

**CONGRESO COLOMBIANO DE LA CONSTRUCCION 2003  
“CONSTRUYENDO PAIS”  
Septiembre 10 de 2003**

**Como estructurar un Fondo de Rentas Inmobiliarias**

**Ligia Helena Borrero Restrepo**

**Superintendente Delegado para la Seguridad social  
y otros Servicios Financieros**

Quiero agradecer muy especialmente la invitación que Camacol me ha formulado para participar en este interesante foro organizado por el Ministerio del Medio Ambiente y la Cámara Colombiana de la Construcción para que dentro del marco del Congreso de la Construcción 2003 “Construyendo país”, me dirija ante este selecto grupo de invitados y participantes para exponer algunas ideas y la visión de la Superintendencia Bancaria, en torno a “Como estructurar un Fondo de Rentas Inmobiliarias”

**I. INTRODUCCION**

Antes de entrar de manera específica al tema para el cual fui invitada, quisiera esbozar de manera muy general el contexto jurídico y normativo dentro del cual se pueden enmarcar los llamados Fondos de Renta Inmobiliaria, así como los que podrían mencionarse como antecedentes mediatos e inmediatos de esta figura.

Estos fondos, no son otra cosa que una especie de los denominados fondos comunes especiales regulados en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y en circulares de la Superintendencia Bancaria y administrados por las sociedades fiduciarias. Existen además otra clase de fondos de inversión que bien pueden, según su reglamentación especial, ser un fondo de rentas inmobiliarias o invertir en dichos fondos, como sería el caso de los fondos de inversión administrados por las llamadas SAI ( sociedades administradoras de fondos de inversión) . Se trata como su nombre lo indica de un fondo de inversión cuya especialidad esta dada por el origen de las rentas que produce: el sector inmobiliario. Lo que si es claro es que la posibilidad legal de su estructuración aparece en nuestra legislación desde la pasada década.

Para no invadir el campo de acción de otros colegas y sin desconocer la temática que me fuera asignada por los organizadores, me referiré de manera particular a los fondos fiduciarios.

En efecto, el artículo 29 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, prevé como operación autorizada para las sociedades fiduciarias, *“desarrollar operaciones de fideicomisos de inversión mediante contratos de fiducia mercantil, celebrados con arreglo a las formalidades legales, o a través de encargos fiduciarios”*. Así mismo, añade el citado artículo en su numeral 2, que se entiende por fideicomiso de inversión *“todo negocio fiduciario que celebren las entidades aquí mencionadas (estas es las Fiduciarias) con sus clientes para beneficio de éstos o de los terceros designados por ellos, en el cual se consagre como finalidad principal o se prevea la posibilidad de invertir o colocar a cualquier título sumas de dinero, de conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente y con lo previsto en el presente Estatuto”* (lo que está entre paréntesis es nuestro).

Por Fondo común debe entenderse a la luz del citado Estatuto *“el conjunto de los recursos obtenidos con ocasión de la celebración y ejecución de los negocios fiduciarios a que se refiere el inciso 1º. (contratos de fiducia mercantil o encargos fiduciarios) del presente numeral, sobre los cuales el fiduciario ejerza una administración colectiva; así mismo podrán integrar fondos comunes especiales”* (lo que está entre paréntesis es nuestro).

Como puede apreciarse de lo anterior, se trata de ahorro del público gestionado y administrado fiduciariamente. De ahí la importancia que para el supervisor y el regulador guarda este tema, en el cual ambos deben extremar el cuidado de su actuación e intervención. Por ello la exigencia a las sociedades fiduciarias de una acción profesional y especializada para darle un valor agregado a los esquemas que tradicionalmente ofrecen los establecimientos de crédito.

La característica general de la regulación, contenida en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero para esta clase de productos, es la existencia de normas que prohíben prácticas que puedan poner en riesgo los recursos que se manejan a través de dichos vehículos y para el caso de los fondos comunes ordinarios algunos límites de inversión o de concentración de la participación en los fondos, con el mismo criterio antes señalado.

Por la versatilidad de la operación jurídica y económica, las Fiduciarias a través del mecanismo de la creación de fondos comunes especiales, pueden crear vehículos de inversión con distintas destinaciones, una de ellas puede ser evidentemente el campo inmobiliario, de la manera como hasta la fecha ha venido haciéndose.

En tal medida, el regulador debe tener claro que su finalidad es dictar el marco de acción de las sociedades fiduciarias en el manejo de esta clase de recursos. No obstante, hoy en día la regulación, al menos en lo que tiene que ver con los fondos comunes especiales se ha quedado corta. En este tema la SBC se encuentra trabajando para establecer parámetros mínimos para la valoración de los riesgos a que se encuentran expuestos estos recursos, para lo cual en el pasado se instruyó sobre la adecuada valoración de las inversiones y los riesgos de tesorería y en la actualidad se trabaja en un modelo de valoración en riesgo.

En lo que tiene que ver con la supervisión, considera la SBC que la misma debe estar orientada a la gestión de las entidades, esto es al diligente manejo de los recursos administrados y a que las entidades suministren al público la información necesaria que en los términos del artículo 97, numeral 1, del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, *“...les permita, a través de elementos de juicio claros y objetivos, escoger las mejores opciones del mercado”*.

