia la normativa.	Renta Fija	Debería ser renta fija, pero es alternativo.
(8) Características básicas de instrumento	N/A	Dos clasificaciones de riesgo.	Con otros inversionistas anclas. Buena clasificación. Más de 5 años. Buen portafolio de activos Tickets grandes Buen plan de inversión	Líquido y de rápida colocación	Buena rentabilidad Riesgos mitigados Más de 5 años de maduración	Definir tamaño mínimo de fondo. Clasificación de riesgo.	Definir tamaño mínimo de fondo Clasificación de riesgo Calificado Buena TIR Buen Plazo Calzado Buen Way Out Buen Plan de Inversión
(11) Mejorador y Diversificación de Portafolio	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
(12) Monto disponible para invertir	Depende del inversionista.	Depende de inversionistas. Usualmente Intelligo. Min: US\$ 10MM	30% a 35% ya colocados			Máximo 35% de cada fondo.	Máximo 35% de cada fondo.
(13) Inversiones actuales en instrumentos similares.	Sí	Bonos y Papeles 4% -5%	REITS mexicanas y americanas			Máximo 35% de cada fondo.	Máximo 35% de cada fondo.
(14) Inversiones en Fondos de Inversión Inmobiliarios	N/A	No.	Sí. Varios locales	Sí	Sí	Sí.	Sí.
(15) Ticket mínimo esperado	N/A	Depende del inversionista.	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	US\$ 5 MM	US\$ 5 MM
(16) Liquidez del Instrumento	N/A	Negociarse en rueda de bolsa. Transferible.	100%	100%	100%	Negociable a 1 año.	Negociable a 1 año.
(17) Mercado Secundario	N/A	Sí	Sí	No.	Sí	Sí	Sí

FCE/ENTREVISTADO	J. VALDIVIEZO	F. GOICOECHEA	J.P. FOURNIER	A. CEVALLOS	J.P. NOZIGLIA	C. GAMERO	G. JABBOUR
INSTITUCIÓN	PROTECTA	INTERTITULOS	AFP INTEGRAL		AFP PROFUTURO		
(18) Valor mínimo esperado de re-colocación	N/A	Depende del inversionista.	Depende del goodwill.	N/A	Depende del mercado.	Mayor al precio de compra.	Mayor al precio de compra.
(20) Pay-back esperado	N/A	Depende del inversionista.	5 años	5 años	5 años	20% sobre el valor Depende de la maduración	20% sobre el valor Depende de la maduración
(21) Rentabilidad/TIR mínima exigida del instrumento	N/A	4% -5%	5% Renta 15% Desarrollo Inmob.	Mercado: 5% - 10%	10% (Neto de IGV)	5% Renta 15% Desarrollo Inmob.	6% Renta 20% Desarrollo Inmob.
(22) Concentración máxima por tenedor	N/A	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.	Sin concentración.
(23) Principales riesgos	No esta sobrecolateralizado	Performance	Activo Ilíquido	N/A	Contratos de arrendamiento mal estructurados Ilíquidez No hay experiencia	Alta tasa de rotación de inquilinos.	Alta tasa de rotación de inquilinos.
(23) Principales mitigantes	Sobrecolateralizarlo con un flujo adicional	Clasificación del Instrumento	Compensación por no poder liquidarlo rápido.	N/A	Cláusula de re-compra	Buen Property Manager. Provisión frente a rotación.	Buen Property Manager. Provisión frente a rotación.
(24) Alternativa de Inversión	Nota titulizada	Bonos Corporativos Papeles de Corto Plazo	CP de Fondo de Inversión	CP de Fondo de Inversión	CP de Fondo de Inversión	Fondos de Inversión Inmobiliarios.	Fondos de Inversión Inmobiliarios.
(25) Estructura de Garantías	Flujo colateral	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	Fideicomiso del Activo	Fideicomiso del Activo	Fideicomiso del Activo	Cartas Fianzas por la vacancia de los contratos. Contratos bien estructurados.	Cartas Fianzas por la vacancia de los contratos. Contratos bien estructurados.
(26) Características esperadas del administrador del fideicomiso	N/A	Simplicidad No Público Experiencia	Experiencia Bajo Costo Diligente	Accountability	Experiencia Bajo Costo Diligente	Auditado. Equipo reconocido.	Auditado. Equipo reconocido.
(27) Rentabilidad/TIR mínima exigida del proyecto/activo		10%	10%	10%	15%	15%	15%
(28) Estructura ideal como patrimonio inicial	Edificio Prime	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados	Edificio Prime Contratos titulizados
(29) Estructura contractual de arrendamiento: Tipo de contrato	Estandarizados	Estandarizados. Plazos Largos.	Estandarizados Maduración mínima 3 años Baja rotación Rápida re-colocación	Estandarizados	Estandarizados Por cada maduración, un instrumento de plazo diferente.	Contrato estándar. Ingresos Mensuales.	Contrato estándar. Ingresos Mensuales.
(30) Monto de Inversión esperado	N/A	Depende del inversionista. Depende del proyecto.	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	US\$ 15 MM	USD 8 MM a USD 10 MM	USD 8 MM a USD 10 MM
(31) Apetito por tipo de inmueble.	Oficinas Prime	Oficinas Prime	Oficinas Prime	Oficinas Prime	Oficinas Prime + Estacionamientos	Oficinas Prime	Oficinas Prime
(32) Costos y Comisiones	N/A	Estructuración del Fideicomiso: US\$ 20M. Única Mantenimiento: US\$ 1.5 M a US\$ 3.5 M / Mes	Sobre lo invertido; 100 bps sobre la TIR ofrecida de casa de bolsa.			Costo de Administración: 1% al 3% Performance Fee: 0.5% al 1%	Costo de Administración: 1% al 3% Performance Fee: 0.5% al 1%

