

## Instrumentos Bursátiles Estructurados. Alternativa de fondeo para el sector inmobiliario

By: Luis Alcocer Chauvet  
Partner, Rosen Law  
[lalcocer@rosenlaw.com.mx](mailto:lalcocer@rosenlaw.com.mx)

Como consecuencia de la crisis inmobiliaria y financiera que afectó al mundo a partir del año 2008 y la correspondiente falta de financiamiento tradicional crediticio, el gobierno Mexicano llevó a cabo una serie de acciones para impulsar el desarrollo en el país y en particular del sector inmobiliario y la infraestructura, entre las cuales se crearon nuevos instrumentos bursátiles conocidos como “Instrumentos Estructurados”; siendo los más destacados, los Certificados de Capital de Desarrollo, conocidos también como CKdes, creados en el año 2009 y los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces, conocidos como FIBRAS, que surgen en el año 2011.

Estos instrumentos surgieron como una alternativa de diversificación de inversión en una cartera de inmuebles, integrando a pequeños, medianos y grandes inversionistas, extranjeros, nacionales, particulares e institucionales en inversiones y proyectos de gran escala que trajeron, entre otros, los siguientes beneficios: (i) son una alternativa para brindar liquidez al sector inmobiliario puesto que los inversionistas ahora pueden contar con un instrumento líquido que cotiza en Bolsa en lugar de una inversión en un bien no líquido como lo es un inmueble; (ii) crearon una mayor eficacia en el acceso del sector inmobiliario a los mercados públicos de capital; (iii) incrementó el interés de los fondos extranjeros en el sector inmobiliario mexicano; (iv) abrieron la puerta para que las Administradoras de Fondos para el Retiro (“AFORES”)<sup>1</sup> tuvieran acceso al sector inmobiliario a través de un instrumento cotizado en Bolsa; y (v) abrieron la puerta al pequeño y mediano inversionista para invertir en el sector inmobiliario a través de un instrumento líquido y con bajos costos transaccionales.

Los instrumentos estructurados se convirtieron en los primeros y únicos de este tipo en Latinoamérica cotizando en el mercado accionario. Cabe mencionar que su precedente y punto de partida fueron los Real Estate Investment Trusts (REITs) de Estados Unidos, instrumentos ampliamente utilizados en dicho país por ya alrededor de 50 años.

Tanto los CKdes como los FIBRAS gozan actualmente de una gran aceptación entre el público inversionista y el mercado inmobiliario, cada uno con sus características y beneficios particulares.

### **I. CERTIFICADOS DE CAPITAL DE DESARROLLO**

Los Certificados de Capital de Desarrollo (“CKdes”) son definidos como los títulos fiduciarios a plazo determinado o determinable emitidos por fideicomisos, con rendimientos variables e inciertos y parcial o totalmente vinculados a activos subyacentes fideicomitidos, cuyo propósito sea la inversión que permita el desarrollo de actividades o la realización de proyectos de sociedades o bien, la adquisición de títulos representativos de capital social de sociedades.<sup>2</sup>

Se trata de instrumentos de largo plazo, estructurados para proyectos de riesgo como obras de infraestructura, comunicaciones, energía, puertos, proyectos privados inmobiliarios o empresas de nueva creación que pretenden captar grandes recursos en sus emisiones.

<sup>1</sup> Las Afores fueron creadas para recibir, administrar e invertir, de manera segura, los recursos de las cuentas individuales de los trabajadores mexicanos destinadas como ahorro para su retiro.

<sup>2</sup> Definición de CKdes establecida en el Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores.



Las AFORES representaron una alternativa ideal para la colocación de estos instrumentos, por su gran capacidad económica. Se dice que cuentan con una bolsa de recursos para ser invertidos en CKdes de aproximadamente 80,000 millones de pesos. Las AFORES han mostrado un gran interés por invertir en estos instrumentos.

No obstante, para que las AFORES pudieran adquirir estos instrumentos, el gobierno federal tuvo que llevar a cabo reformas legales a varias disposiciones vigentes, puesto que las mismas señalaban que las AFORES debían invertir sus recursos en instrumentos gubernamentales u otros que implicasen un bajo riesgo. En tal sentido, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (“CONSAR”) emitió circulares<sup>3</sup> para autorizar a las SIEFORES<sup>4</sup> a invertir en CKDes.