Así mismo, en la administración de esta clase de recursos es de suma importancia evitar las situaciones generadoras de conflictos de interés, más aún si tenemos en cuenta que la mayoría de las sociedades fiduciarias hacen parte de grupos financieros y es altamente apetecida por el mercado la liquidez y oportunidades de negocios que estos productos pueden ofrecer.

## **II. ANTECEDENTES DE LOS FONDOS DE RENTAS INMOBILIARIAS: LA FIDUCIA INMOBILIARIA Y LA TITULARIZACIÓN**

La Fiducia inmobiliaria y la titularización inmobiliaria constituyen sin lugar a dudas una experiencia que debe ser conocida, asimilada y capitalizada por quienes hoy quieran emprender el camino de la creación de fondos de rentas inmobiliarias, y aun más, por quienes vayan a generar los activos subyacentes de los títulos, rentas y exenciones de que habla la ley 820 de 2003.

Desde la creación de las sociedades fiduciarias que consagró el Código de Comercio mediante el decreto 837 de 1971, se empezaron a gestar entidades que encontraron en el tema inmobiliario su nicho de negocios a través del desarrollo especializado y profesional de la celebración de contratos de Fiducia mercantil en los cuales estaba implícito la gestión de inmuebles. Fiduciarias como Alianza o Caceres y Ferro incursionaron exitosamente en esta clase de negocios. Hoy el negocio de la fiducia inmobiliaria es desarrollado activamente por la mayoría de fiduciarias en funcionamiento.

Más tarde este negocio fue compartido por las secciones fiduciarias de los bancos y corporaciones financieras que se convirtieron en sociedades fiduciarias separadas de sus entidades matrices, a raíz de la expedición de la ley 45 de 1990.

En el anexo podemos ver el valor de activos e inversiones que a la fecha están en fondos comunes ordinarios y especiales que administran las fiduciarias a junio 30. Allí podemos ver el gran potencial que se abre para los nuevos fondos de inversión inmobiliaria. Estas posibilidades son en dos sentidos, o bien para que estos fondos abran su abanico de opciones e inviertan en los nuevos fondos y así puedan diversificar su portafolio o bien, muestra como en el mercado esta opción de inversiones tiene ya una buena asimilación por parte del público, pudiendo esperarse que la creación de una opción adicional dentro de la categoría de un fondo especial, genere desde el comienzo una dinámica interesante, como quiera que ya el producto está posicionado en el mercado.

## **1. FIDUCIA INMOBILIARIA**

La Fiducia Inmobiliaria ha tenido un alcance y desarrollo importante y diverso. Hay tantos esquemas de Fiducia Inmobiliaria como contratos fiduciarios celebrados. Sin embargo el mercado fue especializando y estandarizando algunos esquemas que hoy son ampliamente conocidos por los especialistas y usuarios de estos mecanismos:

**1.1. Fideicomiso inmobiliario completo.** Arranca desde el proyecto mismo. La sociedad fiduciaria constituye un patrimonio autónomo con el inmueble, los diseños, los contratos de construcción, celebra los contratos de mutuo (obviamente con la firma solidaria de quienes actúan como fideicomitentes o los constructores, según se pacte), celebra contratos de promesa y escritura los inmuebles acabados. Tiene las siguientes características:

- a. La contabilización inicial es de los bienes que se reciben a través del contrato y son registrados en la cuenta Bienes Realizables y Recibidos en Pago - Terrenos del activo y en Aportes en Especie del Patrimonio.
- b. Todos los dineros que se reciben se contabilizan de acuerdo a lo estipulado en el contrato.
- c. Todos los costos que se incurren para la construcción del proyecto se contabilizan en las subcuentas de Construcciones en Curso del Activo, dependiendo del tipo de costo en que se haya incurrido.

d. Los créditos que se adquieran en cabeza del patrimonio autónomo se contabilizan como una Obligación Financiera del mismo.

e. Una vez se termina la construcción de la obra se da traslado a la cuenta Bienes Terminados para la Venta.

f. Se contabilizan los créditos subrogados por los compradores como un menor valor de los créditos adquiridos por el constructor o por el fideicomiso.

g. En la medida que se escrituran las unidades, los costos que se han cargado a cada una de ellas se disminuirán de las diferentes cuentas afectadas, así como los Aportes en Dinero y en Especie si es del caso.

h. Los rendimientos generados por las inversiones que llegare a tener el fideicomiso se contabilizan en el Estado de Resultados.