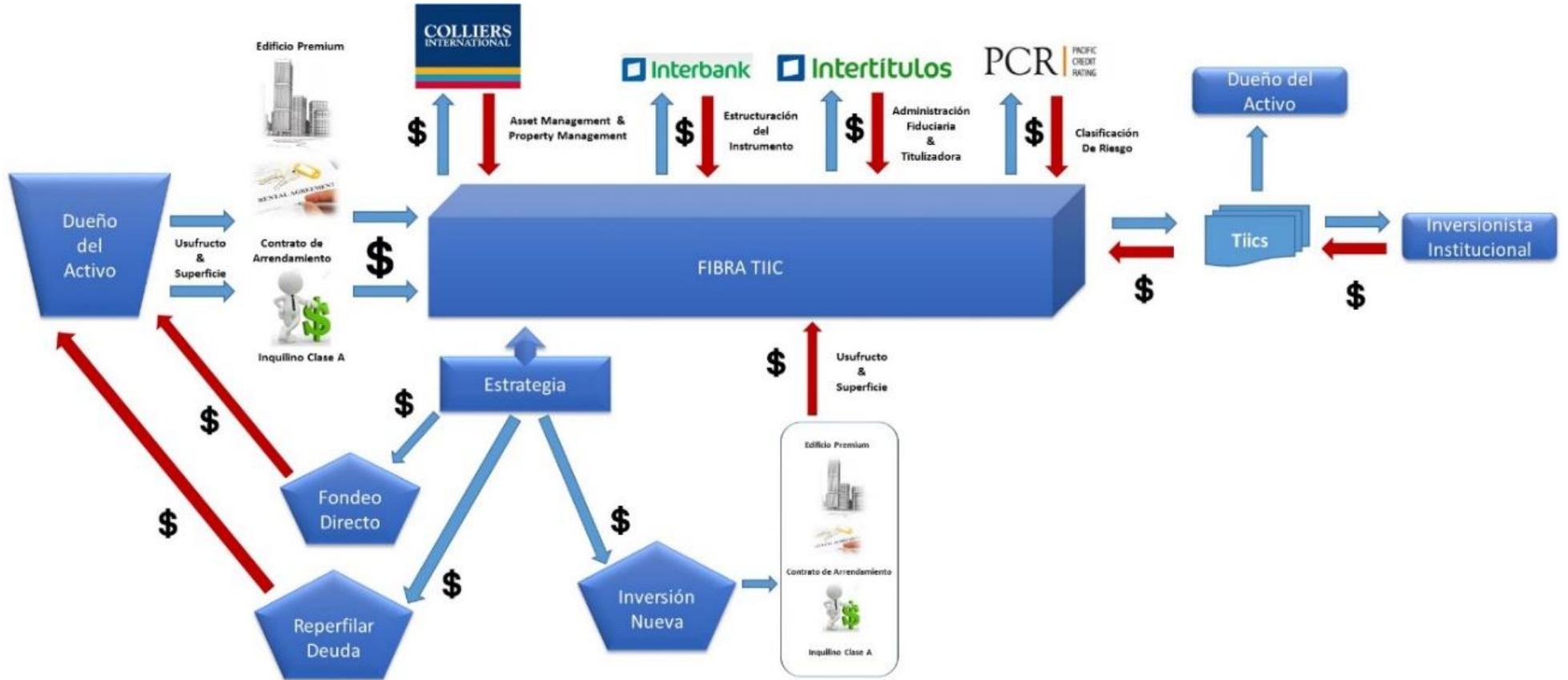
ANEXO IX

ANÁLISIS DE COSTO DE OPORTUNIDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN

Empresas	Perfil	Empresas del grupo	Segmentos	Proyectos Emprariales	Fuentes de Financiamiento	Nº de edificios
Holding ingroup	<p>- Ingroup, es un grupo de capital peruano con 7 años en el mercado, conformado por 4 empresas con distintas líneas de negocio que se complementan entre sí; Inmobiliari, Inconstructora, Ingerencia y Vibien.</p> <p>- Estructura de la Propiedad concentrada (accionista mayoritario tiene el 80% de participación)</p>	<p>- Inmobiliari es la promotora inmobiliaria del grupo que abarca proyectos residenciales, empresariales y comerciales de carácter innovador.</p> <p>- Inconstructora es el brazo constructor de Ingroup. Inició sus actividades en el 2008 con la edificación de viviendas de interés social y luego incursionó en la construcción de importantes proyectos residenciales, empresariales y comerciales en la ciudad de Lima (empezará a ofrecer servicios de construcción a terceros).</p> <p>- Ingerencia se crea con la intención de brindar al grupo los servicios de búsqueda, análisis y estructuración de nuevos negocios, también ofrece servicios de Gerenciamiento Integral de Proyectos, enfocándose en conseguir un producto de calidad con costos y plazos óptimos para</p>	<p>- En el 2010 se crea tres segmentos para diferenciar el riesgo del negocio inmobiliario: Inmobiliari (foco en el segmento Alto), Recrea (foco en el segmento de clase media) y Vibien (foco en el segmento de clase C,D y E- proyectos con interés social)</p>	<p>- Capital Golf - Capital El Derby - Capital San Isidro - More - Lima Central Tower</p>	<p>- Fondos de Inversión locales y extranjeros, a través de Equity (Extranjeros que invierten en el peru como Capital en Riesgo). - Posible Socio Estratégico. - A Largo Plazo podría ingresar al mercado de capitales a través de la emisión de bonos.</p>	N/A
Grupo Centenario	<p>-Compañía con 85 años en el mercado dedicada a la construcción de Urbanizaciones/Vivienda/Oficina/Centro comerciales/Lotes industriales</p> <p>- Estructura de Capital sin predominancia absoluta de un socio mayoritario (CREDICORP LTD (grupo Credicorp) 15.7%; ATLANTIC SECURITY BANK (grupo Credicorp) 10.7%; HELGUERO ROMERO ROSALINA MARIA A (Grupo Romero) 5.8%, RIMAC-INTERNACIONAL CIA.DE SEGUROS Y REA SEGUROS (Grupo Intursa) 5.6%, GOOD RATE CORPORATION (5.1%), minoristas (57.1%)</p>	<p>- Empresas