

PROPUESTA DE UN NUEVO VEHÍCULO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA CON
LAS CARACTERÍSTICAS DE UN REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT),
QUE SE NEGOCIE EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC)

IVAN HORACIO RODRIGUEZ PINZÓN
ANGELA MARCELA SOLER LÓPEZ

FUNDACIÓN UNIVERSIDAD DE AMÉRICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
BOGOTÁ D.C.
2020

PROPUESTA DE UN NUEVO VEHÍCULO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA CON
LAS CARACTERÍSTICAS DE UN REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT),
QUE SE NEGOCIE EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC)

IVAN HORACIO RODRIGUEZ PINZÓN
ANGELA MARCELA SOLER LÓPEZ

Proyecto integral de grado para optar por el título de
ECONOMISTA

Director
MAURICIO GARCÍA GARZÓN
Economista

FUNDACIÓN UNIVERSIDAD DE AMÉRICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
BOGOTÁ, D. C.
2020

Nota de aceptación

MAURICIO GARCÍA GARZÓN

GONZALO DE JESUS JIMENEZ MEDINA

JOSE ANDRES RUEDA MONTAÑO

Bogotá D.C., febrero de 2020

DIRECTIVAS FUNDACIÓN UNIVERSIDAD DE AMÉRICA

Presidente Institucional y Rector del Claustro

Dr. Mario Posada García-Peña

Vicerrector de Desarrollo y Recursos Humanos

Dr. Luis Jaime Posada García-Peña

Vicerrectora Académica y de Postgrados (E)

Dra. Alexandra Mejía Guzmán

Secretaria General

Dra. Alexandra Mejía Guzmán

Decano Facultad de Economía y ciencias Administrativas

Dr. Marcel Hofstetter Gascan

Director de programa de Economía

Dr. Marcel Hofstetter Gascan

Las directivas de la Universidad de América, los jurados calificadores y el cuerpo docente no son responsables por los criterios e ideas expuestas en el presente Documento. Estos corresponden únicamente a los autores.

AGRADECIMIENTOS

Este ciclo solo fue posible gracias a la ayuda de mi madre María Nelsy y mi padre Gabriel Ivan, quienes considero como los autores de mi formación académica y personal, es gracias a ellos que me convierto en economista y agradezco a todos aquellos que aportaron en mi proceso de formación.

Rodríguez Pinzón Horacio

Agradezco mi crecimiento profesional y personal el cual no sería posible sin la ayuda de mis padres, mi madre Ana Rita López Torres y mi padre Jorge Eliecer Soler Macías, por su entrega y cariño, porque ellos son sin duda el motor de mi vida. Finalmente, a todos aquellos que fueron mentores en mi proceso de aprendizaje en la Universidad de América.

Marcela Soler López

Reconocemos y agradecemos al Economista y profesor de la Universidad de América, Gonzalo de Jesús, como Co-autor de esta investigación y de nuestro enfoque profesional.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN	14
OBJETIVOS	15
1. MARCO REFERENCIAL	16
1.1 MARCO TEÓRICO	16
1.2 MARCO CONCEPTUAL	19
1.2.1 REIT	19
1.2.2 Diversificación	19
1.2.3 Portafolio	19
1.2.4 Liquidez	19
1.2.5 Rentabilidad	20
1.2.6 Riesgo	20
1.3 ESTADO DEL ARTE	20
1.3.1 La Bolsa en Colombia en el siglo XXI	20
1.3.2 Inversión Inmobiliaria: ¡queremos que suceda aquí!	21
1.3.3 Nace el Primer REIT en Colombia	21
1.3.4 REITS Multifamiliares: La Oportunidad de Colombia Atraer Capital Extranjero	de 21
1.3.5 Estructura para la Operación y la Administración de Negocios Inmobiliarios. Caso: Grupo Argos S.A.	22
1.3.6 Mercado Inmobiliario Internacional: El Caso de los REITs	22
1.3.7 Ciclos Económicos y Fondos Inmobiliarios (REITs – FICIS)	22
1.3.8 Modelo Financiero de Portafolios Inmobiliarios para los Pequeños Inversionistas	23
1.3.9 La Vivienda en Colombia: Sus Determinantes Socio-Económicos y Financieros	23
1.3.10 Estimación del Beta para el Sector Inmobiliario a partir del Desempeño de Fondos de Inversión Inmobiliaria en Colombia	24

2. CONTEXTO ACTUAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA	25
2.1 ANTECEDENTES	25
2.1.2 Necesidades del Mercado De Valores en una Economía	29
2.1.3 Mercado Financiero	31
2.2 MERCADO DE CAPITALLES	31
2.2.1 Mercado Intermediado	32
2.2.2 Mercado no intermediado	32
2.3 RENTA VARIABLE Y RENTA FIJA	33
2.3.1 Renta Variable	33
2.3.2 Renta Fija	44
3. EVOLUCIÓN DEL REIT EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS Y SU ACOGIMIENTO A NIVEL MUNDIAL	50
3.1 CONTEXTO DE LA BOLSA DE VALORES DE NUEVA YORK	50
3.1.1 Antecedentes Bolsa de Nueva York	50
3.1.2 Mercado de valores en LATAM (Latinoamérica)	51
3.2 REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT) EN ESTADOS UNIDOS	53
3.2.1 Características del REIT americano	54
3.2.2 Tipos de REIT	54
3.2.3 Clasificación de los REIT por sectores	56
3.2.4 Crecimiento de los REITs	57
3.2.5 Participación y rendimiento de los REIT con oferta pública por sector	59
3.2.6 Participación de los REIT con oferta pública por sector	61
3.3 IMPORTANCIA DEL REIT EN ESTADOS UNIDOS	65
3.3.1 Comportamiento del Índice FTSE NAREIT REIT en el mercado estadounidense.	66
3.3.2 Rentabilidad histórica del RETI de Estados Unidos con respecto al riesgo (Ratio de Sharpe).	68
3.3.3 Rentabilidad histórica de los REIT de Estados Unidos con respecto al riesgo del mercado (Ratio de Treynor)	69

3.3.4 Retorno/Riesgo del índice REIT frente a otros activos	71
3.4 EI REAL ESTATE INVESTMENT TRUST ALREDEDOR DEL MUNDO	72
3.4.1 Caso de éxito en España	80
3.4.2 Caso de éxito en México	81
4. COMPARATIVO DE LOS ACTUALES VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN COLOMBIA	83
4.1 GENERALIDADES DEL SECTOR INMOBILIARIO COLOMBIANO	83
4.2 ACTUALES VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA DE COLOMBIA	85
4.2.1 Fideicomiso	86
4.2.2 Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI)	87
4.2.3 Titularización	91
4.2.4 Fondos Colectivos de Inversión	94
4.2.5 Derechos Fiduciarios	98
4.2.6 Participaciones Fiduciarias	100
5. MODELO REIT COMO UNA NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN EN LA BVC	103
5.1 IMPACTO DEL MODELO REIT EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA	103
5.1.2 Regulación del Modelo REIT en Colombia.	103
5.1.3 El Modelo REIT como un nuevo activo de la renta variable de la BVC	105
5.1.4 Modelo REIT como nuevo vehículo de inversión para el sector inmobiliario.	107
5.1.4.1 Problemas del Sector Inmobiliario en Colombia.	108
5.1.4.2 REIT como una nueva oportunidad de Diversificación (Liquidez) para el sector inmobiliario	108
5.1.5 El Modelo REIT como alternativa para el inversionista	109
6. CONCLUSIONES	116

7. RECOMENDACIONES	118
BIBLIOGRAFIA	119

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1. Evolución Mercados de Renta Fija Latinoamericanos	45
Tabla 2. Comparativo PIB vs ingresos empresas estadounidenses	52
Tabla 3. Comparación del BETA del Índice FTSE NAREIT	67
Tabla 4. SOCIMIs Cotizando en el MAB	81
Tabla 5. Ejemplo de titularizaciones emitidas en Colombia.	93
Tabla 6. Fondos de Inversión Inmobiliarios	97
Tabla 7. Ejemplos de adopción global del Modelo REIT	104
Tabla 8. Impacto del MODELO REIT en el continente americano	106
Tabla 9. Comparación modelo REIT frente a los Vehículos de Inversión Inmobiliaria de Colombia	113
Tabla 10. Implementación del REIT en Colombia, posibilidades	115

LISTA DE GRÁFICAS

	pág.
Grafica 1. Flujo de Fondos	30
Grafica 2. Emisores de Acciones (1990-2001)	38
Grafica 3. Variación de Emisores (2001-2018)	39
Grafica 4. Histórico Compañías que cotizan en Bolsa a nivel latinoamericano	41
Grafica 5. Capitalización Bursátil, Emisores Bolsa de Valores de Colombia	43
Grafica 6. Volumen de negociación de la renta fija en (%del PIB)	46
Grafica 7. Volumen de TES negociados a través del SEN (Billones COP)	47
Grafica 8. Participación de los Fondos de Capital Extranjero en el Mercado de Deuda Pública	48
Grafica 9. Julio 2024: Fecha de emisión: 24 de julio 2008. TES con vencimiento el 24 de julio de 2024. Cupón de 10%.	49
Grafica 10. Estructura Básica del Flujo del REIT	54
Grafica 11. Entrada de los REIT a Nareit	58
Grafica 12. División de los REIT con oferta Pública por Sector	62
Grafica 13 . Rendimiento de los REIT por sectores	63
Grafica 14. Relación Rentabilidad /Riesgo (Ratio de Sharpe)	68
Grafica 15. Línea del tiempo de las economías que adoptaron el Modelo REIT	72
Grafica 16. Distribución por inversionista del primer tramo emitido del PEI	89
Grafica 17. Estructura del Patrimonio Estratégico Inmobiliario	90
Grafica 18. Definición de Inversionista	110

TABLA DE ILUSTRACIONES

	pág.
Ilustración 1. Tercera sede oficial de Bolsa de Bogotá	26
Ilustración 2. Principales emisores de acciones del mercado accionario en Colombia en 1999 (con cerca de 125.000 inversionistas)	28
Ilustración 3. Historia de la Bolsa de Valores en Colombia.	29
Ilustración 4. Conformación del mercado de valores de Colombia	32
Ilustración 5. Mapa de 68 emisores de acciones (81 nemotécnicos) + 3 ETF de la BVC.	36
Ilustración 6. Principales fusiones, cancelaciones y vigencias de los principales emisores de acciones entre 1999 y 2018.	40
Ilustración 7. La historia ilícita del Toro de Wall Street	51
Ilustración 8. Distribución de los REIT con oferta pública	60
Ilustración 9. Países que usan el modelo REIT.	73
Ilustración 10. Línea del tiempo de las economías que adoptaron el Modelo REIT.	79
Ilustración 11. Figura de Fideicomiso Inmobiliario	87
Ilustración 12. Fondos de Inversión Inmobiliaria	95
Ilustración 13. Participaciones Fiduciarias	101
Ilustración 14. Principales Vehículos de Inversión Inmobiliaria	102
Ilustración 15. Variación de accionistas entre tercer trimestre 2017 y 2018	112

INTRODUCCIÓN

En un contexto de economía de mercado, Colombia se encuentra en una coyuntura de negociación internacional de bienes y servicios con el resto del mundo, y cuando se habla de mercado de capitales a nivel global, no se tiene un concepto claro, puesto que no se le brinda la importancia que merece, por lo cual no se conoce su profundidad y el alcance que tiene para la economía de un país, ya que se cree que es algo externo a la población, sin embargo, lo que no se sabe, es que parte de los ahorros, las pensiones de las personas adultas y de las familias, están dirigidas a las inversiones en este mercado, es decir, la población es un actor indirectamente involucrado en este mercado.

Por dicho desconocimiento y la falta de apropiación de las familias colombianas y de las empresas, es que el gobierno se vio en la necesidad de buscar un camino para solucionar los problemas del mercado de capitales en Colombia, por lo cual, se creó la Segunda Misión del Mercado de Capitales en el 2018, y desde la academia se requiere buscar una necesidad a la problemática que se planteó como un aumento del número de compañías y sectores en el mercado de capitales, para así atraer a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros.

Una solución por la que han optado varios países haciendo frente a esta problemática, ha sido la implementación de un modelo que ha salido de los paradigmas típicos de inversión en el sector inmobiliario estadounidense, este modelo es el REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT), el cual tiene ciertas bondades que otros vehículos no poseen, como; liquidez, una alta rentabilidad / riesgo considerable frente a lo que usualmente el inversionista está acostumbrado. Y además de ello es un modelo que ha dinamizado cerca de 39 economías que ya lo han adoptado.

Por esto, se realizará un análisis riguroso de la situación actual de la Bolsa de Valores de Colombia para conocer el contexto en el cual se propondrá la implementación del modelo REIT, seguido de esto, se indagará acerca del REIT estadounidense como casa matriz del modelo, con un análisis estructural del comportamiento de los diferentes REIT.

Conociendo su contexto, inicio y avances del REIT se hará una propuesta, luego de conocer los vehículos que Colombia tiene actualmente en el mercado y compararlos con el modelo REIT, con el fin de analizar si posible viabilizarlo o no en el país. Con la premisa que el inversionista es el agente más importante del mercado.

OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL

Proponer un nuevo vehículo de inversión inmobiliaria con las características que componen un Real Estate Investment Trust (REIT), que se negocie en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Exponer el contexto actual de la Bolsa de Valores de Colombia.
2. Analizar la evolución del REIT en la Bolsa de Valores de Estados Unidos, frente a otros activos financieros.
3. Comparar el modelo REIT, frente a los otros vehículos de inversión inmobiliaria existentes en Colombia.
4. Proponer la implementación del modelo REIT en el mercado de valores de Colombia.

1. MARCO REFERENCIAL

El presente capítulo tiene como fin exponer la base teórica y conceptual que será la base para el desarrollo del trabajo, se expondrán posiciones sobre la diversificación en los portafolios, rentabilidad, distribución de capital, comportamiento de mercados y comportamiento de los inversionistas entre otros. Adicionalmente, se analizarán los diferentes conceptos con el fin de facilitar la comprensión del texto por parte del lector.

1.1 MARCO TEÓRICO

El mercado de capitales, es uno de los mercados más diversos del mundo por su composición y funcionamiento, ya que existe una gama gigantesca de posibilidades de inversión, si observamos todas las opciones de los mercados de cada nación. Esto, ha conducido, a que las personas con pequeños y grandes capitales para invertir busquen las mejores alternativas para dejar su dinero, alternativas, que generen no solo confianza, si no generen rentabilidades aceptables, por lo cual se habla de eficiencia de la inversión en este mercado.

El economista y Premio Nobel de Economía Harry Markowitz, debe estar compuesta por un “conjunto de portafolios conformados por todas las combinaciones de riesgo-rendimiento que se pueden obtener entre los diversos activos que hacen parte del mismo y que ofrecen el rendimiento esperado más alto para cualquier nivel de riesgo dado”¹, para lo cual, creó un modelo basado en la diversificación, enfocado en la búsqueda de una rentabilidad aceptable, tomando como referente no solo la rentabilidad, si no el riesgo de la inversión, la primera, vista desde un largo plazo, y la segunda hacia un corto plazo. Esto se debe hacer con respecto a los rendimientos esperados de dicha acción, su desviación estándar, con la cual se observa el riesgo de la volatilidad.

Dicha rentabilidad solo se puede justificar de forma cuantitativa, la cual se realiza bajo una comparación, determinando cual así en gran parte el costo de oportunidad que el inversionista tendrá, es así, que el estadounidense William Sharpe diseñó un ratio (índice), el cual consiste, en estudiar la rentabilidad a través de la relación entre la rentabilidad y desviación estándar (volatilidad histórica), de un fondo de inversión. el cual es utilizado para realizar la comparación entre diferentes índices, para observar cuál de ellos tiene una rentabilidad mayor, y cuál ha sido su volatilidad en un determinado periodo².

¹ SMITH, Ricardo. Decisiones con múltiples objetivos e incertidumbre. Citado por, BETANCOUR, Katherine. GARCIA, Carlos. LOZANO, Viviana. Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero, Bogotá, 2013, p. 2. Disponible en: http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/Vol1_2013_teoría_Markowitz.pdf

² SELF BANK. Fondos de Inversión [en línea]. ¿Qué es el ratio de Sharpe?, párr.1-3. [Consultado: 02 de mayo de 2019]. Disponible en: <https://www.selfbank.es/centro-de-ayuda/fondos-de-inversion/que-es-el-ratio-de-sharpe>

Sin embargo, la distribución del capital de un inversionista, no solo puede verse en función del riesgo y la rentabilidad, por lo cual nace el modelo de valoración del precio de los activos financieros (CAPM), por el cual se realiza la distinción entre el riesgo sistemático (volatilidad generada por el inversionista), y el riesgo específico, el cual nació de la teoría de la selección de portafolio de Markowitz³.

Dicha elección, se puede realizar con diferentes métodos, como se mencionó, el ratio de Sharpe, nos puede ayudar a entender que la rentabilidad de un fondo no se puede determinar solo tomando en cuenta su rentabilidad total, si no la volatilidad de dicho fondo, comparando esta rentabilidad con el riesgo que de inversión, así, se determinara la rentabilidad por cada unidad de riesgo en comparación con otra rentabilidad las la rentabilidad .Con lo cual según William Sharpe se demostrará la verdadera rentabilidad de los diferentes fondos de inversión.

Robert Shiller, realizó un estudio profundo acerca del comportamiento de los mercados, basado en las finanzas de comportamiento, manifestando que, la “racionalidad de los individuos no es sistemática”⁴, trastocando la hipótesis de riesgo de William Sharpe. Shiller, para hacer hincapié en esta explicación, diseñó un índice enfocado al estudio del sector inmobiliario, como otro tipo de activo financiero, demostrando que el riesgo, se encontraba en el comportamiento del mercado, basado en el precio de los bienes inmuebles en Estados Unidos, conocido como (case-Shiller), el cual consiste en tomar las áreas más pobladas de Estados Unidos y observar el precio de los bienes raíces residenciales⁵.

Estas investigaciones son relativamente nuevas, pues, se han desarrollado bajo el contexto de un mercado de capitales contemporáneo, donde las crisis globales se divisaban a través de los comportamientos de los mercados, sin embargo, es impreciso asegurar que esta visión de mercado siempre se ha utilizado, pues como sabemos, la bolsa en términos globales, ha sufrido diferentes cambios, tanto estructurales, como cambios en su importancia, pues queda demostrado que este mecanismo de inversión toma fuerza después de la primera guerra mundial, al entenderse, que no solo era para la negociación de bonos libertad, sino como lo expresó Charles Mitchell, es un mecanismo nuevo de inversión, para que las personas cambiaran bonos por acciones.

Las inversiones se han visto desde el punto de vista de la rentabilidad, la cual, ha dependido en gran medida de las tasas de intereses que se paguen por dichas

³ FORERO ACOSTA, Claudia Marcela. Medición y análisis del desempeño de los fondos de inversión colectiva en Colombia [en línea]. Magister en Administración. Bogotá, Colombia Universidad Nacional de Colombia Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Administración de Empresas y Contaduría Pública, 2015. P. 10. [Consultado:02 de mayo de 2019]. Disponible en: <http://bdigital.unal.edu.co/46670/1/2869141.2015.pdf>

⁴ RTVE.es, Fama, Hansen y Shiller, Nobel de Economía por sus estudios sobre comportamiento de mercados [en línea]. Shiller, el economista que avisó de la burbuja inmobiliaria. [14 de octubre de 2013]. Párr. 2. [Consultado: 05 de mayo de 2019]. Disponible en: <http://www.rtve.es/noticias/20131014/fama-hansen-shiller-ganan-nobel-economia-teorias-sobre-precio-acciones/764320.shtml>

⁵ S&P DOW JONES ÍNDICES. Real Estate [En línea]. S&P Core Logic Case-Shiller Home Price Indices. [febrero de 2018]. Párr. 1. [Consultado: 06 de mayo de 2019]. Disponible en: <https://www.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>

inversiones, así lo explica John Maynard Keynes cuando manifestó que “ la escala de inversión depende de la relación entre la tasa de interés y la curva de eficiencia marginal del capital correspondiente a diversas escalas e inversión corriente, en tanto que la eficiencia marginal del capital depende de la relación entre el precio de la oferta de un bien de capital y su rendimiento probable”⁶.

Keynes manifiesta que el movimiento de los mercados está sujeto a las decisiones de que los grandes inversionistas toman, teniendo en cuenta todos los sucesos que puedan afectar los precios, es decir toman sus decisiones con un alto grado de racionalidad. Como dichos inversionistas tienen un poder bastante elevado en los mercados, cualquier movimiento que ellos hagan afectará la estabilidad de los precios, sin embargo, manifiesta que, la grande masa, ve estos cambios con cierto temor, desembocado en una cadena de especulación, bajo la cual toman en realidad sus verdaderas decisiones.

Esta es una de las formas de explicar la conformación de un mercado de valores, el cual dependería en sí, del comportamiento de los individuos que participan, y que no toman decisiones corporativas, pero que si toman las decisiones de inversión⁷.

En estas últimas décadas se ha estudiado más a fondo el comportamiento de los inversionistas los cuales suelen tomar decisiones racionales partiendo del paradigma clásico de la teoría financiera. En la teoría de mercados eficientes se propone que los mercados compuestos por inversionistas que son racionales y están bien informados se les facilita la toma de decisiones y de ahí se puede derivar el verdadero valor de los activos. Cuando el mercado sufre cambios, las decisiones tienden a cambiar en el mundo de los negocios, ya que en un inicio pueden parecer buenas, pero resultar fatales o viceversa.

Sin embargo, no se puede hablar de la percepción del inversionista sin entender cómo y de qué depende su comportamiento, es así, que en los años 1990, el Psicólogo y Premio Nobel de Economía Daniel Kahneman analizó la racionalidad de los individuos a la hora de la toma de sus decisiones económicas.

Para dicho análisis, los investigadores se centran en la particularidad de que los individuos económicos, esperan lograr la mayor maximización de su utilidad, sin internarse en el estudio de todos los sucesos que los puedan afectar. De esta manera Daniel Kahneman conforma la teoría de las perspectivas, enfatizando en la hipótesis que la toma de decisiones bajo incertidumbre, no generan una respuesta acertada, puesto que el individuo busca una inversión segura, sin tener en cuenta su rentabilidad por su nivel de riesgo. Esto implica que el individuo espera reducir pérdidas antes de buscar una maximización en su utilidad.

⁶ MAYNARD KEYNES, John. TEORÍA GENERAL DE LA OCUPACIÓN, EL INTERÉS Y EL DINERO. En: EL ESTADO DE LAS EXPECTATIVAS A LARGO PLAZO, 2003. p. 157.

⁷ MAYNARD KEYNES, John. Ibip., p. 157.

1.2 MARCO CONCEPTUAL

En este componente se pretende definir los conceptos que se utilizan a lo largo del presente trabajo, adaptando las definiciones e interpretaciones para que el lector tenga un mayor entendimiento de los conceptos presentados en el cuerpo del trabajo.

1.2.1 REIT. Son “fideicomisos de inversión en bienes raíces, es decir; existen compañías que poseen o financian bienes raíces, los cuales generan ingresos en una variedad de sectores inmobiliarios. Dichas empresas tienen que cumplir una serie de requisitos para ser clasificadas como REIT. La mayoría de REIT se negocian en las principales bolsas de valores y ofrecen una serie de beneficios a los inversores”⁸. Cabe resaltar que esto varía dependiendo del país, en el caso de Colombia la figura de REIT no está legalmente conformada.

1.2.2 Diversificación. Para Betancourt, García y Lozano, implica poder invertir en más de un activo, esto con el fin de poder reducir el nivel de riesgo de una compañía por diversos factores, los cuales están asociados a la inversión en un solo activo⁹. Así mismo para el inversionista representa una compensación en caso de pérdida una vez se ha invertido en algún otro activo, por eso para MARKOWITZ esto permite determinar una frontera eficiente combinando riesgo y rendimientos para poder determinar una utilidad en los portafolios que pueden formarse.

1.2.3 Portafolio. Según la UNAM, se habla de este, cuando existe una selección de documentos que están cotizando en el mercado bursátil, en donde personas o empresas pueden colocar o invertir su dinero¹⁰, usualmente el mercado bursátil en Colombia no es muy amplio ya que los portafolios de inversión están compuestos en su gran mayoría por una variedad de acciones, por su liquidez y manera de transar las hace más atractivas, sin embargo, de acuerdo con el perfil del inversionista es más riesgoso querer asumir una ganancia o pérdida por este medio.

1.2.4 Liquidez. Menger la define como la facilidad de intercambiar mercancías, asimismo señala que no todos los bienes presentan la misma liquidez. Hay bienes o mercancías que se venden con mayor o menor facilidad que otros, lo que permite desprenderse de los en cualquier momento¹¹. Lo que necesita el inversionista es poder generar rendimientos constantes, por esto las acciones son tan atractivas para los perfiles arriesgados, cabe resaltar que la ventaja del mercado bursátil es

⁸ REIT, REIT. What a reit? [en línea]. Reit. Párrafo 1. [Consultado: 5 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/what-reit>

⁹ BETANCOURT, Katherine; GARCIA, Carlos y LOZANO, Viviana. Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero.2013 p 4. [En línea]: http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/Vol1_2013_teoría_Markowitz.pdf

¹⁰ UNAM FACULTAD DE ECONOMÍA. Análisis de riesgo y portafolios de inversión. P 4. [En línea]. [Consultado:05 de marzo de 2019]. Disponible en: <http://www.economia.unam.mx/profesores/blopez/Riesgo-Pres4.pdf>

¹¹ XOANDELUGO.ORG. Carl Menger. Segunda parte. Disponible en: https://xoandelugo.org/carl-menger-1840-1921-segunda-parte-por-oscar-rodriguez-carreiro/#_ednref3

que si se quieren vender las acciones puede hacerse sin ningún inconveniente puesto que no hay un tiempo determinado de permanencia.

1.2.5 Rentabilidad. Sánchez ve que proporciona una serie de beneficios que es terminada por una inversión u operación que genere rendimientos, esto se ha ido empleando por medio de ratios que tiene la finalidad de poder analizar la capacidad que se tiene para generar resultados, comparando las medidas que genera con las medidas de dimensión¹². Esto con el fin de poder emplearlos en el estudio de ganancia o pérdida de un portafolio o un REIT, lo que genera mayor credibilidad a la hora de seleccionar la opción más viable, ya que como se sabe no todas las personas se sienten a gusto asumiendo un riesgo, pues esto genera incertidumbre y hay freno a la hora de invertir.

1.2.6 Riesgo. Para Markowitz hace referencia en gran medida al grado de incertidumbre que puede producir una inversión, para su teoría de cartera se basa en que el inversionista se caracteriza por el grado de aversión al riesgo que es genera. Los 3 tipos de inversores que tienen aversión al riesgo son; los que invierten con un bajo riesgo, aquellos que tienen a asumir mayor riesgo en la inversión y los que tienen indiferencia frente a riesgo¹³.

1.3 ESTADO DEL ARTE

Los siguientes son algunos documentos referentes la inversión inmobiliaria, un poco de contexto sobre la Bolsa de Valores de Colombia en este siglo, los REIT en el ámbito internacional y la iniciativa en el país sobre estos activos y el sector inmobiliario entre estos.

1.3.1 La Bolsa en Colombia en el siglo XXI. El economista Andrés Moreno realizó una investigación de la situación de la Bolsa de Valores de Colombia con respecto a las demás Bolsas de Valores de la región, mostrando la disminución de emisores y la visión del inversionista, aclarando, que el mercado bursátil colombiano participación de muchas compañías, incluso son contadas las que tienen la representación más grande en la Bolsa, por lo que asegura, que si llegase a caer una de estas, se afectará en gran parte al mercado de capitales colombiano.

Uno de los principales problemas que presenta el mercado de valores de Colombia es la falta de emisores y el desconocimiento por parte de las empresas emisoras sobre la situación de los inversionistas en cuanto a quienes son los accionistas principales, y en algunas situaciones desconocen quienes son los propietarios de sus compañías, y a su vez, dichos propietarios ni siquiera saben o se interesan por su participación en el mercado.

¹² SÁNCHEZ, Amparo. La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes (*). Departamento de Economía financiera y contabilidad de la Universidad de Extremadura (marzo de 1994). [Consultado: 12 de mayo de 2019] PP 161.