**1.2. Fideicomiso de administración y pagos.** Se considera que para que haya este tipo de fiducia debe realizarse el traslado de los bienes por parte de los fideicomitentes, aunque legal y financieramente podría ser diferente. Tiene las siguientes características:

a. La contabilización inicial de los bienes que se reciben a través del contrato se realizan en la cuenta Bienes Realizables y Recibidos en Pago - Terrenos del activo y en Aportes en Especie del Patrimonio.

b. Todos los dineros que se reciben de parte del fideicomitente se contabilizan como un Activo Disponible y su contrapartida se registra en la cuenta del Patrimonio Aportes en Dinero.

c. Los dineros que se reciban por créditos obtenidos por el fideicomiso se contabilizan como Obligaciones Financieras.

d. Los pagos que se realizan por parte de la fiduciaria disminuyen el Disponible y los Aportes en Dinero o las Obligaciones Financieras.

e. Los rendimientos generados por las inversiones que llegare a tener el fideicomiso se contabilizan en el Estado de Resultados.

**1.3. Fideicomiso de tesorería.** Tiene las siguientes características:

a. Todos los dineros que se reciben de parte del fideicomitente se contabilizan como un Activo Disponible y su contrapartida se registra en la cuenta del Patrimonio Aportes en Dinero.

b. Los pagos que se realizan por parte de la fiduciaria disminuyen el Disponible y los Aportes en Dinero.

c. Los rendimientos generados por las inversiones que llegare a tener el fideicomiso se contabilizan en el Estado de Resultados.

**1.4.- Fideicomiso de administración – PREVENTAS.** Tiene las siguientes características:

a. Los dineros que se reciben por parte de las personas que posiblemente se vincularan a algún proyecto inmobiliario se contabilizan como un Activo Disponible y su contrapartida en la cuenta del Patrimonio Aportes en Dinero.

b. Los rendimientos generados por las inversiones que llegare a tener el fideicomiso se contabilizan en el Estado de Resultados.

c. Una vez se cumplan las condiciones establecidas en el encargo fiduciario, se efectuará el traslado de los dineros al beneficiario indicado y se procederá a la cancelación del fideicomiso.

Con la crisis ocurrida a finales de la década pasada, muchos constructores altamente endeudados y con altos inventarios tuvieron que dejar inacabados sus proyectos o entregar sus inmuebles en dación en pago de las obligaciones contraídas. Las fiduciarias que en ese entonces estaban en el auge del negocio fiduciario inmobiliario, ocasionado evidentemente por el mismo auge que tuvo la finca raíz en nuestro país, se vieron abocadas a una serie de demandas y reclamaciones de compradores, entidades de créditos, acreedores, etc. en su calidad de “titulares” de dichos bienes inmuebles, y poniendo la cara hacia el mercado cuando muchos de los constructores habían salido del mismo. Esto conllevó a un replanteamiento importante del producto fiduciario basado en la propiedad inmobiliaria, el refinamiento de los contratos para dejar claro ante terceros y partes el alcance de sus verdaderas y reales obligaciones. Hubo pues un replanteamiento del producto, así como también de la especialización de las fiduciarias en este negocio, que muchas de ellas abandonaron. El mercado se reacomodó y hoy comienza a percibirse una nueva tendencia en donde el sector fiduciario se ha especializado en el manejo de los recursos y flujos de caja que circulan dentro del negocio de la construcción y la compra y venta de inmuebles alrededor de la concepción y construcción de los proyectos.

Sin embargo al amparo de estos fideicomisos se generaron interesantes figuras como la vinculación de adherentes o beneficiarios de la fiducia cuyos derechos se negociaban casi con la versatilidad de los títulos valores. Fue la verdadera

mobilización de un bien inmueble en donde los compradores del bien inmueble sin terminar transpasaban sus derechos con las normas aplicables a los bienes muebles. Igualmente a través de estos contratos comenzaron a generarse esquemas que se fueron sofisticando por un trabajo mancomunado de las fiduciarias, el sector inmobiliario, los constructores, las entidades de crédito y demás actores, tendiente a servir de mecanismos eficientes de garantías de los créditos concedidos y para servir de instrumento de desarrollo de esquemas de renovación urbana.

El mecanismo de la preventa fue así mismo cobrando una dimensión nada despreciable. Poco a poco se fueron superando las dificultades y el producto se fue asimilando por los usuarios.

Concretamente la Superintendencia Bancaria se encuentra revisando su mecanismo de control y supervisión sobre esta clase de negocio por cuanto se ha convertido en un contrato de adhesión y/o de prestación masiva de servicios, que merece una especial atención del ente supervisor.

En el anexo se pueden ver algunas cifras sobre los negocios fiduciarios administrados a la fecha por las sociedades fiduciarias en donde se muestran el valor de activos fideicomitidos e inversiones por tipo de fideicomiso. Al respecto llama la atención como en materia inmobiliaria y clasificados como tales solo existen 289 fideicomisos de un total de 5013, es decir el 5.8% de los fideicomisos, que representa el 1.7% de los activos y 0.1% de las inversiones. Sin embargo esta cifra no es representativa. La dinámica de la Fiducia inmobiliaria hoy se ve en otros fideicomisos, como quiera que hay algunos fondos inmobiliarios que se encuentran dentro del renglón de fondos comunes especiales, o bien están dentro del renglón de fideicomisos de administración que es el renglón más importante, ya que se manejan como fideicomisos de administración y pagos o tesorerías, o simplemente el producto de las preventas, que está llegando a valores importantes que estamos tratando de cuantificar de manera separada, están en los fondos comunes ordinarios.