de Desarrollo Industrial - Empresas de Desarrollo de Edificios Residenciales - Empresas de Desarrollo de centros comerciales - Empresas de Administración de Inmuebles (Property manager) - Empresas de Arrendamiento de oficinas - Empresas de Servicios de Gestión de Activos Inmobiliarios - Empresas de Servicios Compartidos</p>	N/A	<p>- Centro Empresarial Real - Torres Camino Real - Centro de Negocios Cronos - Centro Empresarial Real 2 (En Proyecto)</p>	<p>- Prestamos Sindicado con Banco Itaú BBA "Mandated lead arranger" por USD200 millones (participación de 06 Bancos locales y extranjeros)</p>	16 edificios de Oficinas
Los Portales S.A. ("LPSA")	<p>- Empresa inmobiliaria conformada por la alianza estratégica entre Grupo Raffo (Perú) y Grupo ICA (México), con más de 50 años de experiencia en el mercado.</p> <p>- Estructura de capital concentrada (50% GR Holding (Grupo Raffo) y 50% (Gupo ICA)</p>	<p>- Los Portales Construye S.A.C (especializada en la ejecución de proyectos multifamiliares). - Consorcio de Estacionamientos Gamarra S.A. (Desarrollo de un proyecto de estacionamientos subterráneos con área comercial en el Damero de Gamarra). - Inversiones Nueva Etapa S.A.C (especializada en la ejecución de proyectos de vivienda social Techo Propio y Mivivienda). - Consorcio Los Portales S.A (propósito de manejar toda clase de negocios inmobiliarios, construcción, compra y venta de bienes muebles e inmuebles, así como para prestar servicios de administración y asesoría gerencial). - LP USA S.A. (enfocada a la realización directa o indirecta de proyectos de habitación</p>	<p>- Vivienda - Estacionamientos - Hoteles - Rentas</p>	N/A	<p>- Acceso al mercado de capitales (emitido Bonos de Titulización por USD25 millones y Papeles Comerciales con autorización hast USD 50 millones)</p>	N/A
Tekton Holding	<p>-Grupo de inversionistas privados de capitales peruanos con 13 años desarrollando proyectos Inmobiliarios, de Infraestructura, Energía, Finanzas y Trading</p>	<p>- Tekton desarrollo Inmobiliarios (desarrollado edificios corporativos prime y múltiples viviendas unifamiliares). - Tekton Infraestructura (Carreteras, estructuras Metálicas , grandes estructuras de concreto armado, Movimiento de tierras masivos y edificaciones comerciales). - Tekton finanzas (desarrollo de factoring y Leasing o arrendamiento financiero para equipos mobiliarios).</p>	N/A	N/A	<p>-Acceso al mercado de capitales alternativos (emisión de bonos)</p>	N/A