¹³ LOPEZ, Cristian. MERCADO DE CAPITALES Y GESTIÓN DE CARTERA [En línea]. [Consultado: 12 de mayo de 2019], Disponible en: http://marcelodelfino.net/files/Teora_de_la_Cartera.pdf

1.3.2 Inversión Inmobiliaria: ¡queremos que suceda aquí!. Estudio de los capitales de inversión de los fondos de pensión obligatorios y voluntarios; de los cuales, el obligatorio para el año 2016 contaban con 191 billones de pesos para su administración, del cual tan solo el 0,56% se había destinado a la inversión de activos inmobiliarios, demostrando que las inversiones locales no son lo suficientemente atractivas para los inversionistas. En Colombia, las principales inversiones se realizan en pequeños productos, con la característica de que no impacten el capital de los inversionistas, los portafolios de los comisionistas de bolsa y los fondos de pensión. Esto ha sucedido por la facilidad y las ventajas que tienen los vehículos de inversión inmobiliaria del exterior, generando la obligación de crear nuevos vehículos de inversión inmobiliaria local, a través del separamiento de los regímenes de inversión y nuevos incentivos institucionales¹⁴.

1.3.3 Nace el Primer REIT en Colombia. Los REITs son vehículos de inversión inmobiliarios creados en Estados Unidos y adoptados por más de 20 países. Por la diversificación que les ha dado a los diferentes sectores inmobiliarios y por la generación de valorización de este mercado. A nivel latinoamericano países como México, Venezuela, Chile y Brasil, ya cuentan con inmobiliarias cotizando en bolsa, con grandes rendimientos, con una gran valorización activos y alta bursatilidad. Las principales ventajas de los REITs ha sido la diversificación de las inversiones, el bajo riesgo de contraparte de los arrendatarios, de los cuales proviene la principal rentabilidad del REIT, convirtiéndose en activos de poca liquidez, pero de gran confiabilidad por su cotización en bolsa. Así, se creó la iniciativa del PEI (Patrimonio Estratégico Inmobiliario), el cual es el primer vehículo de inversión inmobiliaria en Colombia con las características de un REIT ¹⁵.

1.3.4 REITS Multifamiliares: La Oportunidad de Colombia de Atraer Capital Extranjero. El potencial de la propiedad inmobiliaria en Colombia se desconoce, ya que esta demanda no se encuentra aún satisfecha, pues el acceso a la compra de vivienda y terrenos no está dado por el ingreso promedio de los colombianos. Colombia tiene la capacidad para la creación de más bienes inmuebles, aprovechando la coyuntura económica por la que pasa el país, teniendo como base el crecimiento al acceso a la vivienda por efectos de la facilidad de los préstamos a fines del siglo XX, el cual terminó a partir del año 2005 por cambios en las políticas públicas relacionadas con la finca raíz. Por lo cual se creó la necesidad de un nuevo incentivo de apalancamiento del sector inmobiliario y una nueva forma de invertir para los ciudadanos, tomando el caso exitoso de los REITS en EEUU. teniendo en

¹⁴ DIAZ TRUJILLO, Fernanda. Inversión Inmobiliaria: ¡queremos que suceda aquí! [en línea]. Grupo Bancolombia (9 de mayo de 2017). [consultado: 18 de febrero de 2019], Disponible en: <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/inversion-inmobiliaria-queremos-que-suced-a-aqui>

¹⁵ BRIGARD & URRUTIA, ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS. Nace el Primer REIT en Colombia. [en línea]. (2007). [consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: http://bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

cuenta las ventajas de este vehículo de inversión apartado del significado de una acción ordinaria. Con muchos retos por atravesar para su implementación¹⁶.

1.3.5 Estructura para la Operación y la Administración de Negocios Inmobiliarios. Caso: Grupo Argos S.A. La necesidad de la administración de nuevos fondos de inversión por parte de una cementera enfocada a la destinación de recursos del sector inmobiliario, teniendo como referente los dos modelos más acertados hacia las características de un REIT estadounidense, analizando el comportamiento de los diferentes Reits, determinando la diferencia entre un posible Reit colombiano y uno estadounidense, desde el factor legal. Uso del modelo Ratio de Sharpe, y las disposiciones legales y la conformación de la gestión de los recursos para la inversión¹⁷.

1.3.6 Mercado Inmobiliario Internacional: El Caso de los REITs. Los ciclos económicos suelen estar determinados por el mercado inmobiliario, por ende, un cambio en los hogares afecta en buena medida la sostenibilidad de la relación que existe entre su principal activo y su principal obligación (vivienda – deuda hipotecaria). Los ciclos hipotecarios tienden a ser marcados por grandes auges, en donde la gente tiende a sobre endeudarse y con ello grandes desvalorizaciones, por eso mucha gente pierde su vivienda.

Los REITS cuentan con un instrumental financiero diversificado para poder enfrentar los ciclos económicos, su característica principal es que ejercen un buen criterio a la hora de invertir en el sector inmobiliario. El auge de los REITS fue alrededor de los años 70 en Estados Unidos, muchos enlistados en bolsa y otros que operan como Fondos de Capital Privado (FCPs), estos invierten generalmente en inmuebles no residenciales, sus principales muebles son el área de la salud, centros comerciales y oficinas para 2009.

A través del Decreto 2175 de 2007 se permitió la creación de las Carteras Colectivas, los cuales permiten diversos instrumentos de inversión, incluyendo específicamente las carteras colectivas inmobiliarias, existen potenciales demandantes de dichos REITs locales son; las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs)¹⁸.

1.3.7 Ciclos Económicos y Fondos Inmobiliarios (REITs – FICIS). El auge hipotecario a nivel global resalta la diversificación de los portafolios asociados a los mercados hipotecarios, donde los REITs juegan un papel central. Estos vehículos de

¹⁶ BRITO, J. (2018). REITs Multifamiliares: Oportunidad de Colombia para Atraer Capital Extranjero. Cornell Real Estate Review, 16(1).62-71. Disponible en: <https://scholarship.sha.cornell.edu/crer/vol16/iss1/18/>

¹⁷ GONZÁLEZ GARCÉS, Simón. Estructura para la Operación y la Administración de Negocios Inmobiliarios. Caso: Grupo Argos S.A. [en línea]. Trabajo de grado para optar al título de Ingeniero Administrador. Escuela de Ingeniería de Antioquia. Facultad de Ingeniería Administrativa. 2014.[Consultado: 19 de febrero de 2019]. Disponible en: https://repository.eia.edu.co/bitstream/11190/1700/1/GonzalezSimon_2014_EstructuraOperacionAdministracion.pdf

¹⁸ CLAVIJO, Sergio. Mercado inmobiliario internacional: El caso de los REITS [en línea]. Deceval (15 de abril de 2010). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2010/Enfoque42-10.pdf

inversión que manejan toda una gama de activos inmobiliarios (con variantes hipotecarias, comerciales, industriales, entre otras). A pesar de las crisis que se han generado alrededor del mundo frente a la situación hipotecaria, en Colombia, se generó una burbuja hipotecaria (no apalancada) lo que implica valorizaciones del 44%, donde se ve un incremento más moderado durante 2014-2017, luego del colapso de los precios del petróleo, desde allí se vio la importancia de la diversificación de los portafolios.

En Colombia las inversiones en mercado de capitales subyacen en; “fondos de inversión colectiva inmobiliaria”, “fondos de capital privado” y “titularizaciones”, sin embargo, ninguno de estos tres cumple con todos los requisitos que debería para ser un REIT. Desde 1990 los FICIs vienen operando bajo la figura de patrimonios autónomos¹⁹.

1.3.8 Modelo Financiero de Portafolios Inmobiliarios para los Pequeños Inversionistas. Los REITs son un vehículo a través de un grupo de inversionistas que en un fondo común se de la administración, inversión y desarrollo de distintos tipos de activos inmobiliarios. Este tipo de negocios crecen por medio la adquisición de nuevas propiedades mediante deuda apoyada en los ingresos de las propiedades en el cobro del canon de arrendamiento, además de la valorización de los inmuebles que se adquieren y la valorización de sus participaciones en el mercado de valores.

Los grandes portafolios inmobiliarios generalmente realizan sus inversiones en sedes corporativas, centros comerciales, entre otras, dado por la facilidad que estos tienen al momento del arrendamiento frente a un potencial cliente, mientras que la vivienda se vuelve más complicado, estos portafolios permiten a las inversionistas que iniciaron con el ahorro poder comprar una vivienda con los recursos que tienen, además de la ventaja que se le da adquirir el inmueble a precio que se compró inicialmente contribuyendo en un impacto social para las personas que no tiene vivienda propia²⁰.

1.3.9 La Vivienda en Colombia: Sus Determinantes Socio-Económicos y Financieros. El mercado hipotecario en Colombia y su relación con los principales determinantes que se encuentran a nivel internacional. Examinar la cadena productiva y obtener un mejor entendimiento de las estadísticas “vitales” del sector vivienda y su relación con las condiciones crediticias. Se presenta también un modelo simultáneo tendiente a explicar los ciclos de precios hipotecarios en Colombia durante el periodo 1990-2003. Siendo que la demanda, se encuentra que el metraje construido es bastante elástico al ingreso laboral de los hogares y al precio de la vivienda nueva, así como a la tasa de interés real. Por el lado de la

¹⁹ CLAVIJO, Sergio. CICLOS ECONÓMICOS Y FONDOS INMOBILIARIOS (REITS - FICIS) [en línea]. Deceval (noviembre de 2017). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2017/enfoque-94-17.pdf

²⁰ GONZÁLEZ PARRA, Giovanni Alfredo y PULIDO OCAMPO, Johan Ricardo. Modelo financiero de portafolios inmobiliarios para los pequeños inversionistas [en línea]. Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA (octubre de 2015). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: <https://repository.cesa.edu.co/handle/10726/1087>

oferta, se observó una elasticidad alta a los costos de construcción y un efecto riqueza moderado. Proporciona una visión de conjunto del mercado hipotecario en Colombia y su relación con los principales determinantes que se encuentran en el ámbito internacional. Apuntan a examinar la cadena productiva y a obtener un mejor entendimiento de las estadísticas “vitales” del sector vivienda y su relación con las condiciones crediticias²¹.

1.3.10 Estimación del Beta para el Sector Inmobiliario a partir del Desempeño de Fondos de Inversión Inmobiliaria en Colombia. La creación de fondos de inversión inmobiliaria en Colombia ha abierto posibilidades de diversificación de portafolio a agentes que deseen invertir en el sector inmobiliario sin tener que comprar y administrar finca raíz de forma directa. El comportamiento de estos fondos ha mostrado una rentabilidad promedio superior y una volatilidad menor que la del mercado durante los últimos años. el modelo de valoración de activos de capital (CAPM) y estima varios modelos autorregresivos y de heterocedasticidad condicional, con el fin de calcular el beta de estos fondos como una aproximación a la sensibilidad al riesgo sistemático del sector inmobiliario. Los resultados de las estimaciones muestran que el nivel de riesgo del sector inmobiliario se encuentra muy por debajo del riesgo de mercado, lo cual sugiere que los proyectos inmobiliarios tienen un costo de capital mucho menor que el de determinados proyectos en otros sectores²².

²¹ CLAVIJO, Sergio, JANNA, Michel y MUÑOZ, Santiago. LA VIVIENDA EN COLOMBIA: Sus Determinantes Socio-Económicos y Financieros [en línea]. Banco de la república (agosto de 2004). [Consultado: 18 de febrero de 2019], Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/pdfs/borra300.pdf>

²² SANTANA, Leonardo. ESTIMACIÓN DEL BETA PARA EL SECTOR INMOBILIARIO A PARTIR DEL DESEMPEÑO DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN COLOMBIA [en línea]. Scielo (junio de 2015). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2248-60462015000100004&lng=en&nrm=iso&tlng=es

2. CONTEXTO ACTUAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

A continuación, se dará a conocer el contexto de la Bolsa de Valores de Colombia a 2019, su historia, puesto que ha tenido una evolución enorme en materia de funcionamiento y compañías pertenecientes a esta, también un barrido de las compañías que hacen y han hecho parte del mercado de valores en el país, los mercados intermediado y no intermediado, las generalidades de la renta fija y la renta variable, esto con el fin de mostrar al lector del potencial que tiene Colombia en el mercado bursátil.

Cuando se habla de inversión en el mercado de valores, usualmente se asocia con acciones y su alto riesgo, ya que presentan una volatilidad enorme frente a otros activos de inversión, asimismo uno de los problemas que tiene el mercado bursátil en Colombia es la baja cantidad de compañías que están listadas en bolsa o la poca diversificación que hay en el mercado, generando que los inversionistas prefieran activos más seguros o inclusive busquen otras alternativas distintas a las que ofrece este mercado.

2.1 ANTECEDENTES

Colombia es un país caracterizado por sufrir grandes cambios a lo largo de la historia, como lo fue el siglo XX, el cual se identificó, por una expansión gigantesca de la industria, a partir de la acumulación de capitales de pequeñas compañías como Bavaria, Coltejer, Fabricato, Compañía Nacional de Chocolates, etc. Las cuales carecían de mayor financiación para generar competitividad en sus procesos productivos. Para 1923 esta necesidad se vio latente ya en una modificación estructural del sistema financiero, lo que incentivó a las empresas a refugiarse en el mercado de capitales como una opción de financiación a largo plazo.

En 1928, nace la Bolsa de Bogotá, con el fin de facilitar una vía para acceder a la financiación para las primeras empresas industrializadas, que aspiraban a emprender en un entorno económico de carácter agrícola y comercial, con limitantes externas como la “Gran Depresión” la cual afectó la solidez económica del sector bursátil, volviendo a la normalidad a nivel de precios en el año 1932.

En 1929 se dio la primera rueda de acciones en la Bolsa de Bogotá, donde se contaba con 25 sociedades, mercantiles, bancos, empresas de servicios financieros y empresas manufactureras, comerciales y de servicios, algunas compañías que hicieron parte de esto fueron; Banco de Bogotá, Banco de Colombia, Banco Alemán Antioqueño, Cine Colombia, Compañía Colombiana de Tabaco, Compañía Colombiana de Seguros, Empresas Unidas de Energía Eléctrica, Scadta y la Unión Colombiana de Petróleos, años más tarde ingresaron empresas a la bolsa como; Bavaria, Fabricato, Coltejer, Banco Ganadero y Acerías Paz del Río, Grupo Aval, ISA y Ecopetrol.

La Gran Depresión tuvo efectos negativos en la Bolsa de Bogotá la cual había sido inaugurada recientemente, pero para 1932 a pesar de las consecuencias

económicas que se habían vivido a nivel mundial, se logró consolidar la bolsa local. La Bolsa de Colombia se creó en 1934 para hacerle competencia a la Bolsa de Bogotá, las cuales tuvieron una fuerte rivalidad, sin embargo, para 1935 se fusionaron ambas compañías y comenzó la nueva Bolsa de Bogotá. En 1961 fue fundada la Bolsa de Medellín y para 1983 la Bolsa de Occidente de Cali.

Ilustración 1. Tercera sede oficial de Bolsa de Bogotá



Fuente: LA REPÚBLICA. Fotografía histórica de la tercera sede oficial de Bolsa de Bogotá. Edificio Florian en la esquina de la calle 8 con carrera 8 de la capital. Aquí operó entre 1935 y 1938 [imagen]. La Bolsa de Valores local inició con un capital de \$20.000 hace 90 años. Bogotá. Disponible en internet: <https://www.larepublica.co/especiales/90-anos-de-la-bolsa-de-valores-de-colombia/la-bolsa-de-valores-local-inicio-con-un-capital-de-20000-hace-90-anos-2856033>

En 1935 entró en funcionamiento después de 7 años la Bolsa de Bogotá, con el cumplimiento de las expectativas de los inversionistas que negociaron las primeras acciones; 3 años más tarde, la bolsa pasaba por una nueva etapa²³, pues el principal producto de exportación de Colombia, el café, sobrepasaba la crisis de los precios internacionales de 1929 y 1931, aumentando la participación en el mercado mundial

²³ MONTOYA, A y N. Roa. Evolución, análisis y perspectiva del mercado accionario como opción de inversión 1950-1999. Citado por: BARRIOS, Franc y BELTRAN, Alberto. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO: UN ENFOQUE EN EL MERCADO ACCIONARIO Y SUS EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO A PARTIR DE 1990 HASTA 2006. [en línea]. [Consultado: 26 de febrero de 2019]. Disponible en: <http://repository.lasalle.edu.co/bitstream/handle/10185/11706/10011208.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

pasando de 10% en 1930 a 16% en 1938²⁴, lo cual generó un aumento de la actividad bursátil como consecuencia de buenas decisiones estatales.

Uno de los escándalos financieros más históricos se desarrolló en 1980, con la quiebra del Grupo Grancolombiano, que era uno de los emporios económicos más grandes de Colombia, esto trajo consigo denuncias sobre irregularidades a través de fondos de inversión, préstamos a los miembros del Grupo con recursos de los ahorradores, supuestas entidades financieras de papel y operaciones especulativas para adquirir empresas como; Compañía Nacional de Chocolates, lo que se conoce como Nutresa. Sin embargo, las decisiones de política no impulsaron las actividades económicas y comerciales de los años 50, por lo cual, se generó un incremento de la participación de la banca para la financiación de los mercados, retrasando el dinamismo del mercado bursátil, lo cual se demostró en la caída de la participación de las acciones desde 1945, donde pasó de un 69% a un 53.9% en 1960.

En 1961, inicia operaciones la Bolsa de Valores de Medellín, bajo un contexto de fomento empresarial e industrial, relacionado directamente con el sector cafetero, atribuyéndole la primera diversificación del mercado bursátil en Colombia. Ya en 1980, la preferencia se encontraba en el endeudamiento ofrecido por la banca, debido al tratamiento fiscal que se le dio a la inversión por acciones, pues el rendimiento real de las acciones pasó de un 11.66% entre 1950 y 1978, a un rendimiento del 7.71%. Aunque el volumen accionario aumentó de 29 millones a 48 millones en 1980, no hubo una disminución de la participación de la financiación a través de la banca²⁵.

Desde los inicios de la Bolsa de Bogotá y hasta septiembre de 1996, el mercado accionario se negociaba con el sistema de rueda a viva voz, lo que significa que los negociadores de valores anuncian verbalmente si se “compra” o se “vende” una acción, esto fue reemplazado por sistemas electrónicos de negociación. Anteriormente los títulos valores se entregaban por medio físico, sin embargo; para mediados de 1990 se creó el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL) para tener un seguimiento óptimo de las acciones de manera electrónica, donde eso sirvió para actualizar en base de datos información de cada uno de los accionistas, en donde se podría encontrar datos como: cédula, nombre completo, ciudad, dirección y teléfono de contacto.

En 1998, a pesar de que Colombia estaba pasando por una de las peores crisis económicas de su historia, tuvo un leve crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 0.6% y para 1999 tuvo una caída del -4,2%. Esta es considerada la peor caída a nivel histórico del Producto interno colombiano, en el cual, los sectores más afectados fueron: “la construcción con -24,33%, servicios de intermediación

²⁴ DINERO. Café. Generación de riqueza [en línea]. 17 de septiembre de 2004. [Consultado: 25 de febrero de 2019]. Disponible en: <https://www.dinero.com/edicion-impresa/especial-comercial/articulo/cafe-generacion-riqueza/24774>

²⁵ MONTOYA, A y N. Roa. Op, cit.

financiera -18,9% y la producción industrial manufacturación con -12,81%”²⁶, esto se generó porque el capital extranjero salió de economías emergentes como Colombia.

Para 1999 de las 120 empresas que cotizaban en bolsa, únicamente 14 contaban con gran liquidez, acorde con el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) calculado por la Superintendencia Financiera de Colombia, el resto de las acciones contaban con una liquidez mínima o nula. La suma de los 21 emisores con más liquidez y con mayor número de socios se aproximaban a los 125.000 inversionistas en el mercado accionario, en el cual, Bavaria era la compañía con el mayor porcentaje de inversionistas y liquidez.

Ilustración 2. Principales emisores de acciones del mercado accionario en Colombia en 1999 (con cerca de 125.000 inversionistas)

 BAVARIA Alta Bursatilidad 47.539 socios	 CORFINSURA Media Bursatilidad 3.667 socios	 VALLE Media Bursatilidad 1.054 socios
 BANCOLOMBIA Alta Bursatilidad 13.642 socios	 CEREALES Alta Bursatilidad 3.117 socios	 CPR Alta Bursatilidad 1.001 socios
 BANCO DE BOGOTÁ Alta Bursatilidad 12.562 socios	 Inverel Media Bursatilidad 2.894 socios	 CORIFINVALLE Media Bursatilidad 199 socios
 KELOGG Alta Bursatilidad 7.024 socios	 SURAMERICANA Alta Bursatilidad 2.557 socios	 BANCO LAXABERO Alta Bursatilidad N/A socios
 CIDEMILCO Alta Bursatilidad 6.910 socios	 CARULLA Media Bursatilidad 2.306 socios	 Fabricato Media Bursatilidad N/A socios
 COLTABACO Alta Bursatilidad 6.806 socios	 Interbolsa Alta Bursatilidad 1.500 socios	OTROS:
 UNILEVER Media Bursatilidad 5.372 socios	 EXITOS Alta Bursatilidad 1.482 socios	 Banco Superior
 Empresas y Grupos de Inversión Alta Bursatilidad 3.710 socios	 Banco de Occidente Media Bursatilidad 1.265 socios	 Tiberias
		 Coltejer

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Autor: @BrendaMoreno

Fuente: JARAMILLO MORENO, Andrés. la bolsa en Colombia en el siglo xxi. La evolución de los inversionistas y emisores de acciones de la bolsa en Colombia en los últimos 20 años (1999-2018). Colombia: Edición Kindle, 16 de noviembre de 2018. 146 p. [Consultado: 19 de julio de 2019]. Disponible: libro digital.

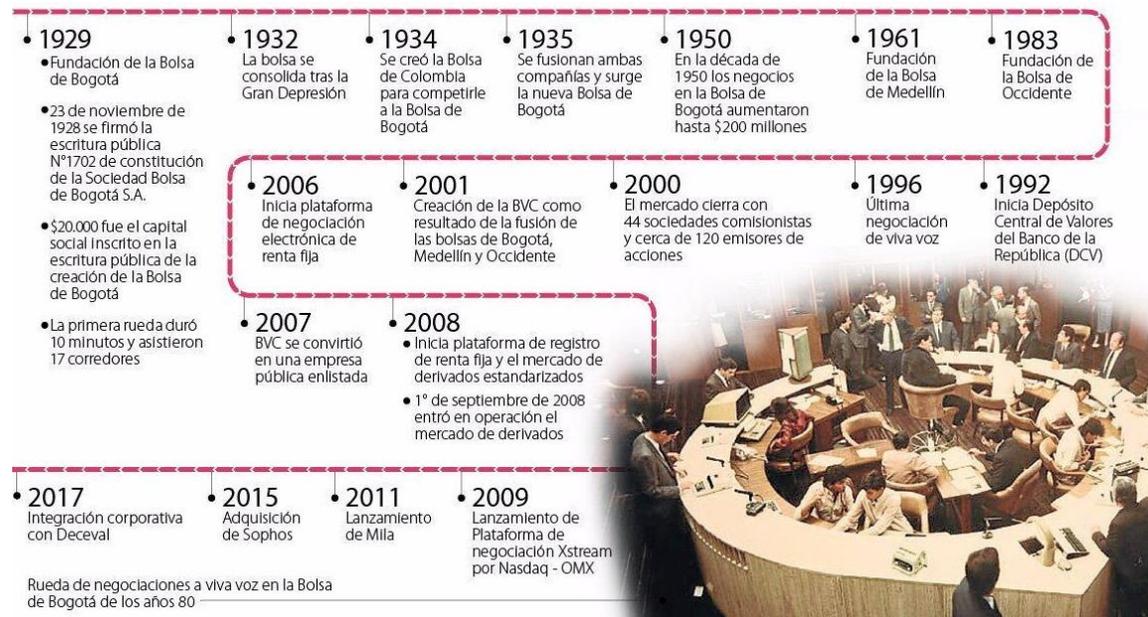
Para ese momento el mercado accionario era pequeño y se centraba en empresas del sector financiero, cemento y construcción, alimento y bebidas, tabaco, entre otros. Sin embargo, aún no había ningún emisor extranjero suscrito y empresas

²⁶ JARAMILLO MORENO, Andrés. LA BOLSA EN COLOMBIA EN EL SIGLO XXI. La evolución de los inversionistas y emisores de acciones de la bolsa en Colombia en los últimos 20 años (1999-2018). Colombia: Edición Kindle, 16 de noviembre de 2018. 146 p. [Consultado: 19 de julio de 2019]. p., 23. Disponible: libro digital.

como Grupo Empresarial Antioqueño y Grupo Aval estaban arrasando en el mercado²⁷.

Para el 03 de julio de 2001 se creó la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) luego de la fusión de las 3 entidades, todo apuntando al crecimiento, para finales del siglo XX la BVC contaba con 44 comisionistas de bolsa, 120 compañías que emitían acciones y cerca de 125.000 inversionistas en el mercado. Posteriormente de la unificación el mercado de valores tuvo ciertos cambios como la globalización de las economías mundiales, el acceso de tecnología al mercado, junto con la llegada de cientos de inversionistas extranjeros y un aumento de los ahorradores nacionales, crisis mundiales y fraudes que sobrepasaba las fronteras. Para junio del 2018 solamente eran 19 comisionista de bolsa activas, 68 compañías y cerca de 580.000 inversionistas²⁸.

Ilustración 3. Historia de la Bolsa de Valores en Colombia.



Fuente: BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. La Bolsa de Valores local inició con un capital de \$20.000 hace 90 años [imagen]. Disponible en internet: <https://www.larepublica.co/especiales/90-anos-de-la-bolsa-de-valores-de-colombia/la-bolsa-de-valores-local-inicio-con-un-capital-de-20000-hace-90-anos-2856033>

2.1.2 Necesidades del Mercado De Valores en una Economía. Toda economía necesita una forma de financiación para llevar a cabo con normalidad todos sus procesos. Independientemente, si se habla del sector público o el sector privado, de

²⁷Ibip., posición. 316.

²⁸Ibip., posición. 316.

esta manera, se entiende, que la BVC ha sido el mecanismo para conseguir dicha financiación. Con la interacción de los agentes superavitarios y los agentes deficitarios se conforma lo que se conoce como flujo de fondos, es decir, el paso de dinero de un lugar a otro, un ejemplo de ello, es el dinero destinado de las ganancias de las ventas de maquinaria, para el pago de los salarios de los trabajadores, el pago por efectos impositivos, el pago de dividendos a los inversionistas, etc.²⁹

Gracias a esta idea nace el mercado de valores, en el cual, aquellos agentes superavitarios colocan su dinero (dinero que debe generar rendimientos), y los agentes deficitarios (captan los recursos). Si bien, aunque existen muchas formas de apalancamiento, en muchas ocasiones, no son las más indicadas para acceder, pues las condiciones de mercado y las condiciones que ofrecen estos agentes, no son lo suficientemente prácticas para una empresa.

Grafica 1. Flujo de Fondos



Fuente: elaboración propia.

Los agentes superavitarios tienen como objetivo canalizar recursos de algunos agentes de la economía, estos a su vez captan el dinero y lo colocan nuevamente en el mercado a través de créditos en algunos casos, se hace con el fin de que las personas utilicen los fondos en actividades de producción o adquisición de bienes y

²⁹ FORNERO A., Ricardo. análisis financiero con información contable [En línea]. Fundamentos de Análisis Financiero. Universidad Nacional de CUYO. 2017, pág. 102-103. [Consultado: 05 de marzo de 2019]. Disponible en: https://www.academia.edu/35162347/Fundamentos_de_an%C3%A1lisis_financiero.

servicios, sin embargo; los agentes deficitarios demandan recursos para satisfacer sus faltantes de dinero.

2.1.3 Mercado Financiero. Es aquel mercado en el que se pueden comprar o vender activos financieros (valores o títulos)³⁰, como acciones y bonos. En los mercados financieros, los fondos se transfieren cuando una parte compra los activos financieros que antes tenía un individuo. Estos mercados facilitan el flujo de fondos y, por consiguiente, permiten el financiamiento y la inversión por parte de familias, empresas y dependencias gubernamentales. Las características más esenciales de los activos financieros son: liquidez, rentabilidad y riesgo.

2.2 MERCADO DE CAPITALLES

El mercado de capitales, es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario), los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión³¹.

Actualmente, la estructura del mercado de capitales se divide en 4 tipos de emisores:

- Las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.
- Entidades corporativas.
- Entidades sin ánimo de lucro.
- La nación y entidades públicas descentralizadas.

Esto ha imposibilitado una mirada atractiva para los inversionistas, pues las actividades comerciales e industriales de estas entidades en la mayoría de los casos, no se consideran llamativas para la obtención de dividendos y rendimientos para las inversiones³².