## **2. TITULARIZACION IMOBILIARIA**

Esta institución a pesar de parecer novedosa y sofisticada, tiene unas raíces bastante anteriores. Hoy en día constituye un instrumento idóneo, seguro, versátil y de gran aceptación y penetración en los mercados nacional e internacional para la movilización de activos y acceso a los mercados de valores. La titularización estaba en un principio reservada a bienes muebles e inmuebles empaquetados en un patrimonio autónomo administrado por una entidad fiduciaria. En esencia los títulos emitidos en desarrollo del proceso son de participación. No obstante para

acceder de mejor manera a los mercados se le fueron mezclando rentas y componentes de liquidez para hacer un título mixto. Con el tiempo se vio que solo en la medida en que el título fuera redimido por una suma de dinero cierta generada en mecanismos alternativos de cobertura ante la ausencia de realización del bien, dichos títulos tenían mejor aceptación dentro de los inversionistas institucionales, que es en últimas el destinatario final que buscan los estructuradores y emisores.

## **2.1. Decreto 2059 de 1937**

En el año de 1937, teniendo en cuenta que los préstamos a corto plazo con garantía hipotecaria en caso de incumplimiento del deudor eran lentos, lo que impedía que se desarrollara el crédito hipotecario, así como la facultad que estableció la ley 50 de 1905 de movilizar la propiedad raíz, fue expedido el Decreto 2059 que estableció la posibilidad de que la Superintendencia Bancaria autorizará a los bancos abrir como dependencia de su sección fiduciaria oficinas para la movilización de la propiedad raíz, la cual se llevaba a cabo en la siguiente forma:

- a. La oficina le recibía al interesado el certificado de libertad y los títulos, los cuales junto con un concepto de un abogado eran presentados al Tribunal del respectivo Distrito para que declarara si el inmueble era movilizable.
- b. El bien debía asegurarse y ser avaluado por dos peritos para que la oficina autorizará la expedición de cédulas hipotecarias de movilización hasta el 50% del valor del promedio de los dos avalúos.
- c. Quien expedía las cedulas era el interesado con autorización y por intermedio de la oficina de movilización. El plazo de las cédulas no podía ser inferior a 6 meses ni mayor a un año si la oficina dependía de un banco comercial, y no podía ser mayor a dos años si la oficina dependía de un banco hipotecario (los plazos eran improrrogables).
- d. Las cédulas podían ser nominativas o al portador y ser negociadas.
- e. El interesado en la expedición de las cédulas debía pagar a la oficina los intereses quien a su vez se los pagaba al portador de la mismas.
- f. La oficina antes de poner en circulación las cédulas debía inscribirlas en la Oficina de Registro.
- g. La oficina solo podía cobrar el 0.5% de la valor de las cédulas emitidas y el 1% en caso de que garantizarán con su endoso las cédulas.

h. Cinco días antes de su vencimiento el interesado debía pagar a la oficina el valor de las cédulas. Si vencido el plazo y no se la había podido pagar al tenedor la cédula, éste debía protestarla en la oficina y solicitar el remate del inmueble e incluso podía iniciar acciones legales contra los endosantes quienes si pagaban la obligación podía iniciar acción de repetición contra el interesado en la emisión de las cédulas.

i. Si rematado el bien no alcanzaba el dinero para pagar las cédulas, los tenedores podían acciones legales contra el interesado en la emisión de las mismas para cobrar el saldo.

j. Los inmueble que se encontraban movilizados no podían ser objeto de hipotecas ni de embargos. Los embargos sobre dichos inmuebles se entendían que solo eran por el remanente.

k. Los bancos eran responsables por cualquier infracción en que incurriera la oficina de movilización que dependía de ellos.

## **2.2. Resolución 645 de 1992 de la Superintendencia de Valores**

Establecía, entre otros aspectos, que los inmuebles cuya propiedad haya sido transferida en desarrollo de un contrato de fiducia son activos que pueden ser titularizados.

## **2.3. Resolución 455 de 1933 de la Superintendencia de Valores**

Se refería, entre otros aspectos, a la titularización de activos inmobiliarios. Estableció que los documentos emitidos tienen el carácter de títulos valores que deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores, pueden ser colocados mediante oferta pública e incorporar derechos de participación o de contenido crediticio con un plazo no inferior a un año.

## **2.4. Resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores**

Derogó las resoluciones 645 y 455.

Reglamentó la movilización de activos mobiliarios mediante la conformación de patrimonios autónomos.

Estableció que la titularización se puede hacer a través de fondos comunes especiales y fondos de valores.

## **2.5. Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores.**

Derogó la resolución 1394. Constituye la reglamentación vigente sobre titularización inmobiliaria.

### **III. REGLAMENTACION ACTUAL SOBRE TITULARIZACION INMOBILIARIA – RESOLUCION 400 DE 1995 DE LA SUPERVALORES.**

Reglamentó la titularización de inmuebles, de proyectos de construcción y los fondos inmobiliarios.

## **1. TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES**

Consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios.