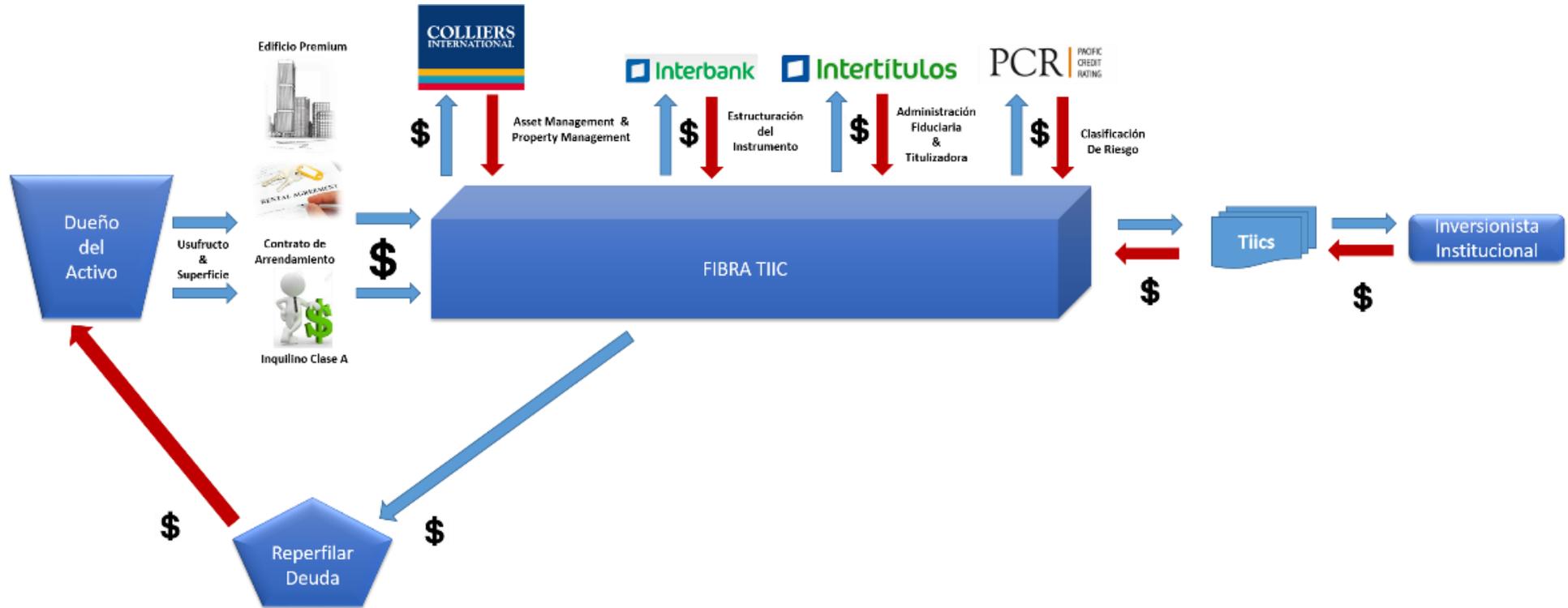
ANEXO X

ESQUEMA INICIAL DE LA FIBRA TIIC



ANEXO XI

ESQUEMA FINAL DE LA FIBRA TIIC



BIBLIOGRAFÍA

- **Alcok, Jamie y Steiner, Eva.** *REIT capital structure, real risk-adjusted performance and the management of exposure to inflation.* University of Cambridge. European Public Real Estate Association.
- **Ammons, David N. (1999)** “A Proper Mentality for Benchmarking“. Public Administration Review. American Society for Public Administration
- **America Economía (2017).** “InGroup busca crecer y alcanzar ventas por US\$ 700M al 2017”. Recuperado de <http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/ingroup-busca-crecer-y-alcanzar-ventas-por-us700m-al-2017>
- **Ann Eisenhardt, Auban (1972).** *Usury and Real Estate Investment Trusts: An Analysis of Treasury Regulation.* California Law Review, Vol. 60, No. 1 pp. 147-163
- **Arellano, Augusto (1992).** *Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAs).* Evercore.
- **Argentina Green Building Council (2016).** Portal de certificación LEED. Recuperado de: <http://www.argentinagbc.org.ar>
- **Bácata, BD (2012).** Democratización de la inversión, la clave de la prosperidad económica. Recuperado de: <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-11261841>
- **Bailey , E. Norman (1966).** *Real Estate Investment Trusts: An Appraisal.* Financial Analysts Journal, Vol. 22, No. 3, pp. 107-114.
- **BBVA Research (2015).** “Situación del Perú”. Cuarto Trimestre del 2015.
- **Benavides, J. (2012)** Evaluación de la aplicación de dos modelos de valoración de opciones a la administración de portafolios. Estudios gerenciales 18(85).