Para la regulación específica de los CKdes, se emitieron la Circular Única de Emisoras del 22 de julio de 2009 y la del 10 de agosto de 2009 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (“CNBV”), que vinieron a modificar anteriores circulares. Así mismo, fue reformado el Reglamento Interno de la Bolsa Mexicana de Valores para incluir la figura de las CKdes. Actualmente se encuentra pendiente la modificación a la Ley del Mercado de Valores para introducir la figura.

En cuanto a las características particulares de los CKdes, éstos se asemejan a instrumentos de capital, debido a que no incluyen la obligación de pago de principal o intereses y no garantizan el pago del capital. Los rendimientos son variables y dependen de los resultados de cada uno de los proyectos. En tal sentido, los inversionistas de este tipo de instrumentos podrían asemejarse mas a socios capitalistas, y no a acreedores de un instrumento de deuda; por tanto, como tales, sus derechos principales son a recibir parte de las utilidades y participar en los órganos de gobierno del fideicomiso.

A diferencia de las acciones de bolsa, tienen un plazo de liquidación o fecha de vencimiento que oscila entre 10 y 30 años dependiendo de los términos establecidos en el prospecto de colocación.

No requieren de una calificación crediticia para ser adquiridos por inversionistas institucionales por tratarse de instrumentos de riesgo, pero si deberán cumplir con los requisitos de revelación de información y con las normas y estándares de gobierno corporativo establecidos por la CNBV y la Ley del Mercado de Valores, para las empresas que cotizan en la BMV.

Al invertir en estos instrumentos, los inversionistas afirman por escrito conocer los riesgos vinculados a esta inversión, la cual cuenta con características de riesgo similares al de las acciones en bolsa.

Otras características relevantes de estos instrumentos serían que no existe un número mínimo de inversionistas que deban adquirirlos, por lo que pueden ser adquiridos hasta por una sola persona o empresa y que no están sujetos a los requisitos de recompra y oferta pública de adquisición que rigen a las acciones, sino que cuentan con requisitos propios. Una cuestión interesante de señalar es que el fideicomiso emisor podría adquirir los CKDes en el mercado.

Como lo menciona la definición antes citada de los CKdes, es característica esencial de estos instrumentos que deben ser emitidos a través de fideicomisos, es decir, son certificados bursátiles fiduciarios.

---

<sup>3</sup> La circular CONSAR 15-23 y la circular CONSAR 56-7.

<sup>4</sup> Las SIEFORES (Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro) son los fondos donde las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) invierten los recursos de los trabajadores a lo largo de su vida laboral. Cada AFORE agrupará estos ahorros, conforme a las edades de los trabajadores, en cinco grupos (SIEFORES) y los invertirá conforme a las reglas que la CONSAR ha definido para cada grupo.

Los fines del contrato de fideicomiso incluyen la posibilidad de invertir los recursos derivados de la emisión en base a un calendario y políticas específicas, en una o varias sociedades o proyectos que por sí mismos no tienen obligación de estar listados en la Bolsa Mexicana de Valores (“BMV”).

Asimismo, los contratos de fideicomiso contienen las reglas de gobierno corporativo del fideicomiso emisor, los términos y condiciones de pago, el régimen y esquema de inversión aplicable, y en su caso, las reglas aplicables al administrador del fideicomiso.

En cuanto al patrimonio del fideicomiso, puede consistir en todo tipo de bienes muebles o inmuebles o derechos, inclusive dinero. No existen limitaciones legales en tal sentido, aunque generalmente el patrimonio consiste en inmuebles aportados para la creación del fideicomiso e inmuebles de posterior inclusión, así como los recursos a invertir.

El patrimonio del fideicomiso queda como garantía del pago de los certificados.

Los CKDes pueden clasificarse según el tipo de inversión en:

- (i) Certificados de Capital de Desarrollo A: dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o la adquisición de bienes o derechos sobre flujos o proyectos de varias sociedades, también denominados “Esquemas de Fondo”. Un ejemplo de este tipo de CKdes son los fondos de capital privado.
- (ii) Certificados de Capital de Desarrollo B: dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o a la adquisición de bienes o derechos sobre flujos o proyectos de una sociedad plenamente identificada, también denominados “Esquemas de Proyecto”. Un ejemplo de este tipo de CKdes serían los proyectos de infraestructura.