La historia del mercado de capitales, no solo ayuda a entender cómo y por qué está conformado de esta manera, si no que nos amplía la visión de la situación actual de nuestro mercado de valores, pues si partimos desde la creación de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), entendiendo que el mercado de capitales está

³⁰ Título valor: Documento el cual otorga un derecho (bien mueble) ya sea de pago o de cobro, el cual se puede transferir de una persona a otra, o de una empresa a una persona y viceversa. tiene como característica la facilitación de transmisión de dinero, y un instrumento de crédito de corto, mediano y largo plazo. (es un documento el cual otorga un derecho)

³¹ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Mercado de Capitales [En línea]. Preguntas Frecuentes. (Consultado: 08 de junio de 2019). Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Preguntas+Frecuentes>

³² BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, COLOMBIA CAPITAL, BRIGARD & URRUTIA. MÉNDEZ F, Carlos. guía del mercado de valores. 2014, p.33. [en línea]. [Consultado: 5 de marzo de 2019]. Disponible en: http://www.conozcalabvc.com/documentosShare/128_Guia_Mercado_de_Valores.pdf

relacionado directamente con el crecimiento de la economía, desde la mirada del corto, mediano y largo plazo, entenderemos el porqué del ahora y tal vez, explicara un comportamiento futuro.

Ilustración 4. Conformación del mercado de valores de Colombia



Fuente: BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, COLOMBIA CAPITAL, BRIGARD & URRUTIA. MÉNDEZ F, Carlos. guía del mercado de valores [imagen]. Disponible en internet: http://www.conozcalabvc.com/documentosShare/128_Guia_Mercado_de_Valores.pdf

2.2.1 Mercado Intermediado. Es uno de los mercados más importantes de financiación para las economías, puesto que, en este, existe la intervención de un intermediario, ya sea banco, compañías de financiamiento comercial, corporaciones financieras, etc.

Allí principalmente se recurre a establecimientos de crédito, los cuales captan sus recursos especialmente a través de los depósitos, para posteriormente colocarlos en el mercado, con un margen de ganancia de intermediación por haber facilitado el flujo de estos fondos, de esta manera se genera lo que se conoce como el spread financiero, el cual es la diferencia entre el margen de captación y el margen de colocación.

2.2.2 Mercado no intermediado. La Bolsa de Valores de Colombia S.A., es el operador principal del mercado de capitales de Colombia, ofreciendo, “soluciones y servicios de pre-negociación (servicios al emisor y emisiones), Negociación (acceso, transaccional y registro), Pos-negociación (compensación, liquidación, custodia y administración de valores)”³³, este mercado no intermediado se divide teniendo en cuenta la transferencia de los títulos valores:³⁴

³³ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, perfil [En línea]. La Bolsa de Valores de Colombia S.A. es una sociedad anónima domiciliada en Bogotá, Colombia, aliado estratégico del sector financiero y bursátil. [Consultado: 15 de junio de 2019]. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC>

³⁴ Ibid., par. 1

- Mercado Primario: espacio en el cual se realizan transacciones de valores directamente entre el emisor y el inversionista, es decir cuando se realizan las primeras emisiones.
- Mercado Secundario: es el mercado en el cual, los inversionistas que adquirieron los valores directamente de la compañía los negocian con otros inversionistas, es decir, la transacción entre inversionistas. En este mercado se les da liquidez a los títulos ya emitidos en el mercado primario.

Así entendemos que la BVC es un mercado financiero, en la cual se negocia actualmente:

1. Títulos de renta variable – Acciones - Bonos obligatoriamente Convertibles en Acciones (BOCEAS)
2. Títulos de renta fija – Bonos - Papeles comerciales – CDT - Aceptaciones Bancarias - Cédulas Hipotecarias BCH - Certificados de Desarrollo Turístico– TES - Títulos de Desarrollo Agropecuario - Títulos emitidos en procesos de titularización.
3. Derivados – Contrato DTF 90 – Contrato TRM.³⁵

2.3 RENTA VARIABLE Y RENTA FIJA

2.3.1 Renta Variable. Es aquel mercado en el cual se pueden negociar las acciones de una empresa, las cuales están sometidas a la utilidad proveniente de las acciones de la empresa y el comportamiento del mercado, dichas acciones solo pueden ser negociadas por las comisionistas de bolsa.³⁶

Los emisores de valores son aquella entidad que emite títulos valores para su colocación en el mercado, para la obtención de recursos, a través de sociedades comisionistas de bolsa, o directamente. Estos pueden ser, sociedades privadas, limitadas, públicas, entes gubernamentales como, instituciones, departamentos, gobernaciones, etc.

Características:

- Una forma de financiación por fuera del sistema bancario, un costo de financiamiento menor.
- Obtención de liquidez
- Facilita a los inversionistas la colocación de sus dineros.
- Captación de dinero con menor tasa de interés libro
- Mayor importancia en el mercado por la visibilidad ante la comunidad³⁷.

³⁵ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Op, cit.

³⁶ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Mercado de Renta Variable [En línea]. [Consultado: 24 de julio de 2019]. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones?action=dummy>

³⁷ Ibid., par. 1

¿Qué empresas pueden hacer una emisión, y cómo pueden realizar la emisión?

Toda empresa puede hacer emisiones sin importar su tamaño

1. Saber para que se va a destinar los recursos que se están buscando, para así generar confianza ante los inversionistas, y que decidan colocar sus dineros para dicho proyecto.
2. Especificar qué título de valor se va a emitir, según las características de cada título.
3. Obtener la aprobación de los órganos internos, de sus accionistas, su asamblea y su junta directiva.
4. Inscripción ante la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y la BVC, primero con la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y posteriormente el registro en la BVC el cual es el encargado de las negociaciones.
5. Un documento que exprese con gran detalle, las características principales de la empresa, su situación financiera, y cómo se ejecutará la emisión.³⁸

Existen cuatro tipos de acciones

- Ordinarias: Conceden de manera equitativa derechos a los socios o accionistas en relación al voto y recibir dividendos con base en las utilidades de la empresa.
- Preferenciales: Son conocidas porque otorgan con antelación el pago de utilidades y patrimonio social en un caso de liquidación. También otorgan derecho a voto, únicamente en asambleas generales o extraordinarias de accionistas para tratar temas como prórrogas, disolución, cambios en el objeto social, transformación o fusión dentro de la misma sociedad.
- Acciones a la orden: Son títulos transmisibles.
- Acciones al portador: Son aquellas acciones adquiridas por una persona la cual las puede adquirir o vender en la Bolsa, (acción de compraventa).³⁹

2.3.1.1 Situación Actual de La Renta Variable. Al igual que existen varios tipos de inversionistas, también existen varios tipos de mercados, y el mercado de renta variable (acciones) es uno de ellos, una de las características de este mercado, es que un inversionista si bien espera cierta rentabilidad, no tiene nada asegurado a la

³⁸ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Ser Emisor bvc, una decisión estratégica [En línea]. ¿Cómo ser emisor de valores? [Consultado:27 de julio de 2019]. Disponible en: https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC

³⁹ BBVA. Finanzas Personales. Títulos Valores, letra de cambio, cheque y pagaré. ¿Qué son? [En línea]. 07 de mayo de 2015. [Consultado: 6 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/finanzas-para-todos-los-titulos-valores-letra-de-cambio-cheque-y-pagare/>

hora de invertir su dinero, esto ocasiona que sea uno de los mercados más importantes a la hora de obtención liquidez por parte de las compañías.

Para observar el mercado accionario colombiano, es necesario hacer una comparación retrospectiva desde finales del siglo XIX hasta la actualidad, pues dicha visión nos dará un panorama más amplio de los flujos de inversión hacia Colombia en los últimos años, con la retrospectiva de que todo inversionista busca la opción que le garantice una mayor rentabilidad, con un menor riesgo.

Existen diferentes opciones para invertir, donde personas naturales y jurídicas esperan obtener rentabilidad, esto puede encontrarse en el mercado accionario. Gracias a la Bolsa de Valores de Colombia, se pueden conocer las empresas que hacen parte de la emisión de acciones, el volumen que están manejando y precios de cierre, además los inversionistas pueden utilizar diversas plataformas para hacer sus transacciones, es decir compra y venta de acciones de su interés⁴⁰.

Para incentivar que las personas inviertan, se ven las tasas del mercado en títulos de renta fija, ya que un fondo de inversión colectiva o un CDT genera una rentabilidad de entre 4% a 9%, a diferencia de las acciones que pueden llegar a tener una rentabilidad mucho más alta si se piensa en el mediano o largo plazo. Cabe resaltar que las acciones tienen un riesgo mucho más alto, ya que pueden subir o bajar, sin embargo; hacia el largo plazo la curva normalmente es ascendente, sobre todo en países emergentes como Colombia, en el mercado accionario deberían estar personas con excedentes de liquidez y capacidad de ahorro en el largo plazo⁴¹.

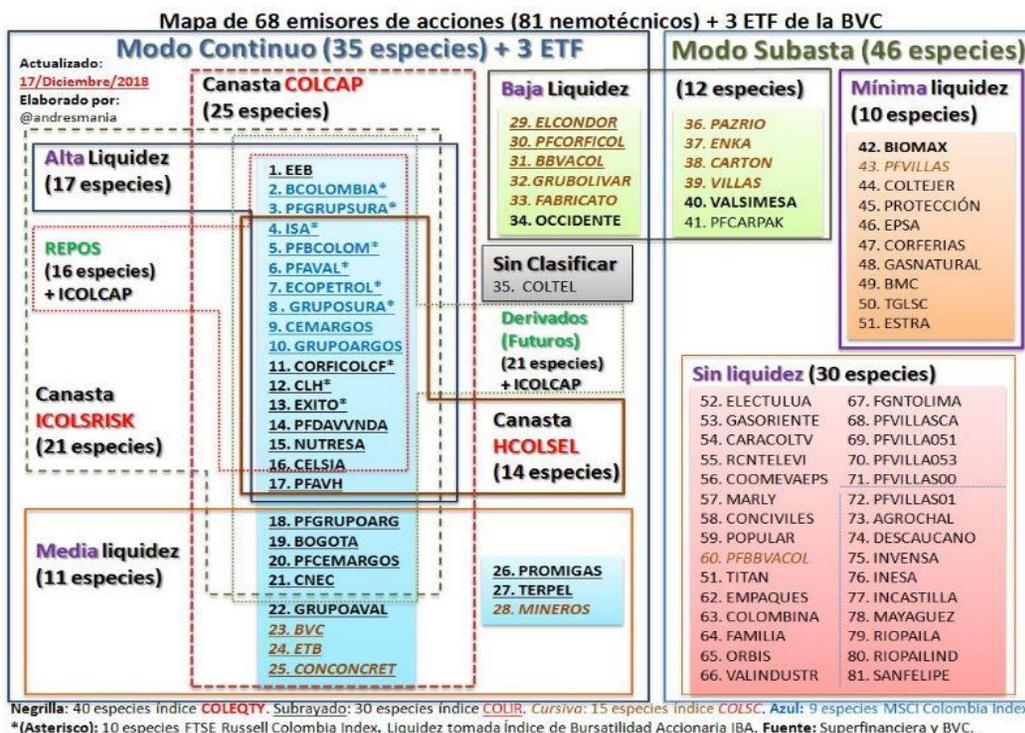
Para que Colombia pudiera convertirse en uno de los centros de negocios bursátiles, se podría requerir de; más emisores en la BVC, que la población colombiana invierta más en la bolsa y que la plaza bursátil aumente su tamaño⁴².

⁴⁰ GRUPO HELM CONTADORES. ¿Cómo dinamizar el mercado accionario en Colombia? [En línea]. 17 de septiembre de 2018, Colombia. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://grupohelmcontadores.com/dinamizar-mercado-accionario-colombia/>

⁴¹ Ibid., p. 1.

⁴² Ibid., p. 1.

Ilustración 5. Mapa de 68 emisores de acciones (81 nemotécnicos) + 3 ETF de la BVC.



Fuente: GRUPOHELMCONTADORES. Mapa de 68 emisores de acciones (81 nemotécnicos) + 3 ETF de la BVC [imagen]. ¿Cómo dinamizar el mercado accionario en Colombia? Tomado de: Grupo Helm Contadores. Disponible en: <https://grupohelmcontadores.com/dinamizar-mercado-accionario-colombia/>

Para incentivar a las personas naturales a que hagan parte de la operación que ofrece la BVC u otras bolsas alrededor del mundo se debe evaluar el diagnóstico general del mercado en Colombia, para esto; es necesario escuchar opiniones en temas contables, tributarios o financiero para dar una perspectiva diferente al mercado de valores. Cabe resaltar que de acuerdo al perfil de cada uno de los inversionistas también es posible adentrarse en el tema del mercado de la renta variable, ya que al invertir en este mercado es posible ver caer el precio de las acciones entre un 60% o un 70%, sin embargo; a lo largo del tiempo esa curva puede ser ascendente⁴³.

Como se puede observar en la gráfica 6, a diciembre de 2018, en Colombia se tenían solamente 68 empresas, donde 25 no se mueven nunca, 40 aproximadamente tienen alguna liquidez en el mercado, sin embargo; alrededor del 1% en Colombia para ese entonces invierte en la bolsa, teniendo en cuenta que son 48 millones de colombianos y solamente unos 550.000 poseen algún tipo de acción,

⁴³ Ibid., p. 1.

pero la mayoría que tienen son de Ecopetrol. En Colombia se deberían tener aproximadamente 300 emisores en la BVC, entre 5 o 10 millones de personas en el país que podrían invertir en ellos, pero solo se tienen 19 comisionistas y haciendo un paralelo con EEUU, aproximadamente 180 millones de personas invierten en la Bolsa, si bien es un mercado más grande y las condiciones económicas varían, es atractivo para los inversionistas nacionales e internacionales⁴⁴.

“La siguiente información se recopiló de fuentes como el Banco Mundial y TheGlobalEconomy, de las empresas que cotizaban acciones al final de cada año, excluyendo los fondos de inversión y los fondos fiduciarios, dicha información no proviene de fuentes nacionales, como la Superintendencia Financiera o la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), ya que nunca se facilitó dicha información por parte de ellos”.

2.3.1.2 Compañías de Renta Variable de Colombia periodo 1990 - 2000. Este periodo se caracterizó por adoptar los cambios que se habían realizado la década de los 80, por las cuestiones fiscales que se habían adoptado para este periodo, pues para 1990, el mercado accionario iniciaba con la eliminación de la doble tributación, la eliminación del impuesto de renta sobre el patrimonio accionario, y una mejor opción para los inversionistas, este mismo año, se decidió que la utilidad por acciones no sería gravada⁴⁵, así mismo, se crearon las acciones preferenciales y nace la ley 50, por la cual se dio cambio a la liquidación de las cesantías con corte al 31 de diciembre, el cual reglamentó que dicha liquidación se consignará en un fondo de cesantías⁴⁶.

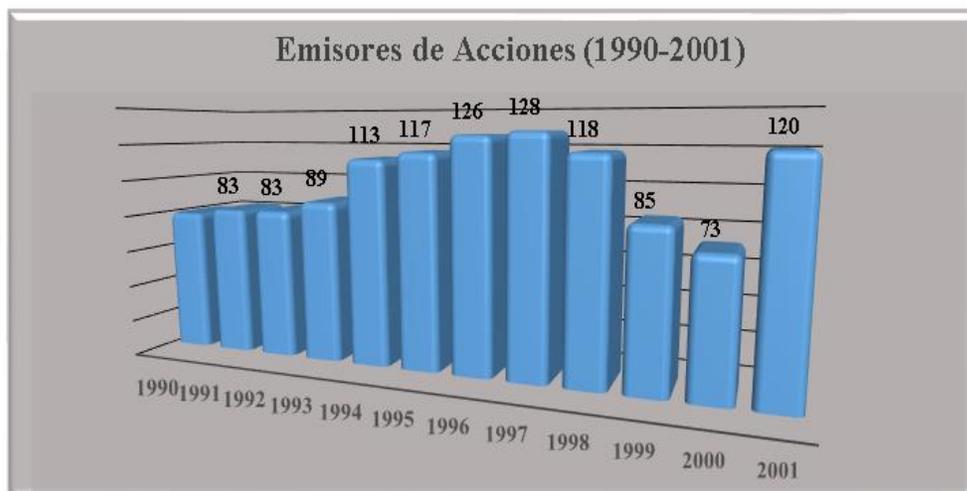
Las decisiones del gobierno para generar un aumento de la inversión en el mercado de capitales, se vio opacada en esta misma década por decisiones gubernamentales, que aumentaron la incertidumbre del mercado colombiano, esto, a través en primera medida, con el uso de recursos destinados a reducir el déficit público, emitiendo títulos de deuda pública, demostrando un mal manejo de los nuevos recursos, los cuales según los expertos de la primera Misión del Mercado de Capitales, dichos recursos provenientes de más endeudamiento, tendrían que enfocarse a la regulación de los mercados.

⁴⁴ Ibid., p. 1.

⁴⁵ VILLAREAL, Román Leonardo. evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006 [En línea]. trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de economista. Bogotá. Universidad de la Salle. Facultad De Economía, 2005. p. 26-28. [Consultado: 5 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://repository.lasalle.edu.co/bitstream/handle/10185/11706/10011208.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

⁴⁶ COLFONDOS PENSIONES Y CESANTÍAS. Cesantías ley 50 [En línea]. [Consultado 5 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://www.colfondos.com.co/dxp/empresas/cesantias/ley-50>

Grafica 2. Emisores de Acciones (1990-2001)



Fuente: elaboración propia con base en: BANCO MUNDIAL. Federación Mundial de Bolsas de base de datos. Datos. Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB). [en línea]. [Consultado 04 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=CO> y THEGLOBALECONOMY. Colombia: Empresas que cotizan en Bolsa [En línea]. [Consultado 28 de julio de 2019]. Disponible en: https://es.theglobaleconomy.com/Colombia/Listed_companies/

Se observa en la gráfica 2 que desde 1990 a 1993 nuestro mercado contaba con 85 emisores enlistados, ya para el año de 1994 nuestro mercado había crecido en un 27%, llegando a 113 emisores, posteriormente, a lo largo de los siguientes 3 años, dicho mercado siguió en crecimiento, el cual, para el año de 1997, contaba históricamente con la mayor cantidad de emisores en la historia de Colombia.

Sin embargo, a partir de este año, por la crisis que se asentaba proveniente de la apertura económica del año 1993, junto con una coyuntura inestable política y económica, la cifra de emisores se empezaba a reducir en un 43% hasta el año 2000. Este cambio, no solo se daba por la crisis económica que estaba sufriendo el país, sino también por el trato que aún no se le había empezado a dar al mercado de capitales luego de la primera Misión del Mercado de Capitales creada en el año de 1996.⁴⁷

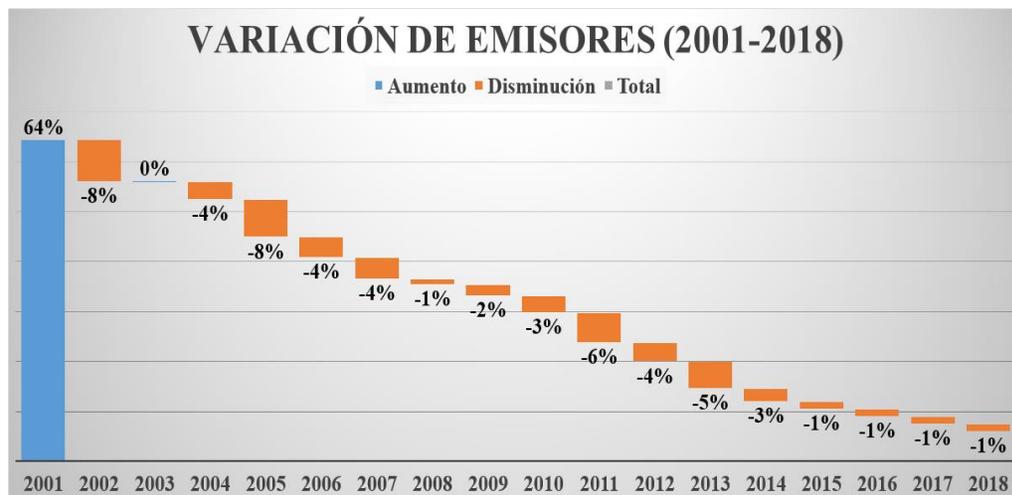
⁴⁷ Primera Misión del Mercado de Capitales: reflexiones desde el sector financiero: Es importante saber, que esta misión fue la primera en reconocer el impacto macroeconómico para el crecimiento del mercado, con la cual se buscó desarrollar los fondos de inversión para la diversificación de la demanda, disminuir los procesos y reglamentos que debían cumplir los emisores. Esta misión aportó las reglas normativas y tecnológicas con las cuales contamos hasta el día de hoy

El crecimiento del 64% para el 2001, se dio gracias a la unificación de las tres bolsas de valores existentes, demostrando así, un resultado positivo proveniente de la conformación y consolidación de una sola bolsa de valores en el país.

2.3.1.3 Emisores de valores periodo 2001- 2018. A partir del año 2001, el mercado de capitales, específicamente el mercado de la renta variable, toma fuerza en cuanto a mejoramiento y facilidad de acceso para los inversionistas, pues para un inversionista es mucho más fácil y factible, observar todas las opciones que le ofrece un mercado en una misma plataforma.

Para ese año, nuestro mercado accionario contaba con alrededor de 120 empresas emitiendo acciones, para el siguiente año y así durante los próximos dos, el número de emisores pasaba a 110, lo que significa una disminución del 8%. En la gráfica 3, se puede observar la disminución año a año hasta el 2018 del número de emisores.

Gráfica 3. Variación de Emisores (2001-2018)



Fuente: elaboración propia con base en: BANCO MUNDIAL. Federación Mundial de Bolsas de base de datos. Datos. Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB). [en línea]. [Consultado 04 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=CO> y THEGLOBALECONOMY. Colombia: Empresas que cotizan en Bolsa [En línea]. [Consultado 28 de julio de 2019]. Disponible en: https://es.theglobaleconomy.com/Colombia/Listed_companies/

Si bien una disminución de 1 o 2 % no parece significativa, en realidad es una baja galopante, lo que implicaría el pensar que hay algo que imposibilita, la entrada de nuevas empresas, y por el contrario facilita la salida de las empresas ya existentes. Es necesario precisar que, Colombia, fue uno de los pocos países que logró afrontar la crisis global del 2008, proveniente de las hipotecas sub prime, lo cual se demuestra en una disminución de 2% del 2008 al 2009 y del 3% del 2009 al 2010, pasando así de 89 a 84 emisores.

Ilustración 6. Principales fusiones, cancelaciones y vigencias de los principales emisores de acciones entre 1999 y 2018.



Fuente: JARAMILLO MORENO, Andrés. *la bolsa en Colombia en el siglo xxi. La evolución de los inversionistas y emisores de acciones de la bolsa en Colombia en los últimos 20 años (1999-2018)*. Colombia: Edición Kindle, 16 de noviembre de 2018. 146 p. [Consultado: 19 de julio de 2019]. Disponible: libro digital.

Colombia tiene un potencial de crecimiento enorme, lo que en los últimos 20 años ha generado que marcas y empresas desaparezcan o se fusionen, cambiando logos e imágenes, con el fin de hacer fusiones y adquisidores, ninguna empresa se ha quedado igual por los desafíos que presenta el comercio mundial, negocios locales, evolución de la sociedad entre otros. Empresas que se negociaban en el año 1999 que tenían una liquidez reducida y un interés bajo, eran Cocolco, Banco Popular, Seguro Agrícola, Promigas, Banco Santander y Banco AV Villas. Empresas que para el año 1997 tomaron un gran impulso fueron Valores Bavaria, que actualmente es conocida como Valorem, la cual nació como una escisión de Bavaria⁴⁸.

2.3.1.4 Compañías Nacionales que Cotizan en Bolsa. Para entender la posición de un inversionista a la hora de tomar decisiones, es necesario identificar qué factores están influyendo en esta decisión, por un lado, como lo vimos

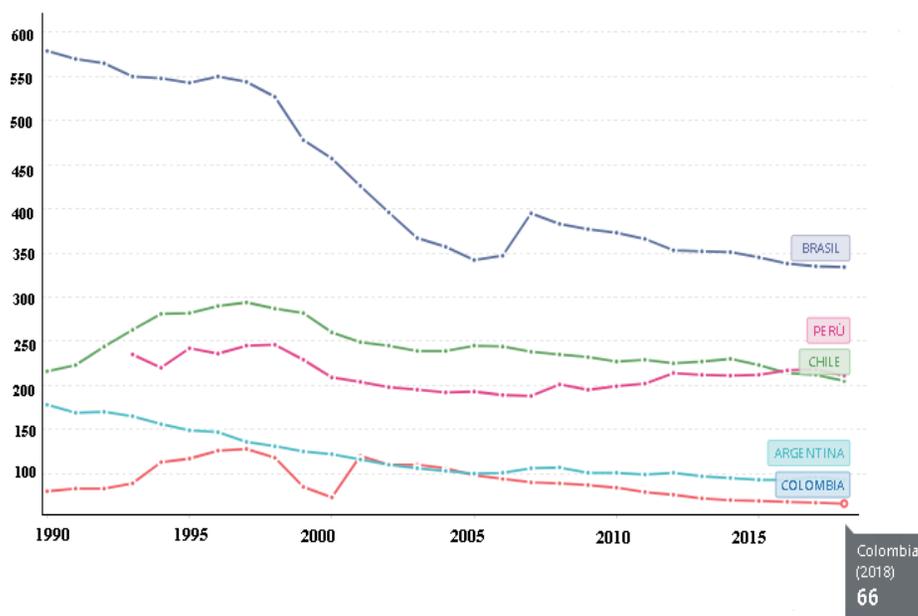
⁴⁸ JARAMILLO MORENO, Andrés. *la bolsa en Colombia en el siglo xxi. La evolución de los inversionistas y emisores de acciones de la bolsa en Colombia en los últimos 20 años (1999-2018)*. Colombia: Edición Kindle, 16 de noviembre de 2018. 146 p. [Consultado: 19 de julio de 2019]. Disponible: libro digital.

específicamente en Colombia, y, por otra parte, una comparación a nivel latinoamericano, para así comprender qué opciones tienen inversionista.

Según la gráfica 4, se puede observar que desde 1990, países como Brasil, Chile y Perú, han contado con los mercados accionarios más grandes de Latinoamérica, si bien, para el año de 1994 Colombia contaba con 113 emisores, Brasil ya contaba con 548 emisores, y así mismo Chile con 281 emisores, La diferencia para ese periodo entre Brasil y Colombia era de 435, una cifra considerablemente alta si lo pensamos desde las opciones de la inversión.

En el año 2001 Colombia sobrepasó la cantidad de emisores de Argentina, lo que desde la creación del mercado bursátil colombiano no había pasado, sin embargo, como lo vimos anteriormente, el número de emisores en Colombia solo se ha ido disminuyendo año a año, si bien todas las bolsas han pasado dificultades por cambios globales, todas las bolsas han sufrido tanto incrementos como disminuciones.

Grafica 4. Histórico Compañías que cotizan en Bolsa a nivel latinoamericano



Fuente: FEDERACIÓN MUNDIAL DE BOLSAS DE BASE DE DATOS. Compañías nacionales que cotizan en Bolsa, total [En línea]. Elaboración: Banco Mundial. [Consultado 5 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?end=2018&locations=CO-CL-BR-PE-AR&start=1990>

Colombia, Perú y Chile conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), el mercado más grande a nivel regional para la negociación de títulos de renta variable, creado con el propósito de facilitar la compra y venta del mercado de renta variable de los tres países. Según el flujo de fondos de inversión hacia los países

(MILA), más Brasil, presentan una tendencia de saldos positivos; Brasil registró para enero de 2019 una entrada por USD \$1.797 millones, México con un registro de USD \$503 millones, Perú con USD \$103 millones, seguido por Chile y Colombia en el último lugar con una entrada de USD \$54 millones⁴⁹, lo que representa una diferencia significativa en comparación con Brasil en un solo periodo, demostrando la poca participación que tiene Colombia en el mercado bursátil latinoamericano.

Esto es de esperarse, pues Brasil contaba para el año 2017 con 335 empresas nacionales cotizando en bolsa, mientras Colombia para ese mismo año tenía 67 empresas, una diferencia abismal de 268 no empresas, si no oportunidades de inversión. De igual manera la Bolsa de Perú sobrepasa a la BVC por 151 empresas, Chile 145, México con 74 más que Colombia y Argentina nos supera por 29 empresas⁵⁰. Estas cifras representan la ineficiencia de la bolsa en cuanto a multi-producto y multi-mercado al demostrar el rezagó frente al mercado de capitales a nivel global, independientemente de factores externos.