El patrimonio autónomo así constituido puede emitir títulos de participación, de contenido crediticio o mixtos. El valor de la emisión no puede exceder el 110% del avalúo del inmueble.

Reglas:

- a. Debe existir un avalúo preferiblemente de la lonja.
- b. El activo inmobiliario objeto de titularización debe estar libre de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones de dominio diversas a las derivadas del régimen de propiedad horizontal.
- c. Tratándose de esquemas en los cuales el flujo de caja constituya factor preponderante en la rentabilidad ofrecida al inversionista deberán incorporarse mecanismos de cobertura internos o externos que permitan cubrir en una vez y medio el coeficiente de desviación del flujo ofrecido.
- d. Los inmuebles objeto de la titularización deberán permanecer asegurados contra riesgos de incendio y terremoto, durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil.
- e. Los valores que en forma serial o masiva se emitan en desarrollo de procesos de titularización inmobiliaria para efectuar oferta pública de los mismos, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Los citados valores podrán ser inscritos en las Bolsas de Valores.

## **2. TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS DE CONSTRUCCIÓN**

Se pueden emitir títulos mixtos o títulos de participación que incorporen derechos alícuotas o porcentuales sobre un patrimonio autónomo constituido con un lote y los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para adelantar la construcción del inmueble o inmuebles que contemple el proyecto inmobiliario objeto de la titularización.

El inversionista obtiene una rentabilidad derivada de la valorización del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto. El patrimonio autónomo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

Reglas:

a. Requiere la incorporación del mecanismo de subordinación, a través del cual la participación de los fideicomitentes iniciales u originadores del proceso se representará en títulos de participación correspondientes al valor de sus derechos en el fideicomiso, los cuales constituirán la porción subordinada. La liberación de los títulos subordinados se efectuará por la sociedad fiduciaria al originador en proporción directa al porcentaje de avance de obra.

b. La sociedad fiduciaria que actúe como agente de manejo de la titularización ejercerá la representación de los intereses de los tenedores de los títulos de participación.

c. El agente del proceso propenderá por el manejo eficiente de los recursos provenientes de la emisión, disponiendo los desembolsos al constructor conforme con la programación de la obra y administrando los excedentes temporales en títulos de adecuada liquidez, rentabilidad y seguridad.

d. El punto de equilibrio para la ejecución del proyecto cobra singular importancia.

## **3. FONDOS INMOBILIARIOS**

A través de fondos comunes especiales constituidos en desarrollo de contratos de fiducia mercantil irrevocable pueden desarrollarse esquemas de titularización inmobiliaria.

Reglas:

1. La inversión de los recursos del fondo se hará en bienes inmuebles, proyectos de construcción, valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización inmobiliaria, títulos emitidos en procesos de titularización de créditos hipotecarios y otras inversiones que autorice el Gobierno Nacional.
2. Las inversiones deberán realizarse previa su evaluación por el agente de manejo, siguiendo para ello los parámetros que sobre el particular se señalen.
3. Los fondos podrán determinar la garantía interna o externa necesaria para proteger los activos adquiridos, previo estudio técnico.
4. Los excedentes de liquidez y el manejo temporal de recursos se invertirán en activos de alta seguridad y liquidez.
5. Sólo pueden emitirse títulos de participación.
6. Los títulos no tienen redención primaria, salvo al vencimiento del fondo.
7. La inversión en esta clase de títulos no se sujetarán al monto mínimo establecido en el artículo 1.3.7.1 de la resolución 400 (60 salarios mínimos por inversionista).

#### **IV. EXPERIENCIA DE LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA**

La primera sociedad titularizadora nació en Abril de 1992. La sociedad OIKOS abrió un espacio importante para estos procesos en nuestro país. El primer título salió al mercado en 1993 y se inscribieron en Bolsa en 1995. Paralelamente a los procesos de OIKOS algunas sociedades fiduciarias hicieron unos interesantes procesos de titularización. Recuerdo las titularizaciones inmobiliarias de Fidutequendama o Global Fiduciaria por solo mencionar algunas.

Según cifras de la superintendencia de Valores entre 1990 y el 2003 se han realizado 111 procesos de titularización por un monto de 2.161.772.168 millones de dolares de los cuales se ha colocado un 60%.

De estos vale la pena destacar que han sido 33 procesos de titularización inmobiliaria que equivalen al 30% del total de procesos y su índice de colocación ha sido del 77.5%.

Vale la pena resaltar que, a pesar de que algunos de los primeros procesos que salieron al mercado tuvieron problemas de baja colocación, el porcentaje de

efectividad del total de procesos, medido como el coeficiente entre valor colocado se ha venido incrementando..

Existen 4 fondos inmobiliarios que participan en el total de titularizaciones con US\$ 33.010.089 y que han colocado el 1.90%.

Un resultado alentador en cuanto al éxito de la titularización en Colombia, ha sido el alto interés de otros países como Perú, Ecuador y Bolivia en tomar como modelo el caso colombiano, para estructurar la figura en sus mercados locales. También, este esquema ha llamado la atención de grandes inversionistas norteamericanos que ven en él una interesante alternativa de inversión en mercados emergentes como el nuestro.