Recuperado de http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S0123-59232002000400001&script=sci_arttext

- **Binswanger Peru (2015)**, Market Insight Oficinas Lima – Tercer Trimestre 2015
- **Bok Baik, Bruce K. Billings and Richard M. Morton.** *Reliability and Transparency of Non-GAAP Disclosures by Real Estate Investment Trusts (REITs)*. Journey of Financial Management
- **Brounen , Dirk y Mahieu , Ronald (2013).** *The Effects of Shifting Tax Regimes. An International Examination of the REIT Effect.*
- **Becker S.W, Ronen J. y Sorter G.H. (1974)** “Opportunity costs: an experimental approach”. Journal of Accounting Research.
- **Burch E.E. y Henry W.R. (1974)** “Opportunity and incremental cost: attempt to define in systems terms: a comment”. The Accounting Review.
- **Cámara Peruana de la Construcción “CAPECO” (2014).** “XIX Estudio del Mercado sobre Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y Callao.”
- **Caralli, Richard (2004)** “The Critical Success Factor Method: Establishing a Foundation for Enterprise Security Management”.
- **Castañares, Jorge (2007)** FIBRAS: Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces. ¿Alternativa real para el financiamiento de ciudades-marcas? México: Fibras UNO.
- **Castañares, Jorge (2013).** FIBRAS. Una opción real de inversión. Recuperado de: <http://aguirrenewman.blogspot.pe/2013/09/fibras-una-opcion-real-de-inversion.html>
- **Cattaneo Pineda, Rodrigo Andrés. (2011).** Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile: ¿Un nuevo paso hacia la financiarización de la ciudad? EURE (Santiago), 37(112), 5-22.