Un estudio realizado por la BVC en el año 2013 determinó que “la mayor participación de valores transados en la BVC la ocupan los títulos de deuda pública TES, con un 80,58%. Estos valores son seguidos por las acciones ordinarias, con una participación del 6,77% frente al total negociado”⁵¹, según el informe de flujo de fondos de inversión desde el año 2015 a enero de 2019, a nivel latinoamericano para el mes de enero, la participación del mercado de renta fija de Argentina, Chile, México, Brasil, Perú y Colombia representan cerca del 65% del total de los flujos de los activos (bonos), registrando “una entrada de capitales con flujos netos de USD \$3.269 millones. Así mismo, los flujos del mercado de Renta Variable representaron una entrada de USD \$2.706 millones para América Latina”⁵². Brasil tiene la mayor participación en los flujos netos con un 37.23%, seguido por México con el 24,62% y Colombia con el 10.55%, por encima de Argentina y Chile.⁵³

⁴⁹ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Informe Mensual de Flujos de Fondos de Inversión. Informe No. 65. [en línea]. Febrero de 2019. [Consultado 05 de marzo de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Informe_Mensual_BVC

⁵⁰ BANCO MUNDIAL. datos. Compañías nacionales que cotizan en Bolsa, total [en línea]. [Consultado 04 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=CO-PE-CL-BR-AR>

⁵¹ COLOMBIA CAPITAL, BRIGARD & URRUTIA. MÉNDEZ F, Carlos. Ibip., p.22

⁵² BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Informe Mensual de Flujos de Fondos de Inversión. Informe No. 65. Op, cit.

⁵³ Ibip., p.1.

La concentración del flujo de las inversiones en estas pocas compañías, se puede ver reflejado entendiendo que la BVC es una institución muy joven a nivel latinoamericano, pues bolsas como la de, Perú, Argentina, y Brasil, cuentan con más de 100 años de trayectoria en el mercado mundial, lo que explica en gran parte la participación que estos mercados tienen en estas economías, lo que se ha visto reflejado en el crecimiento del PIB de estos países, pues según The Global Economy,⁵⁵ la participación de la capitalización bursátil de Chile supera el 100% de su PIB, Perú y Brasil el 46% de su PIB, mientras esta participación en Colombia no supera el 40% del valor del producto interno bruto.

La participación de estos mercados bursátiles en el PIB, no proviene tan solo de la transacción de la renta variable (acciones), ya que estas acciones negociadas si bien tienen una participación importante en el PIB, no demuestran la verdadera relación del mercado de valores para una economía, pues las acciones negociadas en el año 2017 de Colombia, solo correspondieron a un 4.15% en comparación del PIB, mientras la capitalización bursátil, incluyendo la negociación de la renta variable y fija, corresponde a 38.63% del PIB, lo que demuestra que en realidad el mercado de renta fija, es el más importante para nuestra economía, al igual que Chile, donde las negociaciones de acciones representan el 13.74% del PIB, y la capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa representaron el 106.35%.

Sin embargo, esto no aplica para todos los países de la región, pues es el caso extraordinario de Brasil, donde la participación de las transacciones de acciones representó un 31.25% frente al PIB, y su capitalización total en comparación con el PIB fue de 46.44%, es decir que el 78.05% de los ingresos a través del mercado de capitales proviene de las acciones negociadas⁵⁶, demostrando el potencial de la renta variable para atraer inversionistas que cuenten con más oportunidades de inversión, lo cual el mercado de valores de Colombia no tiene hasta la fecha.

2.3.2 Renta Fija. La renta fija son emisiones de deuda que pueden realizarse por parte del estado y las empresas dirigidas a los inversores del mercado de capitales asegurando una tasa de interés preestablecida por un periodo determinado, otorgando el derecho a sus inversionistas de devolución de sus capitales sin ningún cambio que no se haya pactado, considerándolo como uno de los mercados con menor riesgo, convirtiéndolo en el mercado principal de financiación de proyectos y gastos de inversión pública y privada⁵⁷.

⁵⁵ THEGLOBALECONOMY. Colombia: Empresas que cotizan en Bolsa [En línea]. [Consultado 28 de julio de 2019]. Disponible en: https://es.theglobaleconomy.com/Colombia/Listed_companies/

⁵⁶ BANCO MUNDIAL. Federación Mundial de Bolsas de base de datos. Datos. Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB). [en línea]. [Consultado 04 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

⁵⁷ ULTRASERFIJO. Renta Fija [en línea]. Colombia. [Consultado: 29 de julio de 2019]. Disponible en: <https://www.ultraserfinco.com/site/Productosyservicios/Rentafija.aspx>

- Renta Fija para Deuda Privada: “Cuando el emisor es una entidad privada, como en el caso de las instituciones financieras y las empresas del sector real o de servicios”⁵⁸.
- Renta Fija Para deuda pública: “Cuando el garante es el Estado, como en el caso colombiano de los TES, que son Títulos emitidos por la Tesorería General de la Nación (en pesos, en UVR’s - Unidades de Valor Real Constante) y subastados por el Banco de la República; estos constituyen una fuente importante de financiación para el Gobierno”⁵⁹.

Este mercado se consolidó hasta el año 2000, en el cual, la economía creció a una tasa promedio anual del 4,36%, y entre 2002 y 2011, los títulos en circulación aumentaron en 249% y el volumen se duplicó en compra-venta, convirtiéndolo en el instrumento más negociado en el mercado local, con una participación del 91% del volumen total del mercado. Como se observa en la tabla 1. Para 2012, Colombia se convertía en el tercer país de la región en la emisión de saldos de deuda en tercer lugar superando a Chile y Perú, y superando a países como Brasil y Perú en crecimiento. que tenían economías similares⁶⁰.

Tabla 1. Evolución Mercados de Renta Fija Latinoamericanos

Pais	dic-00	dic-11	Tasa de Crecimiento Anual
Brasil	313.986	1.488.779	15,20%
México	128.122	443.976	12,00%
Colombia	25.314	127.955	15,90%
Chile	34.869	84.711	8,40%
Argentina	47.043	52.979	1,10%
Perú	6.197	26.488	14,10%

Fuente: BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Estudios técnicos BVC. Evolución de Renta Fija Latinoamericanos[imagen]. Saldos emitidos instrumentos de deuda de mercados locales en millones de USD. Tomado de: La BVC. Disponible en: http://bit.ly/Estudios_técnicos_BVC

Entre el año 2002 y 2006 se evidenció un crecimiento económico acelerado, provocando la caída de la inflación y la baja de la tasa de interés nominal, superando la crisis inflacionaria del año 2000 que superaba los dos dígitos, esto, gracias a la

⁵⁸ Ibid., p.1.

⁵⁹ Ibid., p.1.

⁶⁰ VALDERRAMA, Ángela, MARTÍNEZ, Alfredo, GONZÁLEZ, Cristian, RAMÍREZ, Nicolás. Mercado de renta fija colombiano evolución y diagnóstico [en línea]. 3 ed. Colombia, 2012. [Consultado 30 de julio de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Estudios_técnicos_BVC

estimulación del Banco de la República a través del manejo de la tasa de interés y la oferta monetaria⁶¹.

La emisión de bonos corporativos tuvo un desempeño aceptable entre el año 2009 y 2010 con un ascenso del 2.5% del PIB, Sin embargo, Entre 2016 y 2017 estas emisiones presentaron una caída del 1.3% del PIB, lo que significa una disminución de \$12 billones por año aproximadamente. Uno de los principales problemas frente al Mercado de Capitales son algunas emisiones que quedan inmovilizadas en balances de Administradora de Fondos de Pensiones y de Cesantías (AFPs), lo cual le resta la liquidez deseada⁶².

Grafica 6. Volumen de negociación de la renta fija en Colombia (%del PIB)



Fuente: ANIF. Volumen de negociación de la renta fija en Colombia (\$billones; %del PIB) [imagen]. Mercado de Capitales y financiamiento de infraestructura. Tomado de: La BVC. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://anif.co/Biblioteca/politica-fiscal/mercado-de-capitales-y-financiamiento-de-infraestructura>

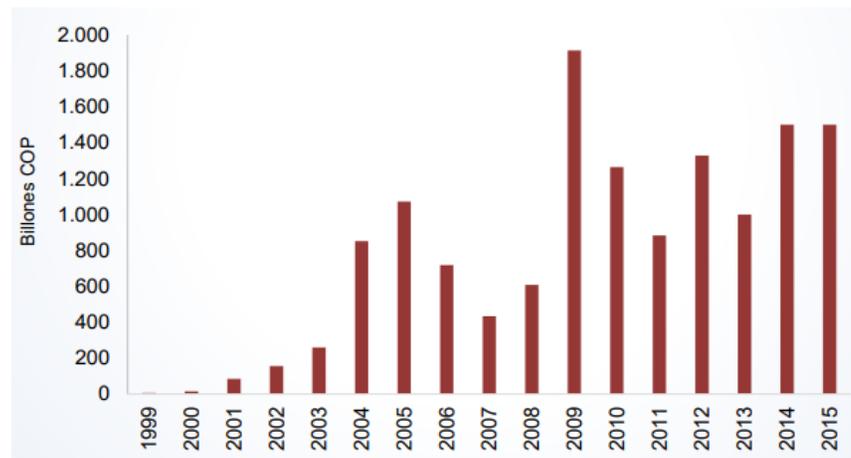
Para el año 2017, el volumen de negociación de la renta fija descendió a un aproximado del 89% del PIB, no obstante; ese volumen no superó a países como México, Chile o Perú, lo preocupante en esa entonces era la negociación en renta fija pública, puesto que esta explica el 97% del total, no obstante; para el año mencionado la negociación de bonos privados cayó un 3% del PIB, a diferencia que en 2010 que fue frente al 31% del PIB, mientras que si se compara con la emisión

⁶¹Ibid., p.1.

⁶² ANIF. Mercado de Capitales y financiamiento de infraestructura [en línea]. Enfoque Mercado de Capitales, 2019. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://anif.co/Biblioteca/politica-fiscal/mercado-de-capitales-y-financiamiento-de-infraestructura>

de bonos corporativos frente a la última década, estos han tenido un aceptable desempeño. En el periodo 2016 – 107 este descendió hacia el 1.3% del PIB⁶³.

Grafica 7. Volumen de TES negociados a través del SEN (Billones COP)



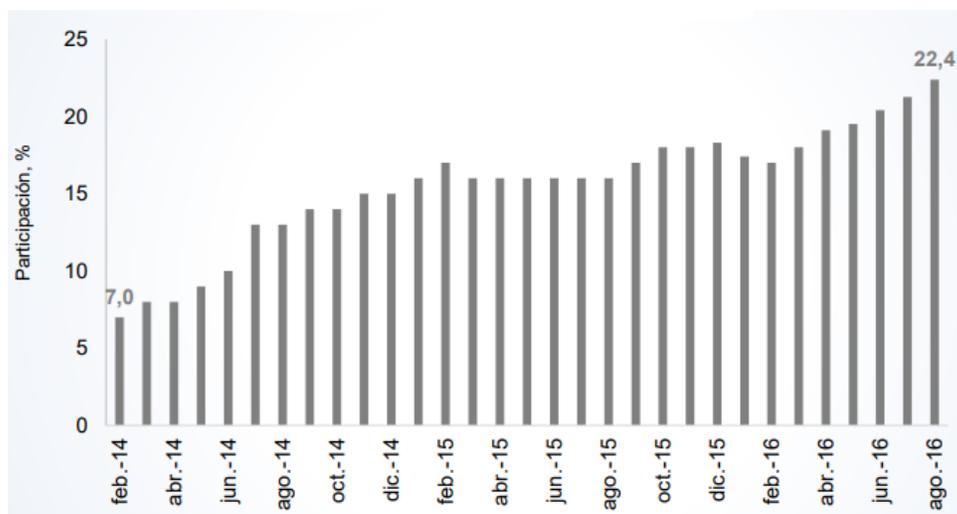
Fuente: RODRIGUEZ, Rogelio. REY, Marcela. Volumen de TES negociados a través del SEN⁶⁴ (Billones COP) [imagen]. Construyendo las bases de la nueva misión del mercado de capitales. Tomado de: Corficolombiana. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Participacion_fondos

Como se puede evidenciar en la gráfica, la deuda pública alcanzó en 2009 un nivel de desarrollo alto comparado con otros años, además se puede observar que luego de alcanzar el tope, los siguientes años se trató de estabilizar el volumen de los TES, entre 1999 a 2015, las tasas de interés han disminuido y estos tienen vencimiento en 2024.

⁶³ Ibid., p.1.

⁶⁴ SEN, según el Banco de la República es; “El Sistema electrónico de Negociación es el Sistema de Negociación y de Registro de Operaciones sobre Valores, administrado por el Banco de la República, a través del cual los Agentes pueden celebrar, mediante estaciones de trabajo remotas, operaciones de compraventa al contado o a plazo, operaciones de Reporto o Repo, operaciones Simultáneas, operaciones de Transferencia Temporal de Valores. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/node/30998>.

Grafica 8. *Participación de los Fondos de Capital Extranjero en el Mercado de Deuda Pública*



Fuente: RODRIGUEZ, Rogelio. REY, Marcela. Participación de los Fondos de Capital Extranjero en el Mercado de Deuda Pública [imagen]. Construyendo las bases de la nueva misión del mercado de capitales. Tomado de: Corficolombiana. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Participacion_fondos

La participación extranjera en la renta fija se ha incrementado progresivamente en los últimos años, demostrado por el crecimiento del 7% en 2014 a 22,4% en 2016, superando la crisis internacional de los precios del petróleo del año 2014 Para finales de 2015 y para 2016⁶⁵.

Para 2017 hubo un auge de los TES-Benchmark, los cuales se consideran títulos de deuda pública que tienen comportamiento en el mediano plazo, con vencimiento a 10 años⁶⁶, ya que cayeron tasas del 6.9% a 6% a lo largo de 2017, así mismo, se incrementó la participación en offshore (empresas o sociedades registradas en el extranjero, donde la persona a cargo de la compañía no reside). Entre 2015 a 2017 el total de los TES pasaron del 18% al 27%, donde se duplicó el valor monetario del mercado, llegando a la cifra de US\$23.000 millones⁶⁷.

⁶⁵ BANCO DE LA REPÚBLICA. Coyuntura de la economía colombiana - Informe del Gerente General del Banco de la República [en línea]. Resumen Ejecutivo, 2017. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/publicaciones/informe-del-gerente-abril-2017>

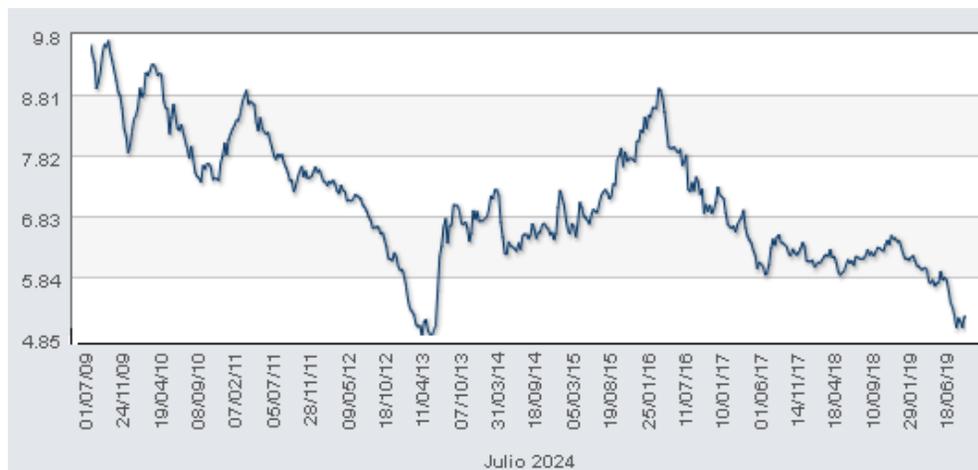
⁶⁶ CLAVIJO, Sergio, TES de largo plazo: ¿Cuál es su empujamiento y cuál su tasa de interés? Comentario económico del día, 2013. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Ago27-13.pdf>

⁶⁷ ANIF. Op, cit.

El volumen negociado de renta fija descendió a 89% del PIB de 2017, ya que en 2010 ocupaba el 164% en 2010, sin embargo; en comparación con otros países latinoamericanos como México, Chile y Perú no superaba el volumen de participación en el PIB, estos eran 45%, 45% y 1% respectivamente. La negociación de bonos privados cayó un 3% en 2017 del PIB frente al 31% del 2010, además existía una elevada concentración en la negociación de la renta fija pública, lo que explicaba el 97% del total⁶⁸.

Para marzo de 2019 los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) alcanzaron cifras de \$71.95 billones respecto al año anterior, incrementándose en un 8,97% respecto al 2017, en el cual existían 150 fondos, donde; 78 correspondían a la renta fija, 16 accionarios, 11 balanceados, 4 inmobiliarios, 3 bursátiles y 38 de otro tipo.

Grafica 9. Julio 2024: Fecha de emisión: 24 de julio 2008. TES con vencimiento el 24 de julio de 2024. Cupón de 10%.



Fuente: GRUPO AVAL. Portal financiero. Julio 2024: Fecha de emisión: 24 de julio 2008. TES con vencimiento el 24 de julio de 2024. Cupón de 10%. Fuente: Ministerio de Hacienda[imagen]. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Julio_2024

La primera aparición de los TES fue en 2008, el flujo ha sido variable, uno de los puntos más altos se dio en 2009, este fue casi de 10 puntos, para 2013 tuvo una caída y alcanzó los 4.85 puntos, para 2019 su valor está en 5.17 aproximadamente. Existe un plan financiero donde para 2019, el monto de subastas de TES, deberían ascender a 27 billones de pesos, sin embargo; es un valor inferior al proyectado en el MFMP⁶⁹.

⁶⁸ ANIF. Op, cit.

⁶⁹ CORFICOLMBIANA. Informe de renta fija [en línea]. Cuentas del primer trimestre 2019, 2019. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Renta_fija

3. EVOLUCIÓN DEL REIT EN EL MERCADO DE ESTADOS UNIDOS Y SU ACOGIMIENTO A NIVEL MUNDIAL

En el siguiente capítulo se abordarán los aspectos esenciales del Real Estate Investment Trust (REIT) o de los fideicomisos de inversión, por un lado se conocerá el mercado en el cual tranza este activo financiero, es decir una pincelada al Mercado de Valores de Estados Unidos, para conocer un poco el contexto en el que se encuentra este activo, se abordará al REIT a profundidad para no solo saber que es, sino para entender cómo se conforman, qué tipos de REIT hay, y de qué manera se conforman, para el final se concluirá con una prueba matemática que ayude a entender por qué es un activo en el cual se puede invertir, comparándolo con algunos de los activos más importantes a nivel incluso global.

3.1 CONTEXTO DE LA BOLSA DE VALORES DE NUEVA YORK

3.1.1 Antecedentes Bolsa de Nueva York. Alrededor del mundo hay dos mercados bursátiles que destacan, los cuales son; el Mercado Extrabursátil (Over the Counter) y La Bolsa de Valores (Exchange Market o Stock Exchange), en esta última se pueden encontrar grandes inversionistas o personas que demandan y ofertan valores que están respaldados por intermediarios o por la misma casa de valores. Bajo un marco legal, administrativo, tecnológico y operativo es posible negociar acciones, obligaciones, bonos, certificados de inversión y otros títulos valores, con el fin de suplir las necesidades de oferta y demanda de los inversionistas⁷⁰.

La Bolsa de Valores Nueva York Stock Exchange (NYSE) es una de las bolsas más grandes y reconocidas del mundo, en esta cotizan las empresas más grandes y reconocidas a nivel global como; The Walt Disney Company, Wal-Mart, The Coca Cola Company, entre otras. Existen 9 bolsas de valores en Estados Unidos, donde se clasifican en dos nacionales, donde se incluyen la NYSE y AMEX, y 7 regionales, la más grande es la NYSE y es reconocida a nivel mundial, donde cotizan las empresas más grandes y reconocidas del mundo. Su creación fue en 1792 por 24 participantes, gracias al acuerdo de Buttonwood en el #68 Wall Street, en Manhattan, sin embargo, en 1817, se reunió un grupo de corredores de la Bolsa y organizaron para formar el comité New York Stock and Exchange Board (NYS&EB), donde se esperaba poder controlar el flujo de acciones, ya que antiguamente se negociaban libremente⁷¹.

En el denominado Jueves Negro, el 24 de octubre de 1929, se dio una de las más grandes caídas de la NYSE, donde esto produjo una de las recesiones económicas más importantes de los Estados Unidos. Esta es mejor conocida como la “Gran Depresión”. Para 1972 la NYSE fue reconocida como una corporación sin fines de

⁷⁰ BENALCAZAR, Mauricio. Principales Hechos Históricos y Funcionamiento de la Bolsa de Valores de New York [En línea]. Economía y Finanzas Internacionales. [Consultado: 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: <http://puceae.puce.edu.ec/efi/index.php/finanzas/18-mercado-divisas/234-principales-hechos-historicos-y-funcionamiento-de-la-bolsa-de-valores-de-new-york>

⁷¹Ibid., p. 1.

lucro y en 2005, luego de 33 años, es declarada como una asociación privada con fines lucrativos. Actualmente la NYE hace parte de NYSE EURONEXT, la cual fue formada en 2007, tras la fusión de EURONEXT y NYSE, donde empezó a tener una cotización constante en la Bolsa de NYSE. Para finales de 2008 los títulos locales tenían un valor de USD 9.2 billones, donde se determinó que una de las maneras de acceder a este mercado se puede hacer a través de una casa de valores, puesto que tienen herramientas tales como; puntos de comunicación y ventas por medio de intermediarios que están especializados en este campo⁷².

Ilustración 7. La historia ilícita del Toro de Wall Street



Fuente: CADENA, H., la historia ilícita del Toro de Wall Street [imagen]. La historia ilícita del Toro de Wall Street. 2015. p. 1. [Consultado: 06 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.viveusa.mx/articulo/2015/04/17/destinos/la-historia-ilicita-del-toro-de-wall-street>

3.1.2 Mercado de valores en LATAM (Latinoamérica). Según datos del Banco Mundial, la bolsa de Estados Unidos para el año 2018 contaba con 4397 empresas nacionales que cotizaban en bolsa, excluyendo todas aquellas compañías provenientes del exterior y que cotizan en su bolsa, como Ecopetrol y Bancolombia, que si bien, son del mercado local colombiano, también cotizan en el mercado estadounidense. Esta cifra de empresas se ve bastante significativa con respecto al mercado latinoamericano. Si se realiza una comparación, la Bolsa de Valores de São Paulo, Brasil (Bovespa) considerada como la más grande a nivel regional, solo corresponde a un 7,59% de la NYSE y NASDAQ, mientras la Bolsa de Santiago, Chile, corresponde a un 4.66% de las opciones de Estados Unidos y la de Colombia

⁷²Ibid., p. 1.

(BVC), solo pertenece a un 1,54% de las opciones del mercado de valores de Estados Unidos⁷³.

Al igual que Colombia, La Bolsa de New York tiene una serie de empresas más atractivas para los inversionistas, si bien, en Colombia como se explicaba en el capítulo anterior, existen 5 compañías más seductoras para los inversionistas (aquellas con mayor capitalización bursátil, según el presidente Iván Duque en las declaraciones de la misión del mercado de capitales promulgada por su gobierno). Sin embargo, según la Revista Internacional de Negocios Fortune, existen cerca de 500 compañías en la NYSE y NASDAQ, con más atractivo para los inversionistas, es tanto así, que actualmente, hay más de 4 empresas que superan incluso el Producto Interno Bruto (PIB) de países latinoamericanos.

Tabla 2. Comparativo PIB vs ingresos empresas estadounidenses

País	PIB (USD)	INGRESOS	Empresa
Brasil	1.86 billones	514.405	Walmart
México	1.22 billones	290.212	Exxon Mobil
Colombia	330.228 millones	265.595	Apple
Chile	298.231 millones	247.837	Berkshire Hathaway
Perú	222,238 millones		

Fuente: elaboración propia con base en: REVISTA DE NEGOCIOS FORTUNE. Ranking Global 500 de Fortune [En línea]. Revista de negocios Fortune [Consultado 16 de julio de 2019]. Disponible en: <https://www.fortuneenespanol.com/destacado/ranking-global-500-de-fortune/>. Y. FEDERACIÓN MUNDIAL DE BOLSAS DE BASE DE DATOS. PIB (US\$ a precios actuales [En línea]. [Consultado 17 de julio de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD>

Se seleccionaron las primeras 4 empresas en ingresos netos según la revista fortune, observando que el mercado de valores estadounidense está compuesto por una serie de empresas con actividades económicas muy diferentes una de otra, dedicadas a sectores como tecnología, energía, grandes superficies de comercialización al menudeo (supermercado), etc. de esta misma manera, el sector inmobiliario comprende parte de esta diversificación. Asimismo, se analizaron los activos más importantes en cuanto a ingresos netos, encontrando que para el año 2018, empresas como Walmart superan casi dos veces el PIB de Chile y Perú, Exxon Mobil Apple y Berkshire, se acercaron en ingresos netos, al PIB de Perú, Colombia y Chile los cuales conforman el MILA, exceptuando a México, puesto que

⁷³ BANCO MUNDIAL. Datos. Compañías nacionales que cotizan en Bolsa, total - Colombia, Chile, Brazil, United States. Federación Mundial de Bolsas de base de datos [base de datos en línea]. [Consultado: 9 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=CO-CL-BR-US#>

su PIB supera en casi el doble los ingresos de Walmart, y es tres veces mayor que el PIB de Colombia.

Lo particular es que tanto México como Brasil, cuentan con una cantidad considerable de emisores en sus Bolsas de Valores, conformando mercados diversificados, al igual que Estados Unidos, estos cuentan con un producto de inversión inmobiliaria, el cual consiste en el mismo modelo que se ejecuta desde 1960 en los EE.UU llamado Real Estate Investment Trust (REIT), que actúa como un vehículo de inversión inmobiliaria el cual hace parte del mercado de Valores como cualquier otro activo financiero, siendo un activo más de la I Renta Variable de estos mercados.

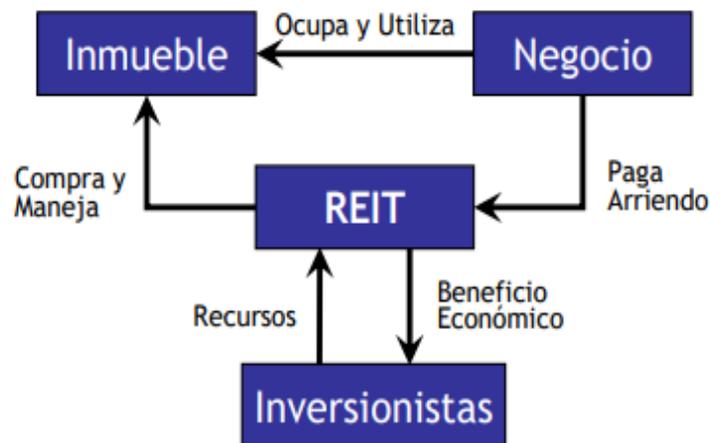
3.2 REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (REIT) EN ESTADOS UNIDOS

El Real Estate Investment Trust (REIT), es considerado como un vehículo de inversión inmobiliaria, que actúa bajo la figura de fideicomiso, el cual cotiza sus operaciones de forma pública en la Bolsa de Valores, a este vehículo de inversión, se le atribuye la conformación de liquidez del mercado inmobiliario, puesto que es una forma de inversión en finca raíz sin que exista la necesidad de contar con grandes sumas de capital y se ha convertido en un activo más de diversificación para los portafolios, estos vistos a través del riesgo y una forma de obtención de ingresos (rendimientos) sin la obligación de adquirir un bien inmueble⁷⁴.

A continuación, se observa de manera gráfica la forma básica de composición y funcionamiento del REIT.

⁷⁴ NAREIT, Real estate working for you. What's a REIT? [En línea]. [Consultado: 18 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/what-reit>

Grafica 10. Estructura Básica del Flujo del REIT



FUENTE: Nace el primer REIT en Colombia. Los REITS* surgieron en EEUU, pero se han adoptado en más de veinte países generando una nueva dinámica en el sector inmobiliario [imagen]. 2007. p. 3. [Consultado: 06 de septiembre de 2019]. Disponible en Internet: http://www.bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

3.2.1 Características del REIT americano. Cuando se habla de características se hace referencia a las facultades y debilidades, vistas tanto para el inversionista, como para el sector, sin embargo; para entender por qué el REIT tiene estas características, es necesario saber un poco los inicios del REIT, y sus antecedentes de expansión, pues es un activo que podría considerarse no tan antiguo, pero que aun así ha tenido una acogida gigantesca, y esto queda demostrado en la gráfica 11, donde observamos el histórico de entrada de REIT, según NAREIT.