Se anexan algunas cifras emanadas de la Superintendencia de Valores que ilustran estas apreciaciones.

## **V. LEY 820 DE 2003 y los FRI**

La Ley 820 de 2003 con la filosofía del fomento de la inversión y del estímulo a la construcción de vivienda de interés social nueva con vocación de arriendo, concibió una exención tributaria que permitiera estimular la inversión y desintermediación financiera en esta clase de actividades por parte del público ahorrador e inversionista.

Si bien no previó directamente la existencia de Fondos de Renta inmobiliaria, dejó la semilla para que a través de la correspondiente reglamentación el Gobierno elabora algunos esquemas estandarizados de inversión masiva en este tipo de productos.

De esta suerte hoy existen las bases legales y la experiencia necesaria para la creación de fondos de inversión mediante los cuales se canalicen recursos hacia la construcción de vivienda de interés social, con el fin de arrendarla a través de sociedades especializadas y otorgar a los inversionistas unos ingresos originados por los cánones de arrendamiento que se constituyan para los mismos en una renta exenta.

En efecto, establece el artículo 41 de dicha ley: *“Fomento de la Inversión. Con el propósito de incentivar la construcción de vivienda de interés social nueva, para arrendar a través de sociedades especializadas reglamentadas para tal efecto, serán renta exenta los ingresos por ellas recibidos por concepto de cánones de arrendamiento de cada vivienda durante los diez (10) años siguientes a su construcción.*

*Así mismo, los fondos de inversión pueden invertir en inmuebles de acuerdo a la reglamentación que expida el Gobierno Nacional, y las rentas pagadas por éstos Fondos de Inversión, originadas en cánones de arrendamiento de cada vivienda durante los diez (10) años siguientes de la construcción, serán renta exenta para la inversionista que la reciba, de acuerdo a la reglamentación que expida el Gobierno nacional para tal efecto.*

*El Estado podrá, tanto en su nivel nacional como territorial establecer subsidios a familias de escasos recursos para el alquiler de vivienda, cuando carezcan de ella. Tendrán derecho preferencial los desplazados por la violencia, las madres cabeza de familia y las personas de la tercera edad. El Gobierno establecerá los requisitos, condiciones y procedimientos para la asignación de estos subsidios.*

*PARÁGRAFO: La exención de que trata este artículo sólo será aplicable a las viviendas de interés social construidas con posterioridad a la expedición de esta Ley. El Gobierno Nacional expedirá la reglamentación de que trata los incisos primero y segundo de éste artículo dentro de los seis (6) meses siguientes contados a partir de la expedición de la presente Ley”.*

La anterior normatividad implica varias cosas:

- a. La existencia de sociedades especializadas con una regulación especial que construyan vivienda de interés social y la arrienden. Los ingresos provenientes por cánones de arrendamiento estarán exentos durante 10 años.
- b. La creación de un régimen de inversiones para los fondos de inversión existentes que de acuerdo con sus reglamentos, puedan encontrar en esta alternativa una fuente de inversión rentable y segura.
- c. La destinación o creación de fondos de Inversión administrados por sociedades fiduciarias o Sociedades administradoras de inversión, en cuyo régimen de inversión el Gobierno Nacional autorice la inversión en esta clase de inmuebles cuyas rentas están exentas durante los 10 años iniciales. Consideramos que en este punto el Gobierno Nacional a través de su reglamentación puede avanzar en la construcción de formas de inversión inmobiliaria que respondan a las necesidades del mercado de valores y a la estructura de liquidez de los distintos fondos que permitan esta clase de inversiones.

Así las cosas, si bien la ley no hace referencia directa a los fondos de rentas inmobiliarias, como los destinatarios directos de las exenciones, si es claro que a través de la implementación de esta clase de figura la cual, valga precisar, ya tiene su propio espacio legal se puede materializar el beneficio económico, social y tributario de que trata la ley.

## **VI. COMO ESTRUCTURAR UN FONDO DE RENTAS INMOBILIARIAS**

Al momento de estructurar un fondo de rentas inmobiliarias es importante tener en cuenta que desde la óptica de los inversionistas, dichos fondos serán atractivos siempre y cuando les brinden importantes beneficios, tales como, un administrador de los recursos profesional y especializado, una adecuada rentabilidad y un riesgo bien diversificado, veamos porque:

### **1. ESPECIALIZACION DE LOS ADMINISTRADORES**

Tratándose de los fondos de rentas inmobiliarias, la especialización de los administradores no se predica únicamente respecto de la administradora del fondo como tal (sociedad fiduciaria o sociedad administradora de inversión), sino también de aquellas sociedades especializadas en la construcción para arrendar de que trata la norma del artículo 41 transcrito.

Los poderes de inversión asignados a los administradores se proyectan en diferentes clases de comportamiento, cada una de las cuales demanda de ellos especiales habilidades y cuya deficiente ejecución puede ir en detrimento de la seguridad de los activos objeto de administración. Es por esto que hay que reconocer la necesidad de establecer criterios y limitaciones a la discrecionalidad de los administradores en el manejo de los recursos de los fondos de inversión inmobiliaria, dando cabida a principios y normas que persigan ante todo la sana dispersión y minimización de los riesgos propios de esta actividad, bien puede ser por medio del reglamento del fondo o normatividad del Gobierno Nacional aplicable a dichos fondos o, mejor aún, bajo ambos mecanismos.