- **Chirinos, D. (2015)** Fondos de inversión en bienes raíces: Incentivos tributarios atraerían a personas naturales. *Semana Económica*. Recuperado de http://semanaeconomica.com/article/servicios/inmobiliario/162877-fondos-de-inversion-inmobiliaria/?utm_source=boletin&utm_medium=matutino&utm_campaign=2015-06-18&hq_e=el&hq_m=824852&hq_l=4&hq_v=ade9228d08
- **Chirinos, Diego.** *Fondos de inversión en bienes raíces: incentivos tributarios atraerían a personas naturales*. *Semana Económica*.
- **Circulo de inversionistas (2012).** Cómo funcionan los fideicomisos de inversión inmobiliaria. Recuperado de <http://www.circulodeinversionistas.com/abc-de-la-inversion/apoyo-al-inversionista/item/119-como-funcionan-los-fideicomisos-de-inversion-inmobiliaria>
- **Clayton, Jim y MacKinnon, Greg.** *Explaining the Discount to NAV in REIT Pricing: Noise or Information?*
- **Colombia Subgerencia Cultural del Banco de la República (2015).** *Valorización y desvalorización de los activos*. Recuperado de: http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/ayudadetareas/economia/valorizacion_y_desvalorizacion_de_activos
- **Corgel, John B. and Djoganopoulos, Chris.** *Equity REIT Beta Estimation*. *Financial Analysts Journal*. CFA Institute
- **Damodaran , Aswath and H. Liu, Crocker (1993).** *Insider Trading as a Signal of Private Information*. *The Review of Financial Studies*, Vol. 6, No. 1, pp. 79-119. Oxford University Press .
- **Dennis, R. Capozza.** *Leverage and Value in Apartment REITs*. University of Michigan Business School

- **Duke University School of Law.** *The Real Estate Investment Trust: State Tax, Tort, and Contract Liabilities of the Trust, Trustee, and Shareholder Advisory Succession in Real Estate Investment Trusts.* Michigan Law Review.
- **Diario El Comercio (2015)**” Las razones por las que los centros logísticos optan por el sur”. Recuperado de: <http://elcomercio.pe/economia/peru/razones-que-centros-logisticos-optan-sur-noticia-1845874>
- **El Economista.** “El Fideicomiso como Vehículo de Inversión”. Recuperado de <http://eleconomista.com.mx/finanzas-personales/2012/09/27/fideicomiso-como-vehiculo-inversion>
- **Ellis & Moore (2006)** “Learning through Benchmarking: Developing a Relational, Prospective Approach to Benchmarking ICT in Learning and Teaching.” Higher Education.
- **España, Actividad Inmobiliaria (2015).** Recuperado de <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/espana-actividad-inmobiliaria-las-ventas-repuntan-por-la-solidez-de-la-demanda/>
- **F. Jaffe, Jeffrey.** *Taxes and the Capital Structure of Partnerships, REIT's, and Related Entities.* The Journal of Finance. Wiley for the American Finance Association
- **Fernández, P. (2008).** *Métodos de valoración de empresas.* Recuperado del sitio web del IESE Business School Universidad de Navarra, Barcelona, España. de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- **Francis, Jennifer; Thomas, Lys y Vincent, Linda (2004)** *Valuation Effects of Debt and Equity Offerings by Real Estate Investment Trusts (REITs).* Duke University y Northwestern University.