Una transacción utilizando el instrumento del CKdes, contemplaría los siguientes pasos:

Paso 1. Constitución del Fideicomiso. El fideicomiso es constituido por la empresa que pretende establecer una cartera inmobiliaria para la emisión y colocación de estos instrumentos.

Paso 2. Contribución. Los propietarios de la cartera contribuyen activos al fideicomiso.

Paso 3. Colocación. El fideicomiso flota cierto porcentaje del fideicomiso a través de una oferta pública.

Paso 4. Adquisición. Con los recursos obtenidos, el dueño de la cartera, por medio del fideicomiso, adquiere o construye propiedades para destinarlas a su explotación o venta.

Como casos relevantes de colocación de CKdes, tendríamos los siguientes:

Constructora Marhnos

Lanzó al mercado Certificados de Capital en Desarrollo por un total de dos mil millones de pesos.

Durante un periodo de tres años los recursos provenientes de la colocación se pretenden invertir en proyectos de infraestructura originados por Marhnos.

De acuerdo con ejecutivos de esta compañía, una vez que los proyectos comiencen a generar flujo, los emisores distribuirán los mismos a través de reducciones de capital o dividendos.

Desarrollo Ciudad Tres Marías

Lanzó al mercado Certificados de Capital en Desarrollo por un total de mil millones de pesos.

Los recursos obtenidos serían invertidos en construcción y venta de casas, departamentos, locales comerciales y oficinas.

Los flujos obtenidos se distribuirán al Fideicomiso a través de reducciones de capital o dividendos.

Fondo Artha Capital.

Este fondo está levantando recursos por medio de los CKdes por dos mil 500 millones de pesos, primordialmente con las AFORES, aunque de manera adicional, contarán con otros inversionistas como FONADIN – Fondo Nacional de Infraestructura que depende de Banobras, quien va a participar con 500 millones de pesos, esto es, un 20% del capital total a levantar.

El objetivo de este fondo es llevar a cabo macrodesarrollos hasta la primera etapa de su cadena de valor, es decir, efectuar la compra de tierra, desarrollo de infraestructura básica, coordinar con las autoridades los planes de desarrollo urbano locales, para posteriormente venderle a desarrolladores lotes para el desarrollo futuro de vivienda, industrial, comercial y turístico.

## **II. FIDEICOMISOS DE INVERSIÓN EN BIENES RAÍCES**

Los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (“FIBRAS”) surgieron con posterioridad a los CKdes, en el año de 2011. Su creación fue inspirada en los Real Estate Investment Trusts (REITs) de Estados Unidos y fueron los primeros instrumentos de este tipo que cotizan en el mercado accionario en Latinoamérica.

Al igual que en el caso de los CKdes, estos instrumentos han atraído a inversionistas institucionales como las AFORES.

Son definidos como los fideicomisos que se dediquen a la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir ingresos provenientes del arrendamiento de dichos bienes así como a otorgar financiamiento para esos fines.<sup>5</sup>

De la anterior definición se desprende la diferencia principal con los CKdes, que es que, en el caso de los FIBRAS, los inmuebles que forman parte del patrimonio del fideicomiso, deben de ser destinados únicamente al arrendamiento; mientras que en el caso de los CKdes, pueden ser destinados a la explotación comercial o venta.

En virtud de lo anterior, los FIBRAS representan una alternativa de inversión de menor riesgo que los CKdes, tanto para las empresas dueñas de la cartera, como para los inversionistas, puesto que el destino permitido para los inmuebles genera un rendimiento estable que además el fiduciario está obligado a distribuir entre los tenedores de los certificados, debiendo repartir al menos el 95% del resultado fiscal del ejercicio anterior.

---

<sup>5</sup> Definidos en el artículo 223 y 224 de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

Tanto en el caso de los FIBRAS como en el de los Ckdes, los dueños de la cartera y los inversionistas tiene el beneficio de la plusvalía de los inmuebles y de que pueden utilizar los recursos que levantan en BMV para realizar nuevas adquisiciones y ampliar sus portafolios de inmuebles.