Cabe resaltar que los REITs presentan también ciertas ventajas como; mayor liquidez en el mercado inmobiliario, ya que puede operar como acción y se compra y vende de manera ágil y sencilla, tienen altos rendimientos y transparencia, diversifican el portafolio del inversionista, adicionalmente le dan la posibilidad al pequeño inversionista de hacer parte del mercado inmobiliario y bursátil, no obstante; también tiene algunas desventajas como; un crecimiento bajo, presentan cierta volatilidad y finalmente, una vez se invierten en estos el inversionista tiene un instrumento financiero más no una propiedad como tal.

3.2.2 Tipos de REIT. Al invertir en REIT es posible cubrir la necesidad del inversionista, eliminando los contratos de compraventa o acceso a un crédito, además en el cuadro se puede evidenciar cómo el gobierno de los Estados Unidos

regula su forma de operar y restringe ciertos comportamientos que existen durante una hipoteca o un arrendamiento⁷⁵.

Existen tres tipos de REITs en Estados Unidos, los cuales son clasificados por el tipo de activos en los cuales se invierten:

- 1. EQUITY REITS (RENTA VARIABLE):** En este es posible invertir en propiedades concretas o distintos tipos de activos inmobiliarios, los ingresos proceden del alquiler de los bienes, además, esos arriendos son percibidos en forma de dividendos, en el caso que una de las propiedades del REIT se venda por encima del precio de compra. Un poco más del 90% de los REITs son Equity REITs⁷⁶.
- 2. MORTGAGE REITS (HIPOTECARIOS):** En estos se invierten y poseen hipotecas, los REITs de este tipo tienden a prestar dinero a propietarios de bienes lo cuales fueron adquiridos con hipotecas o a quienes adquieren hipotecas, los ingresos que genera son recibidos de los intereses. Estos comprenden el 8.6%⁷⁷.
- 3. HYBRID REITS (HÍBRIDOS O MIXTOS):** La cartera de activos está dividido entre hipotecas y propiedades, estos representan el 1% del mercado de los REITs⁷⁸.

Para poder adquirir los REITs existen dos maneras en las cuales se puede invertir, la primera es adquiriendo acciones de la sociedad directamente de la Bolsa o a través de un fondo de inversión especializados como lo son ETF (Exchange Trade Funds); los cuales tienen la particularidad de cotizar en bolsa al igual que las acciones. El objetivo principal de estos fondos es producir un índice bursátil determinado o de renta fija, asimismo pueden dar dividendos, adicionalmente estos ofrecen acceso inmediato a los mercados internacionales, sus comisiones de

⁷⁵ BERMÚDEZ RODRÍGUEZ, Jessenia. Estado del arte sobre el modelo de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trust (REIT) [En línea]. Trabajo De Grado Presentado Como Requisito Para Optar Al Título De Maestría En Gerencia De Proyectos. Medellín. Universidad EAFIT. Escuela de Administración, 2018. Pag 9. [Consultado el 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/12979/Jessenia_BermudezRodriguez_2018.pdf?sequence=2&isAllowed=y

⁷⁶ GONZÁLEZ GARCÉS, Simón. Estructura para la operación y la administración de negocios inmobiliarios. CASO: Grupo Argos S.A. [En línea]. Trabajo de grado para optar al título de Ingeniero Administrador. Envigado. Escuela de ingeniería de Antioquia. Ingeniería administrativa, 2014. p. 13. [Consultado el 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://repository.eia.edu.co/bitstream/11190/1700/1/GonzalezSimon_2014_EstructuraOperacionAdministracion.pdf

⁷⁷ Ibid., p. 13.

⁷⁸ Ibid., p. 13.

gestión son más bajos que los fondos activos y muestran los valores que incluye exactamente, asegurando así la transparencia⁷⁹.

3.2.3 Clasificación de los REIT por sectores.

- Sector Inmobiliario. Este sector está conformado por empresas que tiene como actividad principal, la compra, venta, administración y alquiler de un bien inmueble, es decir, aquellos bienes que tienen como característica la permanencia fija en un mismo lugar. Al igual que en Colombia, los bienes inmuebles están destinados a desarrollar actividades en concreto, es así, que los REIT se conforman dependiendo el sector para lo cual se están destinados sus bienes inmuebles.

Clasificación de los REIT en Estados Unidos según su sector:

- **Minorista (Retail):** “Posee y administra bienes raíces minoristas y alquila espacio en esas propiedades a los inquilinos. Los REIT minoristas incluyen REIT que se centran en grandes centros comerciales regionales, centros de venta, centros comerciales anclados en supermercados y centros de poder que cuentan con grandes tiendas minoristas⁸⁰”, la ventaja de estos es que en su modelo de arrendamiento el inquilino asume la mayoría de los gastos operativos.
- **Oficina (Office):** Invierten en edificios de oficinas. Reciben ingresos de alquiler de inquilinos que por norma general han firmado contratos de alquiler a largo plazo⁸¹.
- **Hipoteca:** Estos pueden ofrecer la oportunidad a los inversionistas de tener dividendos más altos, pero no significa que van a estar exentos de riesgo, con estos REIT se puede beneficiar de las hipotecas y valores por hipotecas que son las financiadoras de los inmuebles⁸².
- **Resort (Lodging):** Son aquellos REIT se dedican a alquilar espacios a huéspedes en hoteles y resorts, dependiendo de la necesidad del cliente, ya sea por negocios o de turista⁸³.
- **Infraestructura (Infrastructure):** REIT de bienes inmuebles de infraestructura como lo son los cables de fibra, infraestructura inalámbrica, todo tipo de tuberías de energía, y torres de telecomunicaciones⁸⁴.
- **Industrial:** “Industriales poseen y administran instalaciones industriales y alquilan espacio en esas propiedades a los inquilinos”, en estos se encuentran

⁷⁹ ANÓNIMO. ¿Qué es un ETF? [En línea]. BlackRock. Colombia. [Consultado: 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.blackrock.com/co/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/que-es-un-etf>

⁸⁰ NAREIT. Reit Sectors [En línea]. Reit.com. [Consultado el 20 de septiembre de 2019]. Disponible en Internet: <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors>

⁸¹ Ibid., p. 1.

⁸² Ibid., p. 1.

⁸³ Ibid., p. 1.

⁸⁴ Ibid., p. 1.

almacenes y centros de distribución, usado comúnmente por inquilinos que necesitan realizar sus entregas rápido⁸⁵.

- **Salud (Health Care):** Los REIT de atención médica invierten en bienes raíces de hospitales, centros médicos, centros de enfermería, consultorios, instalaciones de enfermería y casas de retiro. El éxito de esta inmobiliaria está directamente ligado al sistema sanitario⁸⁶.
- **Diversificado (Diversified):** Son aquellos REIT que están conformados por carteras de diferentes propiedades, como Resort, Residencial, Industrial, etc.⁸⁷.
- **Centro de Datos (Data Center):** REIT con instalaciones dedicadas a almacenar datos de forma segura, tanto seguridad física, como el suministro de fuentes de alimentación y enfriadores⁸⁸.
- **Residencial (Residential):** Poseen y administran residencias para su arrendamiento, a diferencia de los REIT resort, estos se especializan en apartamentos, casas prefabricadas, viviendas, con propiedades para inquilinos en específico, etc.⁸⁹.
- **Almacenamiento (self-storage):** Estos REIT poseen y gestionan instalaciones de almacenamiento, ya sea para personas o empresas⁹⁰.
- **Timberland:** Son aquellos REIT dedicados a la venta y cosecha de madera⁹¹.
- **Especiales (Specialty):** son aquellos REIT que no se encuentran en ninguna de las categorías anteriores, un ejemplo de estos son las salas de cine, los casinos, sitios de publicidad exterior (anuncios en lugares públicos), y tierras de cultivo⁹²

3.2.4 Crecimiento de los REITs. Luego de que el Congreso de los Estados Unidos promulgara la legislación inicial para autorizar los REITs en 1960, para 1961 entraron los REITs de Centros Comerciales y Centros Comerciales Comunitarios. Una vez que se les permitiera operar con normalidad a estos vehículos, en 1967 se sumaron los bienes inmuebles de ferrocarril. En los años 70 entraron los de alojamientos y resorts, para el 71 los de apartamentos y almacenes / instalaciones distributivas y para 1972 los CBD edificios de oficinas⁹³. Esto implicó un crecimiento en 10 años en aproximadamente de 6 REITs en el mercado, donde se pudo ver una recepción positiva por parte de los inversionistas en el mercado.

En la década de los 80 se integraron otros 10 REITs al mercado de valores, como las pistas de carreras en 1980, en el 85 los de instalaciones de atención médica y

⁸⁵ Ibid., p. 1.

⁸⁶ Ibid., p. 1.

⁸⁷ Ibid., p. 1.

⁸⁸ Ibid., p. 1.

⁸⁹ Ibid., p. 1.

⁹⁰ Ibid., p. 1.

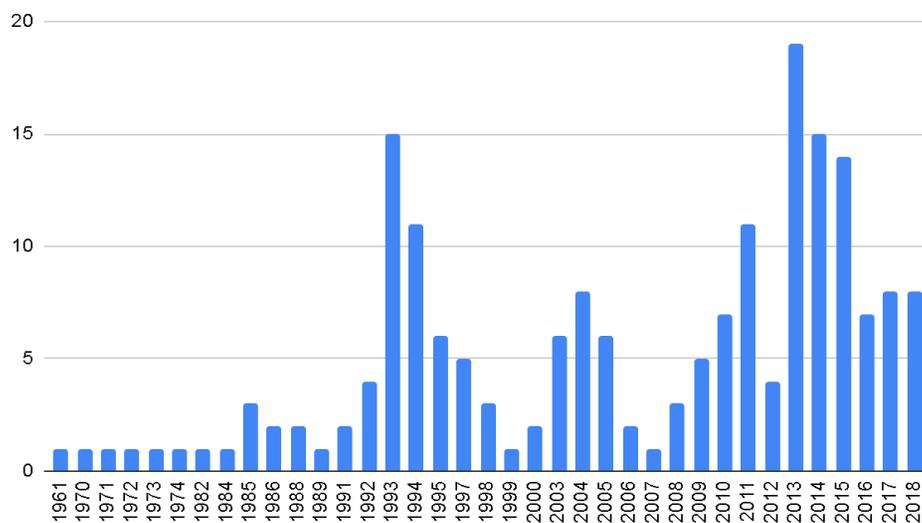
⁹¹ Ibid., p. 1.

⁹² Ibid., p. 1.

⁹³ NAREIT. History of REITS [En línea]. Reit.com [Consultado el 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.reit.com/sites/default/files/Relaunch/Nareit_ListingOfREITs_Timeline.jpg

edificios de oficinas suburbanos y almacenamiento. En el periodo de tiempo de 1990 a 2004 hubo un aumento de estos vehículos inmobiliarios en un 293.75% frente a los años anteriores, es decir; se habían sumado 63 REITs más para un total de 79, entre estos se pueden encontrar; propiedades netas arrendadas, tiendas de fábrica, campos de golf y comunidades de casas prefabricadas, edificios de ciencias de la vida, salas de cine y cárceles, concesionarios de automóviles, viviendas para personas mayores, torres de telecomunicaciones y bosques, estaciones de gasolina, sucursales bancarias y centros de datos y oficinas arrendados a viviendas alimentadas, militares, militares y de estudiantes⁹⁴.

Grafica 11. Entrada de los REIT a Nareit



Fuente: elaboración propia con base en: NAREIT. REIT and Publicly Traded Real Estate Company Directory [En línea]. [Consultado 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/reit-directory/company>

De 2005 a 2018 hubo un crecimiento de los REITs en un 39.24%, lo que en un periodo de 13 años se sumaron 110 vehículos más, ocasionado principalmente por la aceptación positiva por parte de los inversionistas y del mercado, los últimos REITs lanzados al mercado fueron tuberías y viviendas de alquiler unifamiliares, tierras de cultivo y casinos, publicidad exterior y almacenamiento comercial y líneas de transmisión eléctrica⁹⁵.

Esta investigación se basó principalmente en información recopilada de 195 REIT en específico, pues son los REIT que según NAREIT, se encuentran cotizando en la Bolsa de valores, sin excluir, que también existen los REIT públicos no cotizados y los REIT privados, sin embargo, por efectos de información, se decidió trabajar con los 195 REIT que cotizan en el mercado de valores de Estados Unidos, es

⁹⁴ NAREIT. History of REITS. Op. Cit.

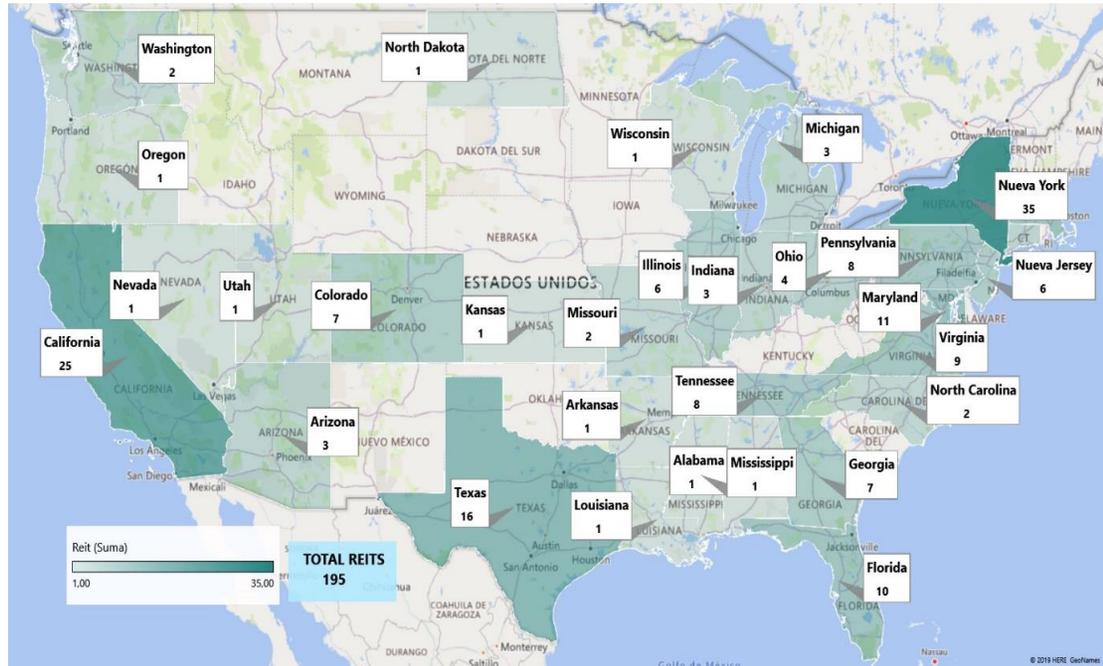
⁹⁵ Ibid., p. 1.

importante entender, que al igual que cualquier otro activo de la renta variable, las instalaciones de estos activos se encuentran dispersos por todo EE.UU, es así que en la ilustración 16, podemos observar cómo se encuentra la distribución de los 195, ya que se pensaría que todos están en los principales estados, como new york, Texas California, etc. sin embargo, por las características como fideicomiso, lo que encontramos es muy diferente, pues la ubicación de las sedes principales no representa las verdadera conformación del sector inmobiliario.

3.2.5 Participación y rendimiento de los REIT con oferta pública por sector. La Asociación Nacional de Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria o en inglés, The National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) es una de las voces más representativas a nivel mundial para los fideicomisos de inversión en bienes raíces (REIT) y empresas del mismo mercado que cotizan en bolsa, los cuales han tenido un interés por cerca de 60 años en el sector de bienes raíces en los Estados Unidos. Los miembros son compañías que hacen parte, operan y/o financian bienes raíces que generan ingresos, así como firmas o individuos que asesoran, estudian y dan servicio a estos negocios. NAREIT es mediador por la inversión inmobiliaria basada en los REIT con los responsables políticos y la comunidad de inversión global, entendiendo que una de las características principales los REIT, es que son bienes inmuebles que trabajan para la persona⁹⁶.

⁹⁶ NAREIT. Real estate working for you. About Nareit [En línea]. Reit.com. [Consultado el 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/nareit>

Ilustración 8. Distribución de los REIT con oferta pública



Fuente: elaboración propia con base en: NAREIT. REIT and Publicly Traded Real Estate Company Directory [En línea]. [Consultado 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/reit-directory/company>⁹⁷.

En la ilustración 8 podemos observar la distribución de los 195 REIT de estudio en los Estados Unidos. Estas cifras corresponden a la ubicación de la sede principal de los REIT, ya que la conformación de los REIT implica que estos cuenten con varias propiedades distribuidas a lo largo del país.

Actualmente según NAREIT (REIT Y Directorio de Empresas de Bienes Raíces), existen 195 REIT con oferta pública en los Estados Unidos de América. En la ilustración 8, se puede observar cómo es la distribución de estos vehículos y la mayor concentración de estos se localiza en el Estado de New York, con el 17.94% (35 REIT), 4 de estos 35 REIT son del sector diversificado, es decir, el 20% de los REIT diversificados se encuentran en este lugar, asimismo, de los 20 REIT hipotecarios, el 35% de ellos se ubican en New York.

Después de New York, los Estados con más cantidad de REIT establecidos son California y Texas, seguidos por Maryland y Massachusetts con 11 REIT cada uno. California cuenta con 25 REIT, dedicados a sectores como: Salud, Hipoteca, Industrial, Resorts, Infraestructura, Oficina, Residencial, Almacenamiento y

⁹⁷ (*) NOTA: Hawái e Islas Vírgenes cuentan con un REIT, pero no se encuentran en la ilustración. Datos compilados de agosto de 2019, Solo fines ilustrativos.

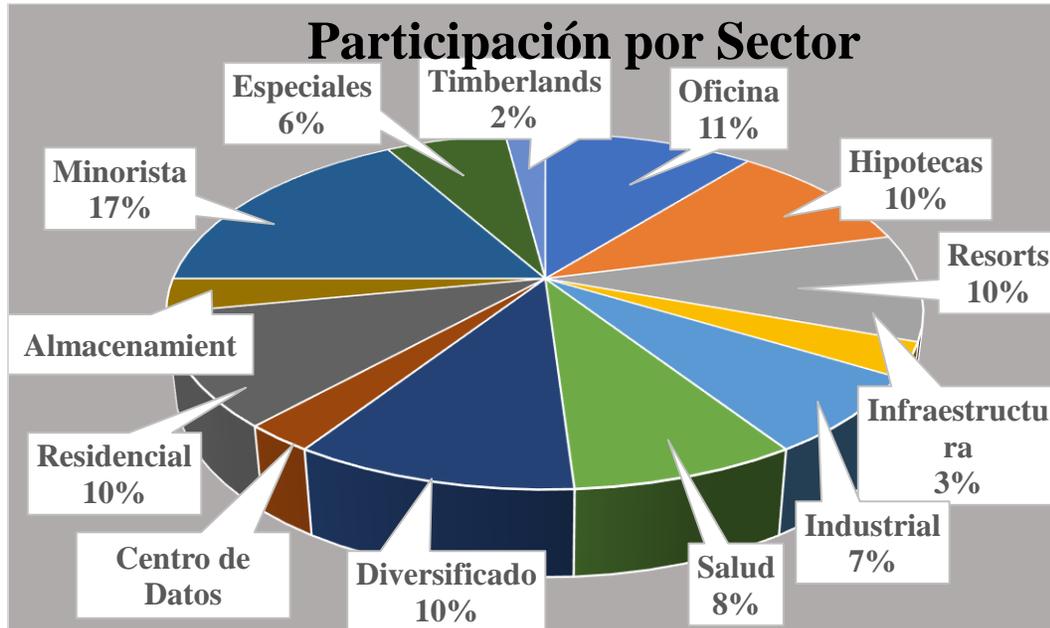
Minorista, lo que refleja la gran diversificación que existe en este tipo activos financieros. Texas cuenta con 16 REIT, los cuales, 4 son REIT residenciales, representando un 25% de este sector. Los estados como Tennessee, Virginia, Georgia, Colorado, Illinois, New Jersey, Pennsylvania y Florida, aguardan entre 6 y 9 REIT, mientras en doce (12) estados como Nevada, Arkansas, Alabama etc. Solo se encuentra un REIT, es decir, estos solo tienen una participación del 0.51% en el REIT con oferta pública, a excepción de Connecticut, Arizona y Michigan que albergan 3 REIT Y Ohio que alberga 4 REIT.

Los diferentes REIT tienen una gran cantidad de propiedades, uno de los casos particulares de la ubicación de estos es en Arkansas, en donde solo se alberga un REIT dedicado al sector infraestructura, sin embargo; es el único con un rendimiento negativo de todo el sector, esto implica que no todos los REIT son aptos para ubicarse en cualquier lugar. En la ilustración no se encuentra ni Hawái ni las Islas Vírgenes, ya que en estos dos Estados cuentan con un REIT cada uno.

En Hawái se encuentra el Alexander y Baldwin, Inc., está dedicado al sector diversificado, y el Front Yard Residential Corporation en las islas Vírgenes, está enfocado al alquiler de viviendas, el cual para el mes de agosto de 2019 contaba con una rentabilidad anual de -6.75%, sin embargo; después de una revisión en el mes de septiembre, la rentabilidad pasaba de -6.75% a 8.32%, lo que más adelante será una línea para comprender que la rentabilidad de los REIT es tan fluctuante como la rentabilidad de cualquier otra compañía.

3.2.6 Participación de los REIT con oferta pública por sector. De los 195 REIT que se analizaron, el sector al que más se dedican estos REIT es al sector MINORISTA, que aborda aproximadamente el 17% de los REIT que poseen y administran propiedades como centros comerciales, centros de venta, centros comerciales en supermercado etc. Un ejemplo del portafolio de REIT en este sector es el Agree Realty Corporation (ADC), que representa una rentabilidad anual a agosto de 2019 de 32.70%, este REIT tiene propiedades en 43 estados, con un aproximado de 422 propiedades dedicadas a su alquiler.

Grafica 12. División de los REIT con oferta Pública por Sector



Fuente: elaboración propia con base en: NAREIT. REIT and Publicly Traded Real Estate Company Directory [En línea]. [Consultado 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/reit-directory/company>

Uno de los Estados en los que más tienen propiedades es Michigan con 47 propiedades, sin embargo; no todos los REIT tienen como ubicación principal el Estado en el que más tienen propiedades, pues en este mismo sector minorista se encuentra Store Capital Corporation (STOR), con una rentabilidad del 32.50%, donde su edificio principal en Arizona cuenta con 74 propiedades, sin embargo; la mayor parte de propiedades la tienen en Texas con 199, este REIT cuenta actualmente con 1761 propiedades por todo el territorio estadounidense, comparando este con el anterior, se puede observar, que la rentabilidad no solo depende del tamaño del REIT, sino de las características de las propiedades.

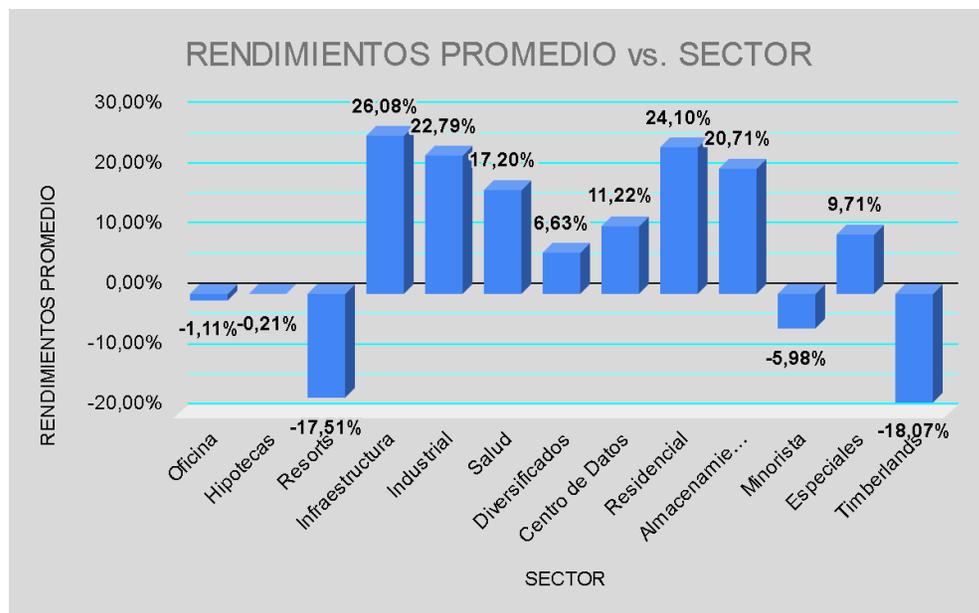
El segundo sector con más participación entre los REIT es el de OFICINA, con 21 REIT, seguido por el sector de HIPOTECAS, RESIDENCIAL Y DIVERSIFICADOS, cada uno con 20 REIT contando con el 10% de participación cada uno. El sector de Hipotecas y Oficina son los únicos que con esta participación tienen rendimientos negativos, véase en la gráfica 12.

La grafica 12 está diseñada con el promedio del rendimiento de los diferentes sectores de los REIT que se encuentran en Estados Unidos, en porcentaje promedio el sector que más rendimientos generan son aquellos que se dedican a la infraestructura con 26.08%, seguido por los residenciales con un promedio de

24.10%, el sector industrial con 22,79% de rendimiento y los de almacenamiento que se acercan al 21.71% de rendimiento.

Puede que estos porcentajes de rendimiento no sean tan altos en comparación con otros activos de la renta variable de Estados Unidos, sin embargo, cabe precisar que este es solo un promedio ponderado de todos los REIT que conforman los diferentes sectores, pues si bien en promedio el sector infraestructura tiene 26.08% de rendimiento, es un rendimiento el cual está generado por 6 REIT, en los que se encuentran dos que superan más del 50% de rendimiento, tres por encima del 29% y tan solo uno (Uniti Group) con un rendimiento negativo del -56.26% anualmente.

Grafica 13 . Rendimiento de los REIT por sectores



Fuente: elaboración propia con base en: NAREIT. REIT and Publicly Traded Real Estate Company Directory [En línea]. [Consultado 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/reit-directory/company>

Sectores como los Resorts, Minorista, Oficina e Hipotecas presentan en la gráfica 13 rendimientos negativos, no obstante, son sectores que están conformados por más de 20 REIT cada uno.

Por otro lado se encuentran 19 REIT dedicados a servicios de Resort, de los cuales tan solo 2 tiene un rendimiento positivos que no supera el 3%, lo que podría representar que no todos sectores son de gran atractivo tanto para el inversionista, como para aquellos usuarios estos edificios, lo que no es el caso del sector de oficina, puesto que de los 21 dedicados al alquiler de oficinas, 10 de ellos presentan rendimientos mayores del 1% hasta el 33%, como el Commercial Trust Corp. de la ciudad de Dallas (TEXAS).

Los REIT dedicados a servicios de hipotecas son un caso particular de inversión, pues las compañías y los bancos dedicados al préstamo para la compra de vivienda con respaldo del mismo bien inmueble se han ido recuperando poco a poco desde el año 2007, y esto se puede ver reflejado en la confianza que generan los REIT de Hipotecas pues gracias a su conformación, para invertir, adquirir y otorgar préstamos hipotecarios los cuales se encuentran garantizados por propiedades multifamiliares, residenciales comerciales, unifamiliares etc.⁹⁸. Tiene un rendimiento promedio de -0.21%, destacando que al igual que otros sectores, en este también existen REIT que tienen rendimiento anual positivo, incluso cerca del 22% y otros como es el caso de Tremont Mortgage Trust que tiene un rendimiento anual visto al mes de septiembre de 2019 de un -58.76%.

Otro sector que presenta un comportamiento positivo, es el de la salud, pues no solo se ve reflejado en el promedio de rendimiento de un 17,20%, sino que lo curioso de los 16 REIT que se dedican al cuidado de la salud, que tan solo uno presenta rendimiento negativo, el Senior Housing Properties Trust (SNH) con -50.14%, mientras REIT como el Community Healthcare generan 44.52%, el Welltower Inc. (WELL) un 40.39%, considerándolo como uno de los mejores sectores para la conformación de un REIT.