### **2. RENTABILIDAD**

La rentabilidad de los inversionistas depende del comportamiento de las inversiones, inmuebles en este caso, siendo de su cargo el riesgo de las pérdidas que pueda generar la operación del fondo. El Estado no garantiza los dineros recibidos por los administradores de este tipo de fondos.

Los fondos de inversión inmobiliaria deben ser estructurados para inversionistas de largo plazo, cuyas expectativas de rentabilidad estén basadas en la valorización de los inmuebles, los ingresos por cánones de arrendamiento y el beneficio fiscal de los mismos.

No obstante lo anterior, es importante tener en cuenta en la estructuración de estos fondos que aunque los inversionistas institucionales de largo plazo más

importantes en estos momentos sean los fondos de pensiones, en el análisis de rentabilidad que ellos hagan se van a encontrar con que si buena parte de la misma depende del beneficio fiscal, este hecho puede volver a los fondos inmobiliarios en una inversión no atractiva para ellos, dado que los recursos de los fondos de pensiones, por Ley, gozan de exención de toda clase de impuestos, por lo tanto, el beneficio fiscal no va a ser un incremento de la rentabilidad para ellos.

En el tema de la rentabilidad, no existe referencia estable sobre el desempeño de este tipo de vehículos de ahorro. Si los tomamos como alternativa de inversión a largo plazo, se debe tener muy en cuenta la naturaleza de sus activos, la volatilidad y ciclo económico de formación de los precios de los activos subyacentes. Finalmente no se puede negar que una de las grandes ventajas de los fondos inmobiliarios es su relativa baja correlación respecto a los demás componentes de portafolio de inversión que actualmente se ofrecen en el mercado, lo que puede convertirlos en un elemento más de diversificación de riesgo para los inversionistas.

### **3. DIVERSIFICACIÓN DEL RIESGO**

El riesgo es uno de los temas que más interesa a un inversionista al momento de invertir sus recursos. En el caso de los fondos que se estructuran al amparo de la Ley 820 de 2003, no podemos desconocer que la inversión en los mismos envuelve diversos riesgos originados en factores relacionados con la construcción de vivienda de interés social y el arrendamiento de la misma.

Así las cosas, al momento de estructurar un fondo inmobiliario se debe tener muy claro que a los potenciales inversionistas se les debe presentar la manera como se va a contrarrestar cada uno de los riesgos a los cuales se encuentra expuesta la inversión, tales como el de desvalorización de los inmuebles, la concentración geográfica de los bienes, la falta de demanda de arrendatarios, la desocupación en forma anticipada de los inmuebles, el deterioro de los inmuebles por el trato de los arrendatarios, el incumplimiento de pago por parte de los mismos y el riesgo jurídico (estructuración de contratos y cambios en la legislación).

Si bien es cierto que una de las formas de diversificar el riesgo en estos fondos es la de permitir que los mismos inviertan no sólo en vivienda de interés social sino también en bienes comerciales u otra clase de inmuebles, también lo es que, de conformidad con la Ley 820 de 2003 (parágrafo del artículo 41), la exención tributaria sólo aplica a la vivienda de interés social construida con posterioridad a la expedición de dicha Ley, un factor muy importante a tener en cuenta para efectos de la rentabilidad de los potenciales inversionista. Igualmente al hacer esta canasta de productos que constituyen en últimas el activo subyacente del fondo, habrá que tomar en consideración que el profesional en el manejo de proyectos de

construcción de viviendas de interés social u otra clase de vivienda, es sustancialmente diferente al profesional experto en el manejo de locales, bodega, inmueble terminado, etc.

Y aquí hay que tener sumo cuidado cuando se estructuren estos fondos en que los mismos pueden combinar las posibilidades que otorga la ley 820, a otras posibilidades que un fondo de inversión inmobiliario puede ofrecer hoy en día.

Debemos recordar que los fondos de inversión inmobiliaria, generados a través de la Fiducia inmobiliaria hace ya más de una década, han tenido una evolución interesante en nuestro país, que debemos recoger y aprovechar para canalizar aciertos y aprender de experiencias pasadas, no siempre exitosas.

Los riesgos definen algunas de las causas que pueden afectar la cartera de activos de un fondo y traducirse en pérdidas para el inversionista.

Los siguientes son los riesgos a medir en los Fondos de Rentas Inmobiliarias, según nuestro criterio:

### 3.1. Riesgos de la Cartera de Inversiones:

- **Riesgo No sistémico:** Corresponde a la posibilidad de diversificar los recursos disponibles con el fin de no concentrar el portafolio en pocos emisores. Esta íntimamente relacionado con la posibilidad de incumplimiento de pago del principal y los intereses de los emisores de títulos valores.
- **Riesgo Sistémico:** Es aquel en cual se encuentran envueltos todos los agentes económicos de un país a raíz de situaciones generalizadas dentro del ciclo económico. Dentro de algunos factores de riesgo tenemos: inflación, fluctuación de los tipos de intereses y decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia.