Los fideicomisos de los FIBRAS deben ser constituidos con una fiduciaria que sea una institución de crédito residente en México autorizada para actuar como tal en el país y al menos el 70% del patrimonio del fideicomiso deberá consistir en todo momento en bienes inmuebles. El remanente será invertido en valores a cargo del Gobierno Federal inscritos en el Registro Nacional de Valores o en acciones de sociedades de inversión en instrumentos de deuda.

Los bienes inmuebles que se adquieran por el fideicomiso, inicialmente o con posterioridad, no podrán ser enajenados antes de haber transcurrido al menos cuatro años contados a partir de la terminación de su construcción o de su adquisición, respectivamente.

La fiduciaria emitirá certificados de participación por los bienes que integren el patrimonio del fideicomiso para que dichos certificados se coloquen en la BMV o bien, sean adquiridos por un grupo de inversionistas integrado por al menos diez personas, que no sean partes relacionadas entre sí, en el que ninguna de ellas en lo individual sea propietaria de más del 20% de la totalidad de los certificados de participación emitidos.

El patrimonio del fideicomiso queda como garantía del pago de los instrumentos.

Existen dos tipos de FIBRAS, las diversificadas y las especializadas. Las primeras invierten en diferentes clases de inmuebles, como centros comerciales, edificios de oficinas, naves industriales, etcétera. Las especializadas se componen de un solo tipo de propiedades, por ejemplo, únicamente adquieren hoteles.

En promedio, los FIBRAS, han ofrecido a sus inversionistas un rendimiento de 30 a 40% por año, comparado con un 8-10% de los instrumentos gubernamentales, lo que los convierte en un instrumento muy interesante.

Una transacción utilizando el instrumento del FIBRA, contemplaría los siguientes pasos:

Paso 1. Constitución del Fideicomiso. El fideicomiso es constituido por la empresa que pretende establecer una cartera inmobiliaria para la emisión y colocación de estos instrumentos.

Paso 2. Contribución. Los propietarios de la cartera contribuyen activos al fideicomiso.

Paso 3. Colocación. El FIBRA flota cierto porcentaje del fideicomiso a través de una oferta pública.

Paso 4. Adquisición. Con los recursos obtenidos, la FIBRA adquiere propiedades que únicamente puede destinar al arrendamiento.

En cuanto a la historia de las FIBRAS en nuestro país, a partir de la oferta pública inicial de Fibra Uno en marzo de 2011, han habido 5 ofertas públicas de FIBRAS: (i) la oferta pública inicial de Fibra Uno más dos ofertas adicionales; (ii) la oferta pública inicial de FibraHotel; y (iii) la oferta pública inicial de Fibra Macquarie (Fibra MQ).

Han levantado, de manera combinada, aproximadamente \$53,400 millones de pesos en los mercados públicos tanto nacionales como extranjeros y manejan activos por un valor total cercano a los \$100,000 millones de pesos.

Estas tres FIBRAS diversifican su inversión en tres grandes sectores: el industrial, comercial y de servicios. Son propietarias de edificios de oficinas, centros comerciales y plantas industriales.

**ACLARACIÓN:** EL PRESENTE DOCUMENTO ESTA PENSADO ÚNICAMENTE PARA EFECTOS INFORMATIVOS. SE LE RECOMIENDA A LOS LECTORES OBTENER LOS CORRESPONDIENTES SERVICIOS LEGALES CALIFICADOS ANTES DE EFECTUAR CUALQUIER TRANSACCIÓN EN MÉXICO. DE NINGUNA MANERA EL AUTOR DEL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA EN ALGUNA FORMA OTORGANDO ASESORÍA LEGAL AL LECTOR, POR EL SIMPLE HECHO DE PUBLICAR EL DOCUMENTO, NI TAL CIRCUNSTANCIA IMPLICARÁ RELACIÓN ALGUNA DE TIPO CLIENTE-ABOGADO ENTRE EL AUTOR Y EL LECTOR. AÚN CUANDO LA INFORMACIÓN PUESTA A DISPOSICIÓN POR EL AUTOR SE CONSIDERA PRECISA, EL AUTOR NO EFECTÚA NINGUNA DECLARACIÓN O ASUME NINGÚN COMPROMISO AL RESPECTO.