Los REIT no se pueden ver desde la perspectiva de la inversión a corto plazo, si bien como caracteriza principal es la creación de liquidez para el sector inmobiliario, también existen REIT que se crearon con fines específicos a largo plazo, es el caso de los Timberland los cuales se conformaron como propietarios privados de bosques cuya actividad principal es la producción de madera, el ejemplo más importante de estos REIT es el Weyerhaeuser (WY), como uno de los mayores dueños de bosques forestales, con operación desde el año 1900, con “12.2 millones de acres de bosques forestales en los EE.UU.”⁹⁹, sin embargo; la importancia no solo subyace en el rendimientos de estos REIT, sino también demuestran que estos le facilitan el acceso al inversionista minoritario, lo que hace aproximadamente en 20 años no se tenía ni pensado para aquellos que no contaban con grandes sumas de capital, pues se requieren grandes sumas de dinero para poder adquirir un mínimo de hectáreas de bosques, que en la mayoría de casos, eran miles de hectáreas, no obstante, con la entrada de los ETF dedicados a la madera, se creó una nueva opción para los inversionistas con un perfil moderado, si bien el rendimiento promedio de este sector es de -18.07%¹⁰⁰. Sin embargo, para un inversionista, el REIT no puede ser comparado solamente consigo mismo por lo cual se realizó una comparativa frente a otros activos.

⁹⁸ NAREIT. What is a REIT?. Op. Cit.

⁹⁹ NAREIT. Weyerhaeuser (WY) [En línea]. Reit.com [Consultado el 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/reit-directory/weyerhaeuser>

¹⁰⁰ FORESTALMADERERO. Los bosques son una buena inversión [En línea]. [Consultado el 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.forestmaderero.com/articulos/item/los-bosques-son-una-buena-inversion.html>

3.3 IMPORTANCIA DEL REIT EN ESTADOS UNIDOS

Teniendo en cuenta el contexto del REIT en Estados Unidos en este apartado, se realizará un análisis de su comportamiento frente a otros activos financieros que tienen gran peso en la economía americana, los cuales son el bono del tesoro norteamericano a 10 años, el Índice Standard & Poor's y la compañía de ventas al menudeo Wal-Mart, con respecto al índice FTSE Nareit, a través de la metodología comparativa de sus betas, de Ratio de Treynor, el Ratio de Sharpe y el índice de Benchmark.

- **Real-Time Index Returns:** La serie FTSE Nareit US Real Estate Index Series está centrada en REIT que rastrea el desempeño de la industria REIT en Estados Unidos, a nivel de la industria sector por sector. El FTSE EPRA / Nareit Global Real Estate Index representa el desempeño de las acciones inmobiliarias en todo el mundo¹⁰¹. FTSE Nareit US Real Estate Index es un índice que es ponderado por la capitalización bursátil que se ajusta por flotación libre de REIT de acciones e hipotecas de EE. UU. Los componentes del Índice incluyen todos los REIT que son calificados para impuestos, los cuales también cumplen con los criterios de liquidez y tamaño mínimo de FTSE¹⁰².

El índice FTSE NAREIT US REAL ESTATE INDEX, está compuesto por; todas las acciones REIT, industrial, oficina, al por menor, centros comerciales, centros comerciales regionales, de pie, residencial, apartamentos, casa prefabricadas, diversificado, alojamiento/resorts, cuidado de la salud, almacenamiento, madera, infraestructura, REIT de renta variable, bienes raíces 50, REIT hipotecario, financiamiento de vivienda, financiamiento comercial, índice de bienes inmuebles. Y el FTSE RAFI US 100. Y el FTSE EPRA/NAREIT GLOBAL REAL ESTATE INDEX es un índice diseñado para rastrear el desempeño de las compañías inmobiliarias cotizadas en países desarrollados y emergentes de todo el mundo¹⁰³, este se compone de; Américas, Europa, Asia Pacífico, Medio Oriente y África, desarrollado, Norteamérica, Asia desarrollada, Europa desarrollada, emergente, Américas emergentes, Asia Pacífico emergente, EMEA emergente, Europa Emergente, Oriente Medio emergente y África y el FTSE RAFI Global ex índice de bienes raíces de EEUU.

- **S&P500: Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P).** es una compañía enfocada en el sector de la banca, dedicada a la calificación de riesgo, investigación financiera y análisis accionarios y de bonos, de ahí se desglosa un

¹⁰¹ SPINDICES. S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City Composite Home Price NSA Index [En línea]. Spindices, párr 1. [Consultado el 25 de septiembre de 2019]. Disponible en Internet: <https://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-corelogic-case-shiller-20-city-composite-home-price-nsa-index>

¹⁰² NAREIT. FTSE Nareit Composite (FNCO) [En línea]. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/real-time-index-returns/fnco-ftx>

¹⁰³ NAREIT. FTSE EPRA/Nareit Global (ENHG.EUR) [En línea]. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/real-time-index-returns/enhgeur-ftx>

índice compuesto por la capitalización de las 503 empresas dedicadas a sectores como: tecnología de la información, financiero, salud, consumo discrecional, industria, consumo básico, energía, materiales, servicios públicos, sector inmobiliario y telecomunicaciones¹⁰⁴.

Este índice es utilizado por el inversionista para comprender la situación actual del mercado, es mundialmente utilizado por fondos de inversión para evaluar su rendimiento y riesgo, adicionalmente determina la solvencia y estabilidad los sectores que lo componen. Las clasificaciones del S&P mundiales impulsan la evaluación comparativa universal, transparencia y crecimiento empresarial, adicionalmente se ofrecen servicios como clasificaciones crediticias, las cuales hacen una investigación del riesgo y brindan información sobre la claridad del mercado y por ende los inversionistas puedan tomar la mejor decisión de inversión¹⁰⁵.

- **Bono 10 años de EEUU:** Cuando existe un déficit en el gobierno federal, el Departamento del Tesoro para compensar la diferencia entre gastos e ingresos, pide prestado, por ende, la deuda federal es la cantidad de dinero que el gobierno federal debe. Este dinero es tomado a través de emisión de valores como bonos, letras y pagarés, estos a través del Tesoro, estos valores suelen ser atractivos porque están respaldados por el crédito y plena fe del Gobierno americano, su gama de vencimiento es amplia, está exento de impuestos y la gran mayoría son comercializables, esto quiere decir que puede revenderse en el mercado financiero. El objetivo de la deuda del Tesoro garantiza que las necesidades financieras del gobierno federal sean satisfechas a un costo menor para quienes contribuyen, esto a lo largo del tiempo¹⁰⁶.

3.3.1 Comportamiento del Índice FTSE NAREIT REIT en el mercado estadounidense. Cuando se realiza una comparación de activos, lo más importante es entender que en ciertos mercados, existen activos que por sus características de conformación, pueden considerarse como activos con un riesgo mínimo de inversión, o activos con una tasa libre de riesgo, pues su rentabilidad es ya esperada y su riesgo depende de su volatilidad, lo que implica que su volatilidad es casi nula, en muchos casos hablamos de activos de deuda pública de grandes economías, ya que dichos títulos están respaldados por la solvencia económica de dicho país, como un ejemplo de ello y el cual es utilizado para nuestra comparativa es el rendimiento del bono del tesoro a 10 años de Estados Unidos, si bien, este activo

¹⁰⁴ AVATRADE Trade with Confidence. ¿Qué es el índice S&P 500? [En línea]. AVATRADE. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.avatrade.es/cfd-trading/indices/sp-500>

¹⁰⁵ SPGLOBAL. About S&P Global Ratings [En línea]. S&P Global. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/index.aspx>

¹⁰⁶ U.S GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE. Federal Debut [En línea]. GAO U.S. Government Accountability Office. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.gao.gov/americas_fiscal_future?t=federal_debt

se considera libre de riesgo, en nuestra metodología, acuñamos, un activo con características diferentes, donde su volatilidad (riesgo) depende del comportamiento del mercado y así mismo su rendimiento, pero que se ha categorizado por ser uno de los activos de medición del mercado más importante a nivel global, y fue el Standard & Poor's.

Se realizó la estimación del beta de cada activo financiero con respecto al mercado (Índice Standard & Poor's), para observar el comportamiento del activo, con respecto a la sensibilidad del mercado y el resultado obtenido fue:

Tabla 3. Comparación del BETA del Índice FTSE NAREIT

Sensibilidad ante el Riesgo del Mercado			
Mercado (Índice Standard & Poor's)	FTSE NAREIT	10-Yr Bond	Walmart Inc.
BETA	0.737192866	1.06427059	0.52840756

Fuente: elaboración propia con base en: YAHOO FINANCE [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>. INVESTING. [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://es.investing.com/>

Como observamos en la tabla 3, después de analizar el periodo comprendido entre septiembre de 2010 y septiembre de 2019, una de las empresas menos volátiles fue Walmart Inc., ya que su beta es menor que el beta del Índice FTSE NAREIT y del 10-Yr Bond, por lo cual, si el mercado sube en un 1% o 2% las acciones no se moverán en el mismo sentido, lo que implica que Walmart no es tan sensible a las condiciones del mercado. Analizando el rendimiento del 10-Yr Bond lo que se observa es que es un activo el cual es demasiado sensible ante los movimientos del mercado, ya que su beta es de 1.06, lo que implica que este instrumento financiero se comporta proporcionalmente al comportamiento del mercado, sin embargo, se esperaría que esto no sucediera, pues como se dijo anteriormente, el bono a 10 años es considerado como uno de los activos libre de riesgo más importantes del mundo, pero lo cual se trastoca, ya que se entiende, que por ser un título de deuda de un país, su volatilidad dependerá de las condiciones de la economía.

Lo contrario se observa con el FTSE NAREIT, el cual mide el comportamiento del mercado REIT estadounidense, implicando, que todos los REIT que componen este índice, no se ven directamente relacionados con los cambios que suceden en el mercado, ya que su beta es menor a 1 (0.737), lo que indica que su riesgo sistemático frente al mercado en los últimos 9 años ha sido bajo y constante.

Es decir, si un inversionista desea conformar un portafolio, dicho portafolio se puede conformar tanto del FTSE NAREIT como de la Compañía Walmart, esperando una rentabilidad considerable, pero con un riesgo menor que si invirtiera en la compra de bonos de EEUU a 10 años, que se sabe que tiene un interés fijo, pero que su vez, está condicionado por lo que pase coyunturalmente en el mercado.

3.3.2 Rentabilidad histórica del RETI de Estados Unidos con respecto al riesgo (Ratio de Sharpe). El Ratio de Sharpe: “Mide Numéricamente la relación Rentabilidad / Volatilidad Histórica (desviación standard)”¹⁰⁷, La metodología del Ratio de Sharpe, corresponde a la resta entre la rentabilidad esperada de una acción o de un fondo y su tasa de riesgo, entre la volatilidad o desviación estándar utilizando dicha volatilidad como el riesgo asociado al instrumento financiero

$$\text{Ratio Sharpe} = \frac{\text{Rentabilidad esperada} - \text{Tasa Libre de Riesgo}}{\text{Desviación Standard de la rentabilidad- Volatilidad (Riesgo)}}$$

William Sharpe, asegura que entre mayor sea el Ratio, mejor será la rentabilidad del instrumento financiero, en relación con el riesgo de invertir en este, ya que a mayor riesgo (volatilidad), se espera que mayor sea su rendimiento, por lo cual se espera que cuando la volatilidad del activo sea alta, menor será el Ratio de Sharpe¹⁰⁸.

Grafica 14. Relación Rentabilidad /Riesgo (Ratio de Sharpe)



Fuente: elaboración Propia con base en: YAHOO FINANCE [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>. INVESTING. [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://es.investing.com/>

¹⁰⁷ SELF BANK. ¿Qué es el ratio de Sharpe? [En línea]. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.selfbank.es/centro-de-ayuda/fondos-de-inversion/que-es-el-ratio-de-sharpe#>

¹⁰⁸ Ibip., p.1.

El Ratio se diseñó bajo las mismas condiciones para cada activo analizado, pues la oscilación de la volatilidad se trabajó con los mismos promedios ponderados semanales desde septiembre de 2010 hasta septiembre de 2019.

Lo que se observa es que el Índice de Sharpe del 10-Yr Bond es el más bajo de todos con un ratio de **(0,00403)**, lo que expresa que a lo largo de los últimos 9 años, su retorno ha sido demasiado bajo, con respecto al riesgo asociado a la volatilidad, esto, comparado con los demás activos como es el SPX500, pues se observa que su rentabilidad con respecto a su riesgo, ha sido más alta, con un valor de **(0,1128)**, superior a cualquiera de nuestros activos estudiados, sin embargo, nuestro Índice FTSE Nareit, no se queda rezagado, pues su Índice de Sharpe es de **(0.0672)**, que si bien no es igual que el SPX500, si es cercano al de la compañía Walmart Inc., y muy superior al del 10-Yr Bond, lo que implica que su retorno ha sido considerablemente alto en relación con su riesgo, por lo cual, es un activo que podría conformar un portafolio basado en la rentabilidad / riesgo (Selección de portafolio de Harry Markowitz)

3.3.3 Rentabilidad histórica de los REIT de Estados Unidos con respecto al riesgo del mercado (Ratio de Treynor). El Ratio de Treynor “Mide el diferencial de rentabilidad obtenido sobre el activo libre de riesgo por unidad de riesgo sistemático o no diversificable del portafolio, representado por su Beta”¹⁰⁹, suponiendo que, al observar el riesgo del mercado, el inversionista tiene la opción de disminuir dicho riesgo a través de la diversificación de los activos.

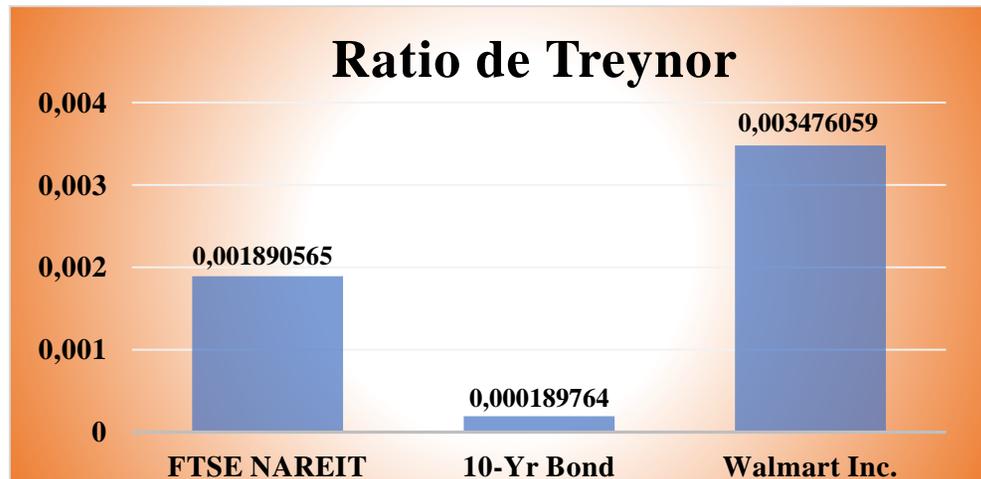
Es decir, entre mayor sea el Ratio, mayor será la eficiencia del activo frente al riesgo del mercado, sin importar la correlación de los activos con el mercado, en este caso el Ratio no mide la correlación del Índice FTSE Nareit, el 10-Yr Bond y Walmart Inc. Con el Standard & Poor's.

Ratio de Treynor se expresa a través de:

$$\text{Ratio Treynor} = \frac{\text{Rentabilidad esperada} - \text{Tasa Libre de Riesgo}}{\text{Beta (Riesgo de Mercado- Standard \& Poor's)}}$$

¹⁰⁹ GOMERO GONZALES, Nicko Alberto. Universidad Nacional Mayor de San Marcos-UNMSM / Lima-Perú. portafolios de activos financieros utilizando el modelo de sharpe y treynor [En Línea]. [Consultado: 19 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://docplayer.es/17625861-Portafolios-de-activos-financieros-utilizando-el-modelo-de-sharpe-y-treynor.html>

Grafica 14. Rentabilidad /Riesgo de Mercado



Fuente: elaboración Propia con base en: YAHOO FINANCE [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>. INVESTING. [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://es.investing.com/>

Observando la gráfica 14, podemos concluir que el análisis del retorno esperado de los instrumentos financieros, con respecto al criterio de riesgo de mercado y no de su propio riesgo (volatilidad), sigue siendo mucho menor que el del comportamiento del 10-Yr Bond, ya que su Índice, está alrededor de **(0,000189)**, muy por debajo del FTSE Nareit con **(0,00189)** y, Walmart Inc. con **(0,0347)**, lo que implicaría que a lo largo de los últimos 9 años, tanto los REIT estadounidenses y Walmart han sido compañías que se han comportado con un riesgo de mercado más bajo incluso frente a un activo considerado libre de riesgo.

Es decir, que, si un inversionista desea conformar un portafolio con activos de renta variable e incluso entre activos de renta fija, con un riesgo hacia mercado más bajo, dicho portafolio se puede conformar tanto por la compañía Walmart como por los diferentes REIT. Esto deja al mercado inmobiliario para los inversionistas en estados unidos como un activo que no solo ha tenido un riesgo individual bajo, si no que ha tenido un rendimiento alto a lo largo de los años con respeto al riesgo del mercado.

Si bien los inversionistas tienen diferentes perfiles donde influyen a la hora de tomar una decisión frente a la adquisición de bienes y servicios, ya que no muchos son propensos al riesgo y, por ende, siempre buscan una estabilidad que no les genere pérdidas. Sin embargo; un vehículo de inversión como el REIT le genera al inversionista diversificación a su portafolio ya que hay una correlación muy baja entre los títulos de renta fija y las acciones, también flujos estables y crecientes, reduciendo el riesgo frente a activos inmobiliarios. Adicionalmente tienen una administración especializada y profesional la cual ayuda a maximizar su desempeño de manera dinámica y creciente, es un activo líquido frente a otros de tamaños

iguales o mayores y finalmente ofrecen una rentabilidad alta frente a una volatilidad alta¹¹⁰.

3.3.4 Retorno/Riesgo del índice REIT frente a otros activos. La metodología usada para un análisis simple de retorno /riesgo fue la de Benchmark, la cual se categoriza como una referencia que puede ser utilizada para hacer comparaciones o para medir el rendimiento de una inversión, comparando el riesgo de sí misma, financieramente es un indicador utilizado para evaluar la eficiencia en la gestión de una cartera¹¹¹.

Como se puede ver en la gráfica 15 se analiza el Riesgo-Retorno del REIT, bono a 10 años, la acción de Walmart y el Standard & Poor's en el periodo 2010 a 2019. No se analizó desde el año 2008 puesto que la crisis de las hipotecas subprime , afecto fuertemente a dos de nuestros activos principales, por un lado al S&P por ser una calificadora de riesgo que no se adelantó a la crisis y por otra parte a los REIT, siendo los activos directamente relacionados con la crisis, es así, que el índice de acciones REIT, que poseían propiedades comerciales y constituían gran parte del mercado, llego a bajar un 49.16% según el NAREIT (Asociación Nacional de Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria) y el índice del Standard & Poor's se habría deslizado un 40.1% en lo corrido del 2008¹¹².

Si bien el mercado REIT para finales de 2008 se estaban negociando con grandes descuentos de acuerdo a los activos que poseían en ese momento, fomento dudas entre los inversionistas para volver a comprar este tipo de activos, puesto que a medida que pasaba el tiempo se veían grandes problemas frente a la crisis, no obstante; los analistas veían un panorama de incertidumbre para los inversionistas frente a este vehículo pero con una salida diferente a lo que podían presentar las compañías directamente frente a la crisis¹¹³.

Teniendo en cuenta el contexto de la crisis de 2008, los REITs así como las acciones y demás vehículos de inversión empezaron a tener una recuperación paulatina, ya que persistía la desconfianza por parte de los inversionistas frente a depositar su dinero nuevamente en la bolsa, por ende se analizó un periodo de 9 años.

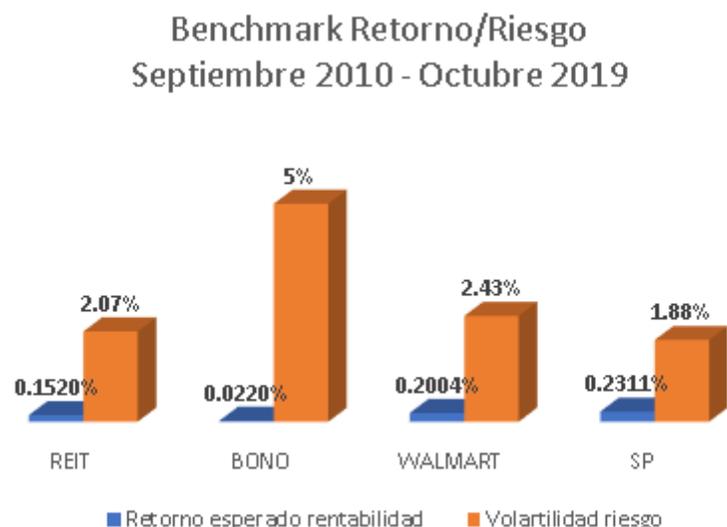
¹¹⁰ BRIGARD & URRUTIA, ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS. Op. cit., p. 7.

¹¹¹ ELECONOMISTA.ES. Benchmark [En línea]. [Consultado: 20 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/benchmark>

¹¹² MARINO, Vivian. A Year of Tumult for REITs [En línea]. The New York Times. Estados Unidos. [Consultado: 20 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2008/12/14/realestate/commercial/14sqft.html>

¹¹³ Ibid., p. 1.

Grafica 15. Línea del tiempo de las economías que adoptaron el Modelo REIT



Fuente: elaboración Propia con base en: YAHOO FINANCE [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>. INVESTING. [en línea]. [Consultado 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://es.investing.com/>

Si bien entre 2010 a 2019 se analizaron diferentes activos, el REIT es un vehículo que, a pesar de afrontar una crisis y pérdida de inversionistas, su atractivo sigue siendo el hecho de ofrecer una alta rentabilidad con una baja volatilidad, ya que al pasar casi 10 años de estudio se puede observar que este tiene un mayor retorno a la inversión si se compara con otros activos, como se observa el REIT tiene un retorno del 0.1520% frente al riesgo del 2.07%, si se compara con el bono, el cual se creería tiene menor riesgo este genera una diferencia bastante significativa, ya que su riesgo es del 5% frente a la rentabilidad del 0.0220%.

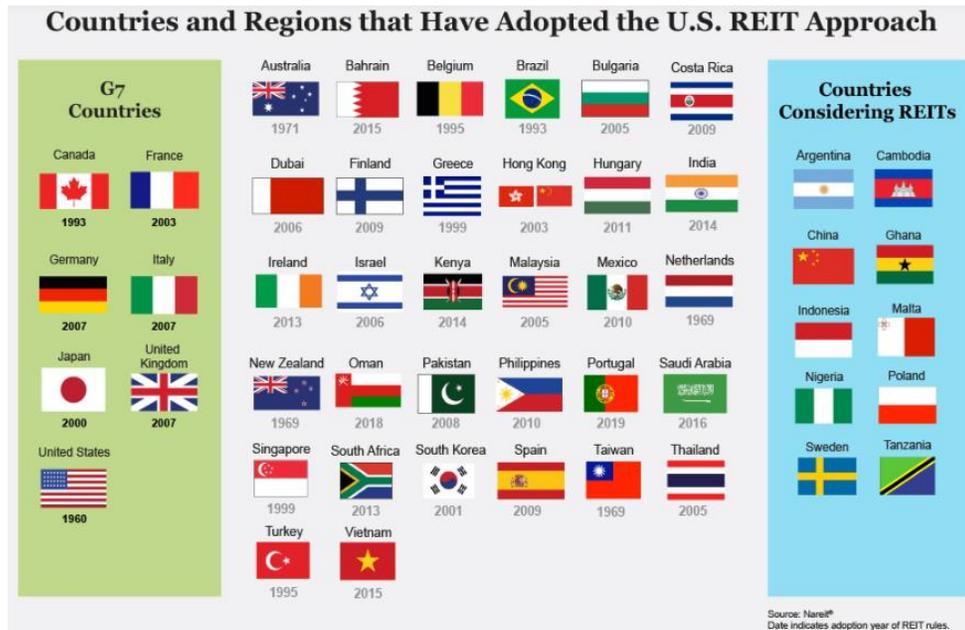
3.4 EI REAL ESTATE INVESTMENT TRUST ALREDEDOR DEL MUNDO

El REIT como modelo, no solo se encuentra en Estados Unidos, pues desde su año de creación en 1960, más de 39 países hasta la actualidad, han adoptado este modelo de inversión inmobiliaria, en la ilustración 9, se observan cuáles son los países que actualmente usan esta forma de activo, y los países que están considerando su uso.

De los 39 países que actualmente usan el REIT como modelo de inversión inmobiliaria, 13 de ellos pertenecen a la Unión Europea, representando el 33% del total de los países que lo han apadrinado, esta es una cifra considerablemente alta,

pues indica la gran diversificación que le está dando este modelo al sector inmobiliario de estos países. En Latinoamérica, 5 países usan este modelo de negociación en sus bolsas de valores, y el continente africano ya cuenta con 2 adaptaciones, por parte de South África y Kenya. Ha sido tan alto el impacto de este modelo, que la mayor la participación del REIT se encuentra en el continente asiático, en el cual, 17 países ya lo adoptaron como un producto más para su mercado de capitales.

Ilustración 9. Países que usan el modelo REIT.



Fuente: NAREIT. Countries and Regions that have adopted the U.S. REIT approach [imagen]. [Consultado 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/global-real-estate-investment>

Después de Estados Unidos, los países que continuaron con el uso de este modelo En el año 1969 fueron Países Bajos, Nueva Zelanda y Taiwán. Taiwán es un caso excepcional como economía, ya que implementó el REIT en una época de fuerte desarrollo económico, entendiendo que el uso de este vehículo ayudará al proceso de desarrollo económico, el cual desde la época de los 50, se basó en un aumento de sus exportaciones, gracias a la liberación comercial y el tipo de cambio, siendo considerada tan solo una isla con grandes problemas demográficos que más adelante se convirtió en una de sus fortalezas. Para 1971, Australia adoptó este modelo bajo el nombre de A-REIT.

Brasil fue el primer país de América Latina en adoptar el modelo en el año 1993, haciéndolo a través de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII), los cuales encajaban en la categoría del REIT, sin embargo, fue hasta el año 2003 en que el

primer FII cotizo en la Bolsa de Valores de Brasil¹¹⁴. Lo curioso de la implementación de este modelo en esta economía, fue la caracterización que se les dio a los FII, pues estos pueden tener activos como, acciones en fondos de inversión de capital privados, facturas de hipotecas, facturas de crédito inmobiliario etc.¹¹⁵. Canadá en este mismo año (1993) adoptó el modelo REIT, con una importancia significativa hasta dos décadas después, contando para el año 2017 con 47 REIT, los cuales, por caracterizarse como fideicomisos, deberán contar con propiedades reales las cuales deben generar ingresos por mantenimiento, mejora, alquiler o administración¹¹⁶.

Todos los países que adoptaron el modelo REIT, no lo hicieron con el 100% de sus características, pues las complejidades del sector inmobiliario, es diferente en casi todos los países del globo, entendiendo esto, podemos ver la adopción de Bélgica en el año 1995, el cual actualmente se maneja bajo un régimen empresarial inmobiliario regulado (RREC), lo que implica, que estas compañías están reguladas por una ley del año 2014, que indica que deben trabajar con operaciones comerciales enfocadas a facilitar la entrada de los inversionistas al mercado inmobiliario¹¹⁷, para el año 2017 el mercado inmobiliario de Bélgica contaba con 17 REIT, los cuales cumplen con la norma de diversificación de riesgo, y otros aspectos corporativos como cualquier otra compañía¹¹⁸.

En este mismo año (1995) Turquía adoptó el modelo de empresas que invierten en el sector inmobiliario como cualquier institución del mercado de capitales, en Turquía no existe el concepto de fideicomiso, por lo cual, los REIT están estructurados como inversión inmobiliaria de empresas o en inglés Real Estate Investment companies (REIC), sin embargo, según las leyes creadas en el año 2009, todas las compañías que administran carteras de inversión en infraestructura o servicios, se considerarán como Empresas de Inversión en Bienes Raíces en Infraestructuras (IREC), logrando que para el 2017 ya existieran 25 REIC¹¹⁹.

¹¹⁴ LÓPEZ, María, LÓPEZ, Carmen, IGLESIAS, Ana [et. al]. REIT en Brasil: una oportunidad de diversificación internacional [En línea]. São Paul: Revista de Administração de Empresas, Julio - agosto de 2017, vol. 57, no. 4. [Consultado: 10 de septiembre de 2019]. ISSN 0034-7590. Disponible en: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902017000400302#B7

¹¹⁵ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). GLOBAL REIT SURVEY 2017: A comparison of the major REIT regimes around the World. 2017 [En línea]. [Consultado el 29 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf

¹¹⁶ Ibid., p. 192.

¹¹⁷ PWC COMPAÑÍA. Compare and Contrast Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. 2017 [En Línea]. Versión1. p. 6. [Consultado el 27 de agosto de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-2017.pdf>

¹¹⁸ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 6.

¹¹⁹ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 16.