### 3.2. Riesgos de la cartera inmobiliaria:

- Riesgo por concentración de inmuebles.
- Riesgo por concentración de arrendatarios.
- Riesgo de desocupación de inmuebles.
- Riesgo de liquidación el fondo en el evento de no alcanzar un mínimo de diversificación.
- Riesgo de gestión generado por la discrecionalidad de la administradora para comparar inmuebles.

- Riesgos por la estimación del valor de los inmuebles. (Se propone adoptar dos valoraciones para cada inmueble una técnica y otra financiera).
- Riesgos por la pérdida de valor de los inmuebles.
- Otros riesgos. Cambios en el régimen tributario, cambios en la ley de arrendamientos, retiros anticipados de los arrendatarios y terminación del contrato de arriendo.

Estos fondos obtienen su rentabilidad no solo de las rentas por arrendamientos sino también de las ventas y revalorizaciones de los inmuebles.

He aquí unos aspectos específicos que vale la pena tener en cuenta, además de los tres generales que esbozamos atrás:

Valoración y contabilidad: Dada la estructura de estos fondos con un grado de iliquidez importante, es indispensable que los sistemas de valoración respondan a esta realidad. También vale la pena regular unas normas contables y de valoración específicas, que fijen las bases para la existencia de una información comparable y transparente, elemento de gran relevancia para los potenciales inversionistas. El establecimiento de normas relativas al cálculo del valor de los Fondos de Rentas Inmobiliaria, es un aspecto de singular importancia, toda vez que concreta los precios de adquisición de las unidades y reembolso de sus derechos, siendo determinante, tanto en las rentabilidades obtenidas por sus adherentes, como en la existencia de la equidad entre ellos. También es necesario concretar normas contables relacionadas con aquellos aspectos para los que resulta indispensable el establecimiento de un régimen contable peculiar, poniendo énfasis en el tratamiento contable de las valorizaciones y desvalorizaciones de los inmuebles, el reconocimiento de gastos a distribuir entre los adherentes, la posibilidad de activar gastos diferidos destinados las mejoras, las suficientes reservas para provisiones por deterioro de activos y las utilidades o pérdidas por la venta de inmuebles.

En cuanto al contenido del reporte de cuentas y revelación de información, deben ser adaptados a las particularidades del negocio, pues adicional al detalle de revelación del tipo de inmuebles, se debe incluir información referente al nivel de ocupación de las viviendas, situación de morosidad de los arrendatarios, gastos de mantenimiento y resultados en ventas de inmuebles, entre otros aspectos

Estructura de liquidez. Debe incidir necesariamente en la estructura de retiros del fondo. Unido de manera importante a este concepto está el de redención del título y si se concibe como de participación o de contenido crediticio.

Comisiones. Las comisiones, podrían ser más elevadas que el común de los fondos de inversión, en el entendido de exigir una mayor gestión de activos por

parte de los administradores. La sola composición de activos de los fondos demanda una mejor y mas aguda gestión en el proceso de consecución de precios de mercado y valoración.

En resumen, se abre un nuevo espacio para generar alternativas de desintermediación que estimulen una actividad de gran impacto social y económico en nuestro país, que debe traducirse para que sea eficaz, en una nueva opción de inversión y de ahorro dentro de nuestro mercado de capitales.

Hay que capitalizar las experiencias ocurridas con las primeras titularizaciones inmobiliarias en donde no obstante mostrar hoy un gran porcentaje de colocación, los títulos emitidos fueron adquiridos en su gran mayoría por los originadores quienes durante varios años tuvieron que realizar importantes y creativos esfuerzos por generar una liquidez secundaria a dichos títulos y estimular su adquisición por parte de los inversionistas.

Hay que combinar hoy diversos productos y estrategias para lograr que los fondos que se crean, tengan la masa crítica de recursos que generen la dinámica de la estructuración y realización de proyectos inmobiliarios de vivienda de interés social para arrendar. Pero hay que tener mucho cuidado, todo el primer esfuerzo no puede recaer en esos inversionistas que accedan a colocar sus recursos en estos fondos para comenzar la dinámica necesaria. Deberá haber un esfuerzo paralelo de constructores, del sector inmobiliario, por qué no de las cajas de compensación o de los entes territoriales tenedores de la tierra e inversionistas dispuestos a generar los proyectos necesarios que se constituyan en los activos subyacentes de estos títulos que le den la seguridad y rentabilidad necesaria a los ahorradores para depositar en estas nuevas opciones de mercado su confianza.

La Superintendencia Bancaria estará atenta para que las sociedades fiduciarias que entren al mercado con este nuevo producto, otorguen a los inversionistas condiciones adecuadas de rentabilidad y seguridad y desarrollen su actividad con el profesionalismo requerido que mantenga la confianza del público en este sector. Igualmente trabajará con los otros entes del gobierno involucrados en este proceso para que se alcancen los objetivos propuestos y a los que hemos hecho referencia.

Muchas gracias.