- **G. Miller, Norman y M. Geltner, David.** *Real Estate Principles for the New Economy.*
- **Green Street Advisors (2009)** *Capital Structure in the REIT Sector.*
- **Gyourko, Joseph and B. Keim, Donald.** *Risk and Return in Real Estate: Evidence from a Real Estate Stock Index.* Financial Analysts Journal. CFA Institute
- **Harvard Law School.** *Managing the Real-Estate Investment Trust: An Alternative to the Independent Contractor Requirement.* Harvard Law Review
- **John S. Howe and James D. Shilling (1988)** *Capital Structure Theory and REIT Security Offerings.* The Journal of Finance, Vol. 43, No. 4, pp. 983-993
- **Kallberg, Jarl G.; L. Liu, Crocker and Trzcinka, Charles.** *The Value Added from Investment Managers: An Examination of Funds of REITs.* The Journal of Financial and Quantitative Analysis. Cambridge University Press on behalf of the University of Washington School of.
- **Kavanagh, Shayne & Public Sector Digest Research (2011).** *Managing Capital Assets. A New emphasis on a traditional Role.* Government Finance Review. pp. 41-43
- **Ley del Mercado de Valores (2005)** Decreto. México: Diario Oficial de la Federación.
- **LEED US Building Council (2016)** Portal de certificación LEED. Recuperado de: www.usgbc.org/leed
- **Ling, T.He. (2002)** *Excess Returns of Industrial Stocks and the Real Estate Factor.* Southern Economic Journal, Vol. 68, No. 3, pp. 632-645.

- **M. Gentry, William, Kemsley, Deen and J. Mayer Christopher.** *Dividend Taxes and Share Prices: Evidence from Real Estate Investment Trusts.* The Journal of Finance. Wiley for the American Finance Association
- **MacArthur, Rob (2013)** *The real meaning of Enterprise Asset Management.*
- **Marce y Naye (2010).** Valuación de bonos, acciones preferentes y comunes. [Entrada en blog]. Recuperado de <http://marcefinanzas.blogspot.pe/2010/06/valuacion-de-bonos-acciones-preferentes.html>
- **Martin, William L.** *Federal Regulation of Real Estate Investment Trusts: A Legislative Proposal.* University of Pennsylvania Law Review.
- **Mato Martín, Miguel Ángel (2012)** Los fideicomisos en los tiempos modernos. Cengage Learning Editores.
- **Maximize. Caser (2015)** “*Perspectivas del mercado inmobiliario 2015*”.
- **Maximize. Caser (2016).** “*Riesgos Sectoriales*”
- **Mazedur Rahman, Khan.** *Role of REIT in a Multi-asset Portfolio.* Degree Thesis in International Business. Arcada
- **McGoey, D. (2013)** *Mexican Fibras. Pullback creates compelling yields on quality assets.* Latin America: Citi Research Equities.
- **Mei, Jianping and Saunders, Anthony.** *Have U.S. Financial Institutions' Real Estate Investments Exhibited "Trend-Chasing" Behavior?* The Review of Economics and Statistics.
- **Métodos de valoración de una empresa.** (s.f.). Recuperado de <http://peru.smetoolkit.org/peru/es/content/es/1079/M%C3%A9todos-de-valoraci%C3%B3n-de-una-empresa>

- **Modelos de valorización de activos financieros** (s.f.). Recuperado de http://www.stockssite.com/mc/03_Modelos_de_valorizacion_activos_financiero_s.htm
- **Moreno, M. (2010)** El CAPM, un Modelo de Valoración de Activos Financieros. [Entrada en blog]. Recuperado de <http://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-capm-un-modelo-de-valoracion-de-activos-financieros>
- **Muller, Alexander (2013)** *Tesis Doctoral: Factores explicativos del diferencial del valor de los activos netos. Estimación Empírica en Empresas Inmobiliarias /Patrimonialistas*. Universidad Complutense de Madrid. Madrid.
- **Mitchell, Donna (2006)** “SIV market grows, so do SIV-lites”. Asset Securitization Report.
- **Nieto, B. (2011)** La valoración de activos. *Revista bolsa*, 189, 70-82 Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2011/10/70-82_ACT-valoracion_activos.pdf
- **BBVA Bancomer (2013)** *Prospecto de Colocación “Fibra Macquarie”*. Cd. de Mexico.
- **Perú. Organismo supervisor de las contrataciones del estado OSCE.** (s.f.). *Valorizaciones y liquidación de obra*. Recuperado de http://portal.osce.gob.pe/osce/sites/default/files/Documentos/Capacidades/Capacitacion/Virtual/curso_contratacion_obras/libro_cap5_obras.pdf
- **Perú. Organismo supervisor de las contrataciones del estado OSCE.** (s.f.). *Las obras públicas y el SNIP*. Recuperado de http://www.proviasnac.gob.pe/Archivos/file/Documentos_de_Interes/2013/Cursos/Contrataciones%20Obras%205BS%C3%B3lo%20lectura%5D.pdf