Para el año 1999, tanto Singapur como Grecia adoptaron el REIT como modelo de inversión inmobiliaria, Singapur tiene su régimen REIT regulado por la ley de Valores y Futuros, y con las Directrices del Fondo de Propiedad, que regula los aspectos de inversión colectiva relacionada con los bienes inmuebles, si bien en el año de 1999 se dieron las pautas regulatorias, fue hasta el año 2002 en que el primer REIT cotizo en la Bolsa de Singapur con una capitalización de 79 mil millones¹²⁰, y actualmente hasta el 29 de septiembre de 2019 Singapur contaba con 41 REIT cotizando en su mercado accionario¹²¹.

A diferencia de Singapur, en Grecia existe una ley que regula la inversión inmobiliaria de empresas (REIC), la cual ha sufrido cambios significativos desde el año 2013, generando la participación de tan solo 4 REIC listados en bolsa, los cuales tiene como característica principal, su administración, pues están dirigidos por bancos griegos, los cuales captan inversión en su mayoría de carácter nacional, con poca participación extranjera¹²².

Más tarde, el REIT llegó a Japón en el año 2000 bajo el nombre de Fideicomiso de Inversión Inmobiliaria Japonesa (J-REIT), y fue hasta el año 2001, en que dos J-REIT cotizaron en la Bolsa de Tokio. En Japón existen dos vehículos de inversión, por un lado, los Fideicomisos de Inversión, y, por otra parte, las Corporaciones de Inversiones, siendo este último, el único modelo utilizado como vehículo de inversión, que, si bien cumple con características del REIT, sigue sujetos a una legislación fiscal específica¹²³.

En el año 2001 Corea del Sur, optó por la utilización del modelo REIT, constituyendo los REIT como sociedades de inversión inmobiliaria (REICA), bajo lo cual según la ley se contemplan tres tipos de REIT, primero los REIC, es decir REIT autogestionados que implican la inversión inmobiliaria de empresas, el REIT empresa de papel, es decir aquellas empresas que gozan de todos los beneficios fiscales, políticos, económicos etc. pero, son aquellas empresas que no realizan ninguna actividad económica para lo cual fueron constituidas. Y tercero, los REIT de reestructuración corporativa (CR-REIT), los cuales tienen una vida limitada y deben ser disueltas en el momento que se termine su tiempo. Actualmente, Corea del Sur cuenta con 6 REIT¹²⁴.

El modelo REIT fue adoptado por Malasia, Tailandia y Bulgaria en el año 2005. El REIT de Bulgaria se conformó como sociedades anónimas que cotizan en Bolsa SPIC, Para 2017, Bulgaria ya contaba con 56 REITs cotizando en la Bolsa de Valores de Bulgaria¹²⁵, uno de los REIT más importantes de este país es el fondo

¹²⁰ Ibid., p. 334.

¹²¹ THE FIFTH PERSON. Singapore REIT Data – LIVE Daily Updates. 2019, septiembre, 29; 10:30 [Base de datos en línea]. Recuperado de: <https://sreit.fifthperson.com/>

¹²² EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 61.

¹²³ Ibid., p. 373.

¹²⁴ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 345.

¹²⁵ Ibid., p. 19.

Búlgaro de Bienes Raíces REIT (BREF) y en Malasia para septiembre de 2019, cuenta con 18 REIT¹²⁶.

Para el año 2006 Dubái junto con Israel, adoptaron el modelo REIT, en Israel, el REIT se constituyó bajo un “régimen de flujo continuo”¹²⁷, lo que consiste en un flujo de inversión constante dedicados al crecimiento del mercado, la particularidad de la legislación de estos REIT, es que no se encuentran exentos de pagos impositivos, sin embargo ciertos accionistas que adquieren participación, cuentan con exenciones impositivas, entre estos accionistas se encuentran instituciones públicas, fondos de jubilación, y aquellos residentes que tienen ahorros en un fondo de pensión, no se les cobrara impuestos sobre las ganancias. Lo particular de los REIT en Israel es el trato y las condiciones que este país le ha brindado al modelo REIT para una mayor incorporación de empresas, los requisitos para convertirse en un REIT van desde la obligación que tienen que estar constituidos en Israel y deben cotizar en la Bolsa de Valores de Israel, hasta una limitación de accionistas de la compañía, lo que supone que existe gran facilidad para que las compañías que se dedican a este sector inmobiliario y no cuenten con el 100% de sus activos de este tipo, puedan entrar el mercado de valores¹²⁸. Uno de los casos más exitoso de REIT, ha sido el **Emirates REIT de Dubái, pues es considerado no solo el primer fideicomiso de inversión del golfo (año 2014), sino también, el REIT más importante y el más grande del mundo**¹²⁹. Si bien es muy importante este REIT, el mercado REIT en Dubái aún es muy joven, y no supera un total de 3 REIT, los cuales están legislados bajo la ley de fideicomiso de inversión, pero aún no cuentan con la totalidad de la ley Sharia, a excepción del Emirates REIT¹³⁰.

Alemania (REITA), Reino Unido e Italia adoptaron este modelo en el año 2007. En Alemania, la fase inicial fue un poco difícil por las condiciones que brindaba el mercado interno, no obstante, la reforma promovida por la Unión Europea, catapultó la importancia de los fondos de propiedad¹³¹. El REIT de Inglaterra si bien se adoptó en el año 2007, fue hasta el año 2010, donde se acogió la distribución de ingresos por alquiler como dividendo de acción¹³². Según el European Public Real Estate Association, para el año 2017 existía un total de 44 REIT, gracias a los cambios que se le dio al régimen REIT, lo que le proporcionó a este sector, tres cambios

¹²⁶ THE FIFTH PERSON. Malaysian REIT Data – LIVE Daily Updates. 2019, septiembre, 29; 10:30 [Base de datos en línea]. Recuperado de: <https://mreit.fifthperson.com>

¹²⁷ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 91.

¹²⁸ Ibid., p. 90.

¹²⁹ NASDAQ DUBAI. Emirates REIT celebrates 5th anniversary of listing on Nasdaq Dubái [en línea]. NASDAQ DUBAI. (08 de abril de 2019). [Consultado: 15 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.nasdaqdubai.com/press/emirates-reit-celebrates-5th-anniversary-of-listing-on-nasdaq-dubai>

¹³⁰ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 366.

¹³¹ PWC COMPAÑÍA. Op. cit., p. 23.

¹³² Ibid., p.71.

significativos: “diversificación de inversiones, flexibilidad de gestión de efectivo y simplificación de impuestos”¹³³.

En Italia se encuentra el Società d’Investimento Immobiliare Quotate (SIIQ), sociedad anónima que cotiza en Bolsa, y que tiene como actividad primordial el alquiler de bienes inmuebles, lo cual ha crecido gracias a las ventajas que Italia les da a aquellas compañías que desean optar por este modelo, con un trato fiscal favorable, en cuanto a exenciones de pago de impuestos a las ganancias por concepto de alquiler¹³⁴.

Uno de los pocos países del medio oriente en adoptar el modelo REIT fue Pakistán con la particularidad, que decidió adoptarlo en el momento en que se estaba acrecentando la crisis mundial del 2008. Posteriormente, España, Finlandia y Costa Rica adoptaron el REIT en el año 2009. El REIT español o Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI), es uno de los casos más exitosos de Europa en la implementación del modelo REIT en. El REIT de Finlandia es particular, en cuanto a la entrega de dividendos, pues existen ciertas normas que, si bien actúa como REIT, lo obligan a acatar unos requisitos de inversión¹³⁵, lo primero, es que no pueden realizar ninguna otra actividad que no corresponda al alquiler de propiedades, no pueden deshacerse de bienes a menos que cumplan ciertos requisitos, y las acciones de empresas inmobiliarias se deben mantener por un mínimo de 5 años. Todas estas restricciones género que para el año 2017 solo hubiera un (1) REIT¹³⁶.

Costa Rica fue el primer país de Centroamérica en adoptar algo cercano al modelo REIT como (Fondo de Inversión Inmobiliaria) conformados como fondos cerrados, ya que no existe la figura de fideicomiso de inversión inmobiliaria, por lo cual la figura se centra en los fondos de inversión independientes, allí, se encuentra las empresas de gestión de fondos de inversión (SAFI) las cuales son las únicas que pueden gestionar un fondo de inversión, encontrando dos modelos de REIF, los fondos de inversión inmobiliaria (REIF) y los fondos de inversión para el desarrollo del patrimonio (REDIF) lo que implica limitaciones de inversión¹³⁷.

Después de Costa Rica le siguió México en el año 2010, el cual se puede considerar como uno de los casos más exitosos después de España al adoptar el modelo REIT, los **FIBRA** (REIT de MÉXICO), se convirtió en la forma más usada para la inversión de proyectos inmobiliarios¹³⁸.

¹³³ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 169.

¹³⁴ PWC COMPAÑÍA. Op. cit., p. 40.

¹³⁵ Ibid., p.18.

¹³⁶ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). GLOBAL REIT SURVEY 2017: A comparison of the major REIT regimes around the World. 2017 [En línea]. p. 28. [Consultado el 29 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf

¹³⁷ Ibid., p.213.

¹³⁸ OXFORD BUSINESS GROUP. Crecimiento de los REITs en México [En línea]. México Real Estate, Economic News. 20 de agosto de 2013. [Consultado: 28 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://oxfordbusinessgroup.com/news/crecimiento-de-los-reits-en-mexico>

Entre el año 2011 y 2019 10 países decidieron adoptar el modelo REIT, Hungría en el 2001 seguido por Irlanda y Sudáfrica, en el caso de Hungría, el REIT se conforma como una sociedad anónima limitada por acciones, que puede participar dentro de Hungría o en cualquier estado de la Unión Europea¹³⁹.

En el año 2014, tanto Kenia como India, Kenia hace parte de los únicos dos países de África en adoptar este modelo. el modelo REIT de India ha sido uno de los casos más complejos de adaptación, pues si bien el reglamento de REIT se dio en el 2014, aún no se conoce la existencia de uno, contrastando la importancia que se le dio a este modelo, promulgando leyes de tratamiento fiscal, similares a países desarrollados que lo han adoptado, e India los REIT deben estar registrados y regulados por la Securities and Exchange Board of India (SEBI), indicando que los REIT deben componerse de patrocinador, Sociedad activa gestora (compañías enfocadas a la administración), fiduciarios y tasadores¹⁴⁰, y legalmente, deben conformarse como un fideicomiso, deben obtener sus ingresos provenientes de unidades inmobiliarias al público, y deben tener un capital mínimo de 5000 millones de Rupias (moneda oficial india)¹⁴¹.

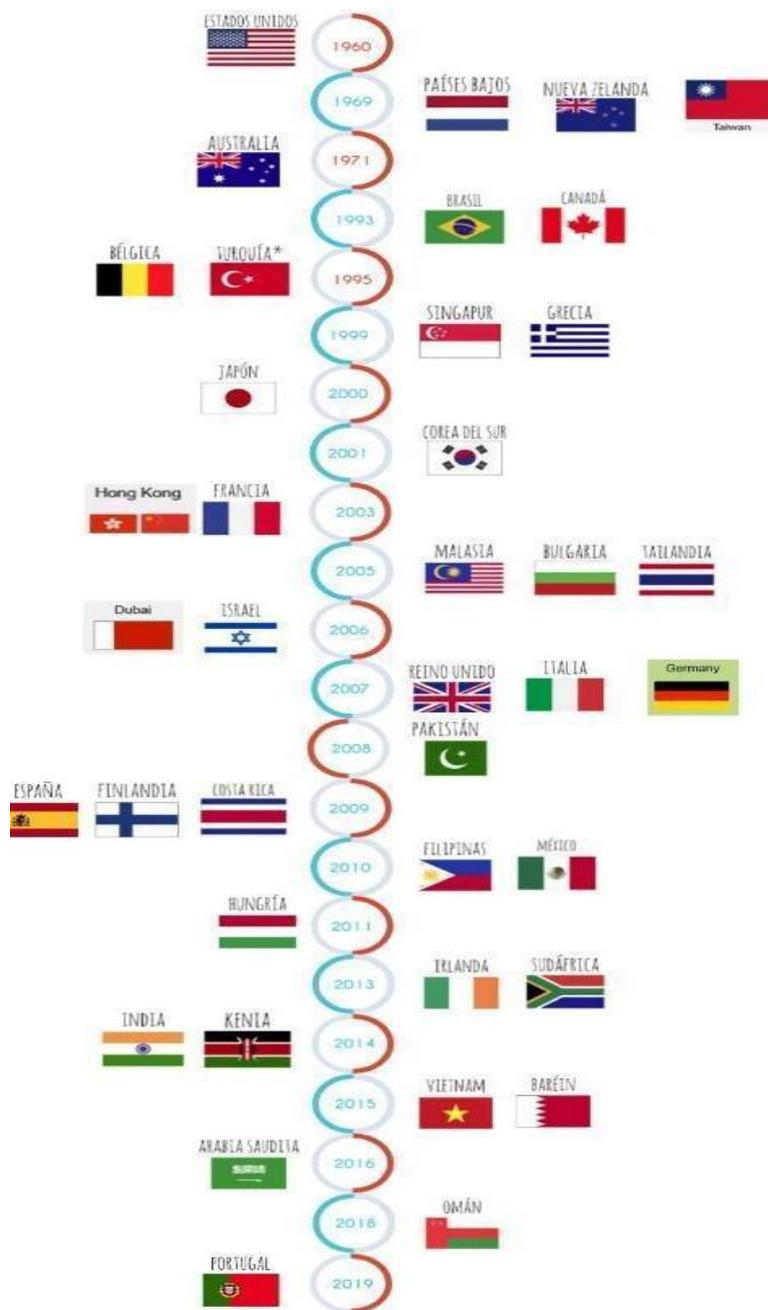
Vietnam y Bahrein adoptaron el modelo en el año 2015, Vietnam se caracteriza por ser una economía donde prevalece la inversión extranjera, y el REIT, ha sufrido de esta particularidad, ya que reglamentos, que controlan que la inversión en estos activos solo se haga en efectivo lo que ha retraído el potencial del modelo, pues no todos los inversionistas cuentan con cantidades grandes de efectivo, lo suficientemente altas para poder adquirir un bien inmueble, lo que le dificulta la entrada de inversión local de pequeños ahorradores, otro aspecto importante, es que se puede invertir en estos REIT no necesariamente con dinero, sino con propiedades, las cuales cumpla, contribuyan o tengan la capacidad de generar un buen flujo de dinero, como lo hacen los centros comerciales, los apartamentos y las oficinas en alquiler.

¹³⁹ PWC COMPAÑÍA. Op. cit., p. 31.

¹⁴⁰ EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). Op. cit., p. 278.

¹⁴¹ Ibid., p. 280.

Ilustración 10. Línea del tiempo de las economías que adoptaron el Modelo REIT.



Fuente: elaboración propia, con base en NAREIT. Countries and Regions that have adopted the U.S. REIT approach [imagen]. [Consultado 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/global-real-estate-investment>

3.4.1 Caso de éxito en España. Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI); son sociedades anónimas cotizadas donde las principales actividades son la adquisición, promoción y rehabilitación de activos para arrendamiento, puede ser directa o a través de participaciones en el capital de otras SOCIMI. Dentro de los objetivos principales están, impulsar el arrendamiento en España, ya que es una de las más bajas del sector frente al resto de Europa, ofrecer rentabilidad al inversor y liquidez a inversiones inmobiliarias¹⁴².

El SOCIMI se vio impulsado por el régimen fiscal desde 2013 generando un gran éxito, donde existe una cartera de activos gigantesca por parte de las inmobiliarias, la reglamentación de las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario fue impulsada por Cristóbal Montoro, puesto que al otorgar un régimen fiscal propio de las inmobiliarias estas estuvieran exentas de pagar impuestos a cambio de obligaciones como repartir al menos el 80% del dividendo y estar cotizando en Bolsa, esto con el fin de garantizar la transparencia¹⁴³.

Cabe resaltar que en España existen diversos mercados bursátiles, uno de los requisitos para que se pueda invertir en los SOCIMI es que coticen en un mercado regulado en el caso español en la Bolsa de Madrid o en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), este último es; “es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características”¹⁴⁴. No obstante; en el MAB en 2013 se iniciaron con 2 SOCIMIs y para 2018 entraron 16 nuevas para un total de 63, cabe resaltar que estos vehículos fueron atractivos para los inversionistas para 2013 luego de la crisis de 2008 en el mercado español, adicionalmente; la capitalización en el MAB pasó del 7% en 2013 al 90% para 2018¹⁴⁵.

¹⁴² ELECONOMISTA.ES. Socimi [En línea]. EIEconomista.es, párr 1. [Consultado 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/socimi>

¹⁴³ RUIZ, Alfonso. Las cuatro grandes socimis ya controlan 30.000 millones en inmuebles [En línea]. CincoDías, párr 2. [Consultado 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/08/07/companias/1533663960_560101.html

¹⁴⁴ MAB. ¿Qué es? Mercado Alternativo Bursátil, párr. 1. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_MaB

¹⁴⁵ GUIRADO, Luis. Ocho años de SOCIMI. Evolución y resultados, párr. 1. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://gesvalt.es/wp-content/uploads/2019/02/gesvalt-socimis_asprima.pdf?x39094

Tabla 4. SOCIMIs Cotizando en el MAB

SOCIMIs Cotizando en el MAB		
	Nº nuevas SOCIMIs	Nº total de SOCIMIs
2013	2	2
2014	1	3
2015	8	11
2016	17	28
2017	19	47

2018 : 16 nuevas SOCIMI's totalizando 63

Fuente: GUIRADO, Luis. Ocho años de SOCIMI. SOCIMIs Cotizando en el MAB [imagen]. 2019. p. 2. [Consultado: 28 de septiembre de 2019]. Disponible en Internet: https://gesvalt.es/wp-content/uploads/2019/02/gesvalt-socimis_asprima.pdf?x39094

Se evidencia en la Tabla 4 como existe un crecimiento del 125% de los SOCIMIs en el MAB respecto a los periodos de 2016 a 2018, no obstante; del 2013 al 2018 el número total de SOCIMIs tuvo un aumento del 3050%, pero en la entrada de los nuevos vehículos en los años 2017 a 2018 tuvo un decrecimiento del -15.78%, lo que podría significar que ya se llegó a su máximo punto de crecimiento.

3.4.2 Caso de éxito en México. FIBRA es el nombre que se le da al modelo REIT de México, el cual es mejor conocido como Fideicomisos de Inversión de Bienes Raíces y son vehículos que ofrecen al inversionista pagos periódicos por arrendamiento, ya que están destinados a financiar la adquisición y/o construcción de los bienes inmuebles destinados al alquiler o adquisición del derecho a recibir ingresos generados por estos. Dentro de los objetivos principales de la fibra están; el impulso del desarrollo inmobiliario de México, fuente de liquidez, opciones para los inversionistas en bienes inmuebles, contribuir a la diversificación de los portafolios e impulso para diversos proyectos¹⁴⁶.

Fueron introducidos en 2004 bajo la legislación que se encarga de regular los REITs y por la rigidez del marco jurídico los mantuvo inactivos los años siguientes, para 2011 se llevó a cabo la primera Oferta Pública Inicial (OPI) de REIT una vez hechas modificaciones a las disposiciones fiscales y de otro tipo. Dentro de los cambios que se realizaron en el marco legal fue permitir a los administradores de fondos de jubilación invertir en los fondos de inversión inmobiliaria, actualmente las

¹⁴⁶ GRUPO BMV. Fibras. Fideicomisos de infraestructura y bienes raíces [En línea]. México, p. 2. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/MI_EMPRESA_EN_BOLSA/CTEN_MINGE/Fibras.pdf

regulaciones exigen que el 70% como mínimo de los fondos REIT se inviertan en la producción de renta del sector inmobiliario¹⁴⁷.

Al salir él Fibra Uno o el primer REIT a la bolsa, éste tuvo un recaudo de US\$300 millones en 2011, la segunda oferta se dio en 2012 y generó US\$700 millones, para junio del mismo año las acciones habían aumentado el 53.77% desde inicio del año. La tercera oferta de Fibra Uno se dio en enero de 2013 y fue una de las más grandes hasta ese momento, se recaudaron US\$1.7 mil millones aproximadamente, no obstante; para agosto de ese año ya se había recaudado alrededor de US\$ 2.7 mil millones comparados con los US\$2.3 mil millones del 2012¹⁴⁸.

Al ver el éxito de Fibra Uno, se lanzaron otros cuatro REITs y sus respectivas OPI, donde se decidió focalizar en segmentos específicos de mercado, como la Fibra Hotelera Mexicana que atrajo aproximadamente US\$ 280 millones, la Fibra Maquarie tiene alrededor del 76% de inmuebles que están ubicados cerca o a lo largo de la frontera con EEUU, también se lanzaron los Fibra Inn y Fibra Terrafina¹⁴⁹.

¹⁴⁷ OXFORD BUSINESS GROUP. Crecimiento de los REITs en México [En línea]. México, p.2. p.3. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://oxfordbusinessgroup.com/news/crecimiento-de-los-reits-en-mexico>

¹⁴⁸ Ibid., p. 5.

¹⁴⁹ Ibid., p. 4.

4. COMPARATIVO DE LOS ACTUALES VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN COLOMBIA

“Un vehículo de inversión inmobiliaria es la estructura que se han venido desarrollando desde hace unos 10 años en Colombia, que permite a inversionistas tanto institucionales y como a personas naturales la alternativa de invertir en portafolios diversificados donde los subyacentes son inmuebles”¹⁵⁰.

En el presente capítulo se estudian los principales vehículos de inversión inmobiliaria, que actualmente existen en Colombia, entre los cuales se encuentran los fideicomisos, derechos fiduciarios, participaciones fiduciarias, titularización, patrimonio estrategias inmobiliarias (PEI) y fondos colectivos de inversión, para posteriormente analizar sus ventajas y desventajas tanto para el sector inmobiliario como para el inversionista.

4.1 GENERALIDADES DEL SECTOR INMOBILIARIO COLOMBIANO

En Colombia el sector vivienda es una de las necesidades básicas de los países y es un componente importante para la inversión, sin mencionar que es un componente de desarrollo y riqueza, por ejemplo, en países como Estados Unidos las propiedades inmuebles representan aproximadamente la mitad de los activos totales en poder del sector privado no financiero o en Francia aproximadamente menos de la cuarta parte de los hogares no poseen acciones, pero el 60% de ellos poseen vivienda propia. Cabe resaltar que los mercados hipotecarios son importantes para la transmisión de la política monetaria, es decir; un buen funcionamiento de este sector inmobiliario genera un desarrollo sano de la economía¹⁵¹.

Aunque el sector inmobiliario es importante para la economía de los países, este no ha recibido una adecuada atención, sin embargo; luego de que la burbuja inmobiliaria originada en Estados Unidos generará una desaceleración mundial después de la Gran Depresión, se empezó a tomar conciencia de los daños colaterales que pueden ser generados por el mal manejo del sector, lo cual genera inestabilidad financiera, tensiones bancarias y caídas de los precios inmobiliarios, “los estudios del FMI revelan que, de las casi 50 crisis bancarias sistémicas registradas en las últimas décadas, más de dos tercios estuvieron precedidas por patrones de auge y caída en los precios de la vivienda”¹⁵².

¹⁵⁰ DINERO. Todo sobre vehículos de inversión inmobiliaria [En línea] Vídeo. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.dinero.com/inversionistas/multimedia/que-son-los-vehiculos-de-inversion-inmobiliaria/255501>

¹⁵¹ FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Los mercados inmobiliarios, la estabilidad financiera y la economía [En línea]. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp060514>

¹⁵² Ibit., p. 1.

La inversión en finca raíz ha tenido un comportamiento estable desde hace un tiempo considerable, adicionalmente es un sector sólido en ciertos aspectos, para Fedelonjas (Federación Colombiana de Lonjas de Propiedad Raíz), actualmente las personas tienden a invertir en el sector inmobiliario por diversos factores, sin embargo; para María Clara Luque, la presidenta ejecutiva de Fedelonjas, “los propietarios han venido disminuyendo el valor comercial de sus inmuebles tanto para arriendo como para corretaje (comisión que perciben los corredores de comercio sobre las operaciones que realizan)”¹⁵³.

Rodrigo Lyon el director de Actualcorp, afirma que el mercado inmobiliario tiene un potencial de crecimiento en Colombia, sin mencionar, que la vivienda nueva como negocio seguirá en el alza. Adicionalmente, él explicó que una de las metas de la compañía es ingresar a otras ciudades diferentes a Bogotá en los próximos años, pero para que esto sea posible, él afirmó que es importante; “que existan beneficios tributarios para las familias de clase media, para que puedan cumplir con el sueño de tener una casa propia”, ya que una de las debilidades de adquirir vivienda nueva en el mercado, es que el sistema financiero no es muy amplio y tienen tasas de créditos hipotecarios altos. Si esto llegará a mejorar habría un aumento en la demanda, lo cual le ayudaría a la economía colombiana¹⁵⁴.

Debido a que Colombia tiene un atractivo único, la firma Actualcorp superó las ventas por 200 millones de dólares en 2018 en unidades residenciales, para 2019 planearon ventas de 220 millones en los países en donde hace parte, Chile, Colombia y Perú, con ello espera construir 15 proyectos inmobiliarios en la región¹⁵⁵.

El sector inmobiliario colombiano en la última década, se ha caracterizado por tener uno de los problemas más recurrentes en cuanto a crecimiento, en gran medida ocasionado por el comportamiento del sector construcción, y por otro lado, la dificultad de que sus activos generen rendimientos en el corto plazo, lo que genera, repulsión para aquellos inversionistas que desean rendimientos en la inmediatez, seguido por las condiciones normativas a las cuales están sometidas las personas que desean invertir en el sector, y donde se sobre estima el valor real de las propiedades¹⁵⁶, pues en ciudades como Bogotá (Capital de Colombia), el precio por

¹⁵³ METROCUADRADO.COM. ¿Cómo está el mercado inmobiliario en Bogotá? [En línea]. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.metrocuadrado.com/noticias/actualidad/como-esta-el-mercado-inmobiliario-en-bogota-2436>

¹⁵⁴ PORTAFOLIO. El mercado inmobiliario colombiano tiene mucho potencial [En línea]. (07 de mayo de 2019), Colombia. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.portafolio.co/mis-finanzas/vivienda/el-mercado-inmobiliario-colombiano-tiene-mucho-potencial-529309>

¹⁵⁵ Ibit., parr. 7.

¹⁵⁶ NIÑO, Adriana. CROWDFUNDING INMOBILIARIO COMO ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR EDIFICADOR COLOMBIANO [En línea]. [Consultado: 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/handle/10654/15173/Ni%F1oGaleanoAdrianaBeatriz%202016.pdf;jsessionid=C4DB38FC4B1198FC4FC1B1EC05845A79?sequence=1>

m² se puede encontrar desde \$2.880.00 en estrato 2, y así hacia adelante, hasta 6 millones por m² en los estratos más altos, o ciudades como Medellín que por m² \$ 2.041.667 estrato 2, hasta \$. 3.969.679 en estrato 4, y así varía el precio por m² en las principales ciudades de Colombia¹⁵⁷.

El sector inmobiliario en Colombia está tomando gran fuerza sobre todo en las principales ciudades del país, puesto que las operaciones están teniendo un aumento considerable y el desarrollo en oficinas está al alza, junto con la construcción de; centros comerciales, hoteles, parques logísticos e industriales y activos de uso mixto. Procolombia destacó segmentos potenciales como; “la adquisición de bienes inmuebles existentes, las alianzas con constructoras locales y la coinversión con fondos de capital y empresas en el país”, adicionalmente los centros logísticos e industriales están teniendo una alta tasa de retorno¹⁵⁸, Colombia no se ha destacado mucho en sector inmobiliario pero este ha ido creciendo exponencialmente, agregando diversificación si a los portafolios de los inversionistas pero con ciertas falencias que deberán ser modificadas a medida que se va posicionando y como gracias a esto, se potencializan las empresas en Colombia.

En el país no hay ni siquiera 5 compañías enfocadas directamente al sector inmobiliario, por ende no es una opción, sino una necesidad que Colombia, implemente el modelo REIT, ya para que de esta forma, todo inversionista nacional e internacional, pueda incrementar las posibilidades de ampliar su portafolio de activos, puesto que podría contribuir con la mejora de su liquidez propia, ya que no se necesitaran tiempos mínimos de permanencia, ni se necesitaran montos tan altos como los que ahora se requieren para poder invertir.