- **Perú. Superintendencia de banca, seguros y AFP SBS (2015) Conceptos fundamentales.** Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/introduccion/2362/c-2362>
- **Perú. Superintendencia de banca, seguros y AFP SBS (2015) Proceso de valorización.** Recuperado de <http://www.sbs.gob.pe/principal/categoria/proceso-de-valorizacion-sintesis/2368/c-2368>
- **Petrova, Teodora.** *What are the Effects of Housing Prices and The Reit Index in Bulgaria on the Bulgarian Stock Exchange Index?*
- **Plazzi, Alberto; Torous, Walter and Valkanov, Rossen (2010) Expected Returns and Expected Growth in Rents of Commercial Real Estate.** *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 9, pp. 3469-3519
- **Portafolio** (s.f.). Recuperado de <http://www.encyclopediafinanciera.com/gestioncarteras/portafolio.htm>
- **Portal de Educación Financiera de Chile.** Recuperado de <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1659.html>
- **Portfolios. Part 3. (1987) A Close Look at Equity Real Estate Risk.** Real Estate Research, Goldman Sachs & Co.
- **R. Capozza , Dennis and Lee , Sohan.** *Portfolio Characteristics and Net Asset Values in REITs.* *The Canadian Journal of Economics*
- **Reporte de Equilibrium.** Recuperado de: <http://www.equilibrium.com.pe/LosPortales.pdf>
- **Ruiz, M. (2015) Métodos de valoración de existencias.** Recuperado de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/metodos-de-valoracion-de-existencias.html>

- **Rockhart, John F. y Bullen Christine (1981)** “A Prime on Critical Success Factor”.
- **Saber Más.** Programa de Educación Financiera de los Bancos en Colombia. Recuperado de: <https://sabermassermas.com/cuales-son-los-mejores-vehiculos-de-inversion/>
- **S. Kahn, Marvin.** *Taxation of Real Estate Investment Trusts.* Virginia Law Review
- **Sanger, Gary C. (1990)** *The Effects of Tax Reform on Real Estate: Some Empirical Results.* Land Economics, Vol. 66, No. pp. 409-424. University of Wisconsin Press.
- **Schulkin, Peter (1971)** *Real Estate Investment Trusts.* CFA Institute: Financial Analysts Journal, Vol. 27, No. 3, pp. 33-40+74-78.
- **Singh Gurbachan (2007)** *Financial and Real Assets in a Broad Perspective.* Economic and Political Weekly, Vol. 42, No. 3, pp. 191-193.
- **Spatium Revista Corporativa Inmobiliaria. (2016) Colliers International.** “Fibra I y las Oportunidades que tienen los fondos de capital privado en el sector inmobiliario peruano”- Año 3 N° 19.
- **Stephen R. Mull and Luc A. Soenen.** *U.S. REITs as an Asset Class in International Investment Portfolios.* Financial Analysts Journal. CFA Institute.
- **T. Brown, David (2000)** *Liquidity and Liquidation: Evidence from Real Estate Investment Trusts.* The Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, pp. 469-485.
- **Tinsa (2014).** Inventarios y valoración de activos – IFRS. Recuperado de http://www.tinsa.com.pe/valuacion_activos.php
- **V. Smith, Keith and Shulman, David.** *The Performance of Equity Real Estate Investment Trusts.* Financial Analysts Journal. CFA Institute

- **Valoración de activos fijos.** (s.f.). Recuperado de http://help.sap.com/saphelp_46c/helpdata/es/d7/07540e43b911d189ee0000e81ddf/dfac/content.htm
- **Valoración de activos.** (s.f.). Recuperado de <http://www.encyclopediafinanciera.com/analisisfundamental/valoraciondeactivos.htm>
- **Villicaña, Beatriz (2014).** ABC para invertir en FIBRAS inmobiliarias. Recuperado de: <http://www.metrocubicos.com/articulo/consejos/2014/04/08/abc-para-invertir-en-fibras-inmobiliarias>
- **W. Jenkins, James.** *Incentive Compensation and REIT Financial Leverage and Asset Risk.* Journey of Financial Management.