4.2 ACTUALES VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA DE COLOMBIA

Actualmente en Colombia existen diversas formas de acceder al sector inmobiliario a través de inversión y no de compra necesariamente, de las cuales, actualmente se cuenta con no más de 5 opciones enfocadas directamente al sector inmobiliario, entre los cuales se encuentra la estructura de Fideicomiso, el Patrimonio Estratégico inmobiliario (PEI), la Titularización, los Fondos Colectivos de Inversión Inmobiliaria, los Derechos Fiduciarios y las Participaciones Fiduciarias, retomando las características principales que los conforman, basándose en dos de los factores vitales, su tiempo de permanencia (liquidez) y sus montos mínimos de inversión,

¹⁵⁷ VIVENDO.CO. Conoce cuánto vale el metro cuadrado en las principales ciudades de Colombia [En línea]. [Consultado: 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.vivendo.co/actualidad/conoce-cuanto-vale-el-metro-cuadrado-en-las-principales-ciudades-de-colombia>

¹⁵⁸ FLOREZ, Gabriel. Así está el mapa de la inversión inmobiliaria en Colombia [En línea]. (12 de abril de 2019). Colombia. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.eltiempo.com/economia/sectores/como-esta-la-inversion-inmobiliaria-en-colombia-en-abril-de-2019-349214>

categorizados según la importancia para este estudio, contextualizando el vehículo con las características más cercanas al REIT, hasta el más alejado del REIT, partiendo de la premisa del funcionamiento de la figura del Fideicomiso, como concepto fundamental del REIT.

4.2.1 Fideicomiso¹⁵⁹. El Fideicomiso inmobiliario es un contrato a través de escritura o como acto de confianza, en el cual la persona dueña del bien inmueble (fiduciante), otorga la titularidad de sus activos a un fiduciario, para que este actúe en favor de un tercero (beneficiario).¹⁶⁰

Al ser una investigación de tipo exploratorio, es pertinente agregar parte del estudio de campo de los investigadores agregando casos de la vida real de aquellos que realizaron una operación como la venta u adquisición de un título PEI, pues para el lector es preciso conocer la realidad desde un punto vista de aquel que ya realizó dicha operación.

Se entiende como Fideicomiso al contrato en el cual un cliente tiene un bien, y lo pone a disposición a un fiduciario, para que este administre e invierta su bien, lo que implica que puede existir una casa de bolsa encargada de administrar dicho patrimonio por disposición del cliente, apegándose a parámetros de inversión, los cuales están estipulados en el contrato realizado, realizando su debida administración e inversión. estos fideicomisos se dirigen principalmente a todo tipo de inversionista, ya sea personal natural o persona jurídica, e incluso instituciones gubernamentales, municipios, gobiernos etc. (Beneficiarios o Fideicomisarios).

La Inversión del bien inmuebles, es decir a quien y como arrendárselo, o como, depende principalmente de las decisiones que tome el fideicomiso, ya sean bienes inmuebles destinados a investigación, educación, establecimientos de comerciales, de oficina, etc. y la inversión dirigida hacia la venta y compra de acciones en el mercado de capitales.

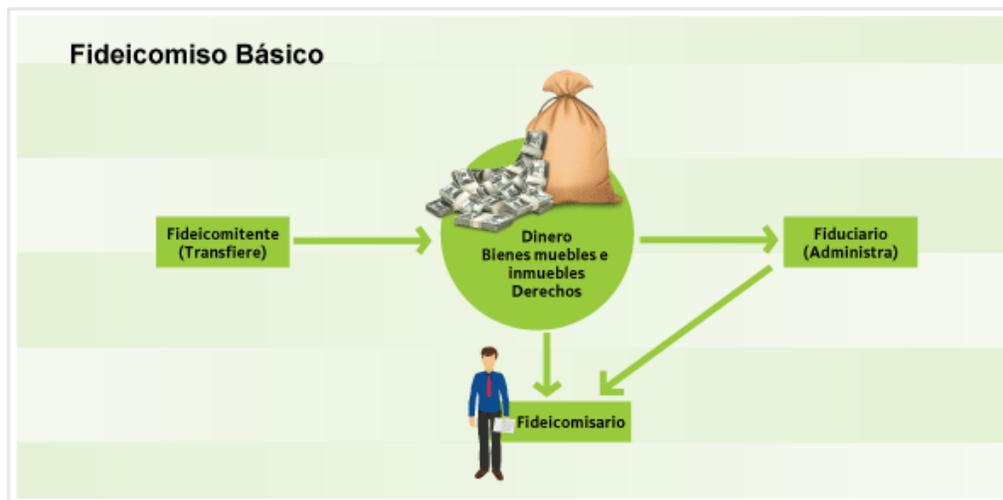
Los tres agentes principales que conforman la figura del Fideicomiso son:

- Fideicomitente: transmite su patrimonio a un fiduciario
- Fiduciario: administrar los fondos del fideicomitente
- Beneficiario o Fideicomisarios: es el beneficiario.

¹⁵⁹ Fideicomisos: Regulados por el Decreto 2555 de 2010, conformación, derechos y deberes de los actos y contratos celebrados y ejecutados por el fiduciario, adicionalmente las normas aplicables a las sociedades de capitalización.

¹⁶⁰ INFOBAE. ¿Cómo funciona el fideicomiso inmobiliario? [En línea]. [Consultado: 27 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.infobae.com/2015/06/08/1734024-como-funciona-el-fideicomiso-inmobiliario/>

Ilustración 11. Figura de Fideicomiso Inmobiliario



Fuente: IDC ONLINE. Fideicomiso Inmobiliario [imagen]. [Consultado: 21 de noviembre de 2019] Disponible en: <https://idconline.mx/juridico/2016/09/06/fideicomiso-una-figura-consentida>

4.2.2 Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI). El PEI es un “Vehículo de inversión inmobiliaria de largo plazo y rentas, listado en la BVC”¹⁶¹.

El Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI), es considerado desde su creación como uno de los Vehículos de Inversión Inmobiliario más cercano al REIT estadounidense, estructurado en el año 2003 como una iniciativa, para ofrecerle una mayor liquidez al sector inmobiliario, y fue en el año 2007, después de varias investigaciones acerca de cómo se debía estructurar y el impacto que conllevaría este nuevo vehículo, se logró su primera colocación exitosa de Títulos Participativos en la Bolsa de Valores de Colombia.

El PEI desde el año 2007 se basa en la emisión de títulos participativos registrados en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), lo que implica que se son activos regulados como cualquier otro activo de la BVC, basando su estructura en títulos de un patrimonio autónomo, es decir, su estructura está basada en bienes transferidos, lo que implica que los bienes inmuebles son propiamente de la fiduciaria.

El inversionista al adquirir un título participativo (TEI), se convierte en inversor del Patrimonio Autónomo, el cual cuenta con el derecho sobre los activos inmobiliarios. Estos TEIS, están inscritos en el RNVE de la Superfinanciera de Colombia y la BVC, los cuales se negocian en el mercado de renta fija.

¹⁶¹ PATRIMONIO ESTRATEGICO INMOBILIARIO. Roadshow Undécimo Tramo PDF. Mayo 2019. [Consultado: 27 de noviembre de 2019]. Disponible: Enviado directamente del PEI

4.2.2.1 Primer Tramo del PEI. El primer tramo del PEI se colocó el 27 de febrero de 2007 en la Bolsa de Valores Colombia con un monto total de: \$500.000 millones de pesos.

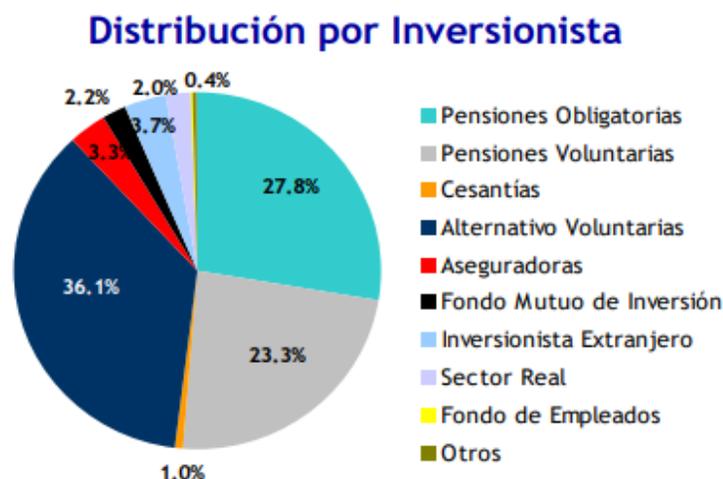
El primer tramo emitido: \$107,605 millones de pesos, con las siguientes especificaciones.

- Título participativo
- Título fungible (títulos que pertenecen a un mismo sector, pero que ninguno de ellos cuenta con derechos diferentes)
- Título con término indefinido (títulos negociables)
- Valor por título \$ 5.000.000
- Adquisición mínima de 10 títulos (50 millones mínima de inversión)
- Títulos con calificación i-AA+ (calificación de riesgo)

Si bien, el PEI se estructuró como una iniciativa con las características del modelo REIT, en realidad se encuentra muy alejado de una de las características principales, la cual es la liquidez, y la principal, el acceso a todos los tipos de inversionistas, lo que quedó demostrado en su primera emisión, pues del total emitido, tan solo fueron 15 inversionistas quienes tuvieron acceso entre los cuales se encontraron principalmente grupos financieros y fondos de pensiones (véase gráfica 16), pues el monto mínimo de inversión era de 50 millones de pesos.

Entre los 15 inversionistas se encontraban:

Grafica 16. Distribución por inversionista del primer tramo emitido del PEI



Fuente: PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS. Nace el primer REIT en Colombia. El vehículo se estructuró como un Programa de Emisión a través de un Patrimonio Autónomo [imagen]. 2007. p. 24. [Consultado: 09 de noviembre de 2019]. Disponible en Internet: http://www.bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

Las cifras de la primera emisión del PEI, demuestran que, de los 15 inversionistas, el que tuvo mayor participación fueron Porvenir y Protección (alternativas de inversión cerradas), el 52.1% de participación lo tuvieron los fondos de pensiones voluntarias y obligatorias, con una inversión de \$260.500 millones, del total de los 15 inversionistas, solo hubo la participación de un inversionista extranjero, el cual tuvo una contribución del 3.7% del total de la emisión, lo que dicto que esta emisión fue de gran atractivo incluso si hubiera sido para un solo inversionista individual, lo que podría catapultarse si las condiciones de la emisión y en mercado hubiera sido un poco diferente. Si bien el monto total de 500.000 millones no fue demandado, si se logró una demanda de 487.300 millones es decir el (97.46%) del total¹⁶².

El portafolio inicial del PEI, contaba con la venta de títulos participativos de Oficinas 29.7% del total de activos de la emisión, locales comerciales (8.3%), bodegas (22.2%), grandes superficies comerciales con la mayor participación de activos correspondiente al 39.8% de los activos emitidos, centros comerciales y otros

¹⁶²PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS. Nace el primer REIT en Colombia. El vehículo se estructuró como un Programa de Emisión a través de un Patrimonio Autónomo [imagen]. 2007. p. 24. [Consultado: 09 de noviembre de 2019]. Disponible en Internet: http://www.bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

activos como hoteles. Los principales activos de la primera emisión se encontraban en la ciudad de Medellín (48.1%) de los inmuebles Y Bogotá 51.9%. Los principales arrendatarios de estos inmuebles eran Éxito con el 58.7% del total de las zonas arrendadas, seguido por el Centro corporativo CEET (17%), Seguros del Estado (13.1%), Cinemark con 8.2% y Delima Mercer con el 3.1%¹⁶³.

Grafica 17. Estructura del Patrimonio Estratégico Inmobiliario



Fuente: PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS. Nace el primer REIT en Colombia. El vehículo se estructuró como un Programa de Emisión a través de un Patrimonio Autónomo [imagen]. 2007. p. 13. [Consultado: 09 de noviembre de 2019]. Disponible en Internet: http://www.bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

4.2.2.2 El PEI 10 años después de su creación. Actualmente el PEI cuenta con 142 activos en 30 ciudades de Colombia, 21 de ellas en el departamento de Antioquia (participación por departamento del total de los activos 14.7%), 5 activos en el departamento de Atlántico, 4 en Bolívar 3 en Cesar, 2 en Córdoba 5 en el departamento de Santander, en el Valle del Cauca hay 14 propiedades, otros como caldas Caquetá magdalena y otros cuentan con 1 y 2 propiedades, mientras que la mayor participación la tiene el departamento de Cundinamarca con 72 activos los cuales en su totalidad se encuentran en la ciudad de Bogotá, con un porcentaje total del 50.7%¹⁶⁴.

Los 142 bienes se distribuyen entre activos evaluados por un valor de 5.8 billones de pesos.

¹⁶³Ibip., p.22.

¹⁶⁴ PATRIMONIO ESTRATEGICO INMOBILIARIO. Portafolio. Activos corporativos, comerciales, logísticos e industriales [En línea]. [Consultado: 7 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://pei.com.co/portafolio/>

- Corporativos - oficinas
- Comerciales - centros comerciales, locales comerciales, Bodytech, etc.
- logísticos - bodegas
- Especializados – centro médico, City u

En la actualidad el PEI no centra sus activos en un solo sector, si no que como lo mencionamos anteriormente, tiene activos comerciales, los cuales ascienden a 81, activos corporativos 32, logística (bodega- 26) y uno especializado (City U-Bogotá)¹⁶⁵. **El rendimiento para sus inversionistas se da por el arrendamiento y el flujo de caja distribuible.**

El PEI es uno de los vehículos más importantes a la hora de generarle liquidez a este mercado, ya que se realizan operaciones casi a diario en el mercado secundario, sin embargo, los montos de negociación de este activo sobrepasan el alcance de capital de clientes inversionistas. Un claro ejemplo de ello, fue la última emisión realizada en agosto de 2019, pues el valor por título se encontraba por un monto de \$10.376.450,63 pesos, dejando por fuera a todo aquel inversionista que no cuenta con esta suma de dinero, es decir que **no son muy líquidos.**

4.2.3 Titularización. Es; “el agrupamiento o empaquetamiento de activos financieros para ser transformados en títulos valores y vendidos o adquiridos por inversionistas”¹⁶⁶. **Siendo una de las herramientas más usadas actualmente a nivel global para búsqueda de financiación, ya que el margen de intermediación frente a las entidades de crédito es mucho más bajo.**

Normativamente se decretó bajo la ley 50 de 1905, que cuando se moviliza una finca raíz, significa que la convierte en un valor mueble, puede ser representada en billetes; cédulas hipotecarias al portador o a favor de una persona determinada, con intereses o sin ellos, pagaderos a presentación o a plazos fijos, y emitidos solamente por un valor igual al de la mitad de la misma finca. Necesitando según esa normatividad la intermediación de oficinas de movilización, bancos hipotecarios, de emisión, etc. sin embargo; este tipo de “vehículo” nunca fue atractivo para los inversionistas debido a su complejidad.

Para la estructura de la titularización en Colombia se tomaron ejemplos de países como; Estados Unidos y México, asimismo la figura de titularización es relativamente reciente, ya que en países europeos como; Inglaterra, Francia y España se creó para la década de los ochenta, sin embargo; para 1991 se intentó desarrollar el primer intento de titularización en el país.

¹⁶⁵Ibip., p.1.

¹⁶⁶ TITULARIZADORA COLOMBIANA. La Titularización [En línea]. Bogotá. Colombia. [Consultado: 01 de noviembre de 2019]. Disponible en: https://www.titularizadora.com/paginas/titularizacion/la_titularizacion.aspx?id=2&page=2

“La Resolución 007 de 1991 de la Comisión Nacional de Valores hoy Superintendencia de Valores se habló por primera vez de los fondos comunes para que contra ellos se emitieron títulos de participación”¹⁶⁷, posterior a esto y teniendo en cuenta la “base de titularización”, para 1992 se dio el inicio para desarrollar la titularización gracias a la firma OIKOS, lo que sirvió para estructurar los procesos para su implementación.

- **Caso Oikos.**

El Grupo Empresarial OIKOS S.A.S nació como sociedad dedicada a la construcción, no obstante; desarrolla proyectos de tipo Industrial, Institucional, Vivienda y Comercial.

Finalmente, el objeto social de la compañía es la construcción y comercialización de proyectos, titularización inmobiliaria y la línea Storage que corresponde a servicios de almacenamiento, bodegaje y embalaje de mercancías, con la gran particularidad que para poder realizar inversión en alguno de sus activos es necesario hacer una cotización de acuerdo al tipo de inmueble, es decir cualquier tipo de transacción se hace directamente con la compañía y los precios no son abiertos del todo al público¹⁶⁸. (Cerrado)

En la figura de la titularización puede existir dos categorías generales:

1. De renta fija: Estos tienen contenido crediticio, es decir; que tienen orígenes en establecimientos de crédito o entidades del sector real, con beneficios como liquidez y traslado del riesgo crediticio a un tercero¹⁶⁹.
2. De renta variable: Estos son de naturaleza participativa, sus orígenes pueden provenir de empresas del sector real que entregan flujos de caja asociados a una operación, o diseñado para invertir en activos específicos, quien

Si esto fuera así, la figura del REIT ya se estuviera implementando, sin embargo, en la actualidad solo existe la categorización mas no su implementación.

¹⁶⁷ DUPORT, Eric, VIVEROS, Sergio. TITULARIZACIÓN: UNA NUEVA VISIÓN PARA EL DESARROLLO DEL PAÍS [En línea]. Pontificia Universidad Javeriana. Colombia, 2001. [Consultado el 31 de octubre de 2019]. Disponible en: <https://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere4/Tesis-05.pdf>

¹⁶⁸ OIKOS. Grupo Empresarial Oikos S.A.S. ¿Quiénes somos? [En línea]. [Consultado: 28 de noviembre de 2019]. Disponible es: <https://www.oikos.com.co/quienes-somos>

¹⁶⁹ ALONSO, Fernando. Titularizaciones: una vía para el desarrollo y profundización del sector financiero [En línea]. Bogotá. Colombia. [Consultado: 01 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/titularizacion>

toma las decisiones es el administrador¹⁷⁰.

Todo aquel activo que pueda generar flujo de caja a futuro puede ser titularizado, sin embargo; se debe tener una homogeneidad para poder crear un vehículo de propósito especial, el cual tenga un tamaño que genere un interés en los inversionistas para acceder a él.

- **Caso Titularizadora colombiana**

La Titularizadora colombiana es la única entidad del país que se especializa en la titularización de activos, para 2001 se dio su creación, luego de la crisis hipotecaria logró articular las necesidades que tenían los sectores económicos en temas de financiación con el mercado de capitales de Colombia. El portafolio de la Titularizadora colombiana está agrupado según la cartera subyacente, los cuales se componen por títulos hipotecarios o TIPS, que tienen sus orígenes de las entidades bancarias y pueden ser respaldadas por operaciones de leasing. Los TIS pertenecen a la cartera hipotecaria, pero tienen sus orígenes de entidades no bancarias, estos tuvieron su primera emisión en 2016, por consiguiente, son un instrumento relativamente nuevo¹⁷¹.

Tabla 5. Ejemplo de titularizaciones emitidas en Colombia.

Tipo	Subyacente	Sector	Monto Aprox. (miles de millones COP)
Crediticio	Hipotecario	Financiero	9,8
	Flujo de caja	Salud	45
	Libranzas	Financiero	122,31
	Cartera comercial	Industrial	22
	Flujo de caja	Consumo	100
	Flujo de caja	Tecnológico	40
	Flujo de caja	Servicios Públicos	250
Participativo	Inmobiliario	Inmobiliario	3.482
	Flujo de caja	Consumo	20
	Inmobiliario	Inmobiliario	4,88
	Inmobiliario	Financiero	5,15
	Inmobiliario	Inmobiliario	15,50
	GV6C Inmobiliario	Comunicaciones	9,99

Fuente: ALONSO, Fernando. Capital Inteligente. Ejemplo de titularizaciones emitidas en Colombia. [imagen]. Disponible en: <http://grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/titularizacion>

Los beneficios de la titularización se ven reflejados dependiendo el contexto del portafolio y el valor en el mercado, los emisores y la misma economía, sin embargo;

¹⁷⁰Ibip., p.1.

¹⁷¹ ASOBANCARIA. Las titularizaciones: un vehículo para el crecimiento. En: Semana Económica 2018 [En línea]. Bogotá: Asobancaria, 2018, Edición 1157. [Consultado: 02 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1157.pdf>

para Colombia cada vez más hay oportunidades de desarrollo y profundización, ya que las empresas pueden considerar la posibilidad de transferir riesgos y anticipar liquidez a los inversionistas, ya que a ellos se les puede brindar la posibilidad de diversificar y generar una rentabilidad más alta en su portafolio.

Un ejemplo de titularización es el PROSPECTO DE INFORMACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN TRANSPORTE MASIVO SOSTENIBLE DE BOGOTÁ - TMAS-1, el emisor es el Patrimonio Autónomo Titularización TMAS-1 y el agente de manejo la Alianza Fiduciaria S.A., el monto de Emisión Autorizado es; \$373.779.000.000 con un monto mínimo de suscripción de \$1.000.000 y el plazo de redención es de 9 años.

4.2.4 Fondos Colectivos de Inversión. Los Fondos de Inversión Colectiva se caracterizan por su gran importancia a la hora de captar recursos encaminados al mercado de valores, ya que es una de las formas más fáciles y para canalizar el ahorro de la población en general. Así se ha convertido en una de las formas más completas, incluso en su normatividad, ya que, a nivel latinoamericano e internacional, es uno de los más completos.

Sin embargo, la importancia de este vehículo de inversión no se ve reflejado en cifras, pues según Corficolombiana, basada en datos del “estudio sobre Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades”, tan solo el 3% de la población colombiana tiene inversiones en los FICs, comparado con la importancia que este vehículo tiene en países como Chile con 12% de su población invirtiendo en este vehículo o 22% en España¹⁷².

Características de los FIC:

- Los fondos especializados en inversión inmobiliarios son cerrados.
- No existe ningún incentivo fiscal para la ciudadanía que invierte en este vehículo, dificultando la promoción del vehículo ante el público
- No hay ningún documento que sintetice de manera sencilla y homogénea las principales características y riesgos del vehículo, y es que el Reglamento se configura como un documento demasiado extenso y de contenido eminentemente jurídico; y la Ficha Técnica aporta diversa información cuantitativa que puede ser difícil de entender para un inversionista sin experiencia.
- Productos financieros de fácil acceso para llegar al mercado accionario.

¹⁷² CANO, David. MAGÁ, Carlos. CORFICOLMBIANA, FIDUCIARIA CORFICOLMBIANA. Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español [En línea]. [Consultado: 5 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2018/01/Estudio-Asofiduciarias-Diagramado.pdf>

Como se mencionó, los fondos de Inversión Colectiva Inmobiliario son muy pocos, pues de las 25 entidades que pueden “crear y administrar Fondos de Inversión”¹⁷³, solo se encontraron 4 fondos especializados en el sector inmobiliario, es decir, solo hay tres tipos de fondos o entidades que enfocan las inversiones captadas en bienes raíces. En la ilustración 12, se puede observar los únicos fondos de inversión inmobiliaria que actualmente existen en Colombia.

Ilustración 12. Fondos de Inversión Inmobiliaria

RIESGO MODERADO	Nombre del Fondo	Características	Montos mínimos - Inversionistas	Comisión			
 Rentas Inmobiliarias	<ul style="list-style-type: none"> Fondo de inversión colectiva cerrado Inversión a largo plazo Activos inmobiliarios en Colombia Potencial de generación de flujos de caja a través de su explotación a cualquier título 	<ul style="list-style-type: none"> Comunes: 2 SMLMV Especiales: 750 SMLMV Clase I: 75.000 SMLMV 	<ul style="list-style-type: none"> 2% 1,50% 1,50% 				
				 Inmoval	<ul style="list-style-type: none"> Fondo de inversión colectiva cerrado Bienes inmuebles comerciales: oficinas, locales, hoteles, bodegas, etc. Susceptibles de ser alquilados desde su adquisición. Inversión a largo plazo 	<ul style="list-style-type: none"> \$10.000.000 	<ul style="list-style-type: none"> 2%
				Inmoval Desarrollos Inmobiliarios	<ul style="list-style-type: none"> Fondo de inversión colectiva cerrado Compra de lotes y participaciones de capital en proyectos de construcción de vivienda de estratos medios y bajos Inversión a largo plazo 	<ul style="list-style-type: none"> \$300.000.000 	<ul style="list-style-type: none"> 1,50%
 Comprar para arrendar	<ul style="list-style-type: none"> Fondo de inversión colectiva cerrado Inversión a largo plazo Activos inmobiliarios / proyectos por construir con generación futura de cánones de arrendamiento 	<ul style="list-style-type: none"> \$20.000.000 	<ul style="list-style-type: none"> 1,5% 				
 Estructuras inmobiliarias	<ul style="list-style-type: none"> 4 compartimentos: 3 de desarrollo y 1 de activos estabilizados Oficinas, comercio, bodegas Inversión a largo plazo 	<ul style="list-style-type: none"> 600 SMLV 	<ul style="list-style-type: none"> 1,17% 				

Fuente: LA REPUBLICA. Las opciones para invertir en fondos inmobiliarios. Fondos de Inversión Inmobiliaria [Imagen]. Disponible en: <https://www.larepublica.co/finanzas/las-opciones-para-invertir-en-fondos-inmobiliarios-2722045>

1. **BTGPactual: Renta Inmobiliaria**, “Es un fondo de inversión colectiva cerrado de tipo inmobiliario cuyo objetivo es proporcionar a sus Inversionistas un instrumento de inversión de largo plazo sobre Activos Inmobiliarios ubicados en Colombia y con potencial de generación de flujos de caja a través de su explotación a cualquier título”¹⁷⁴. Este fondo clasifica las respectivas inversiones según el tipo de inversionista, como se observa en la anterior imagen, existen 3 montos diferentes, para tres tipos de inversionistas.

¹⁷³ TRANQUI BIENESTAR FINANCIERO. Principales Fondos de Inversión en Colombia [En línea]. [Consultado: 03 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://tranquifinanzas.com/blog/inversion/mejores-fondos-de-inversion-colectiva/>

¹⁷⁴ BGTPACTUAL. Fondo de Inversión Colectiva Inmobiliario BTG Pactual Rentas Inmobiliarias [En línea]. [Consultado: 5 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.btgactual.com.co/rentas-inmobiliarias/>

El inversionista objetivo deberá tener un horizonte de inversión de muy largo plazo dada la naturaleza de largo plazo de los activos del Fondo, su prolongado término de duración y las restricciones impuestas por la iliquidez de la inversión y la incertidumbre sobre el desarrollo del mercado secundario para sus valores emitidos¹⁷⁵.

2. **Credicorp Capital**, cuenta con dos fondos con características diferentes uno del otro, pues en el fondo Inmoval, el mínimo de inversión es de \$10.000.000, destinados a la inversión en bienes comerciales, oficinas, locales, bodegas, etc.¹⁷⁶. y el otro fondo, Inmoval Desarrollos Inmobiliarios, fondo cerrado con perfil de inversionista moderado (Inversión mínima 300 millones de pesos, el cual participa en proyectos de construcción, directamente en la compra de lotes para vivienda de estrato medio y bajo¹⁷⁷.
3. **Old Mutual: comprar para arrendar**, inversión en la compra de bienes inmuebles destinados al arrendamiento, con una duración de 25 años y un mínimo de \$10.000.000, sin embargo, lo particular e importante de este fondo, es que es el fondo inmobiliario más nuevo sacado al mercado, con las mismas características de cualquier otro fondo, es decir cerrado, con un monto mínimo elevado y una rentabilidad sujeta al tiempo¹⁷⁸.

Características principales de los FIC inmobiliarios

- Dependiendo del tipo de fiducia, se manejan los 3 perfiles de riesgo, moderado, conservador y de alto riesgo.
- La liquidación de los rendimientos depende de la fiducia, los cuales pueden ser diarios, semanales, mensuales, trimestrales, etc.
- A sí mismo la permanencia en estos fondos varia, ya sea desde aquellos que no tiene pacto de permanencia, es decir, pueden sacar sus dineros, aunque no en su totalidad, y su rendimiento dependerá del tiempo que se deje en el fondo, hasta fondos que obligan un pacto de permanencia de hasta 50 años.

Los Fondos de Inversión Colectiva (FIC) son considerados como un vehículo de inversión y de ahorro administrados por sociedades fiduciarias, los cuales captan recursos de las personas y lo invierten en activos de ciertos portafolios de inversión, de esta forma, los activos que puede tener un portafolio de una sociedad fiduciaria se catalogan como: Financieros (Acciones, Bonos, CDT, etc.) y no financieros como lo son los inmuebles, derechos sobre propiedades, entre otros.

¹⁷⁵ Ibip., p.1

¹⁷⁶ CREDICORPCAPITAL. Inmoval [En línea]. [Consultado: 08 de noviembre de 2019]. Disponible en: https://www.credicorpcapitalcolombia.com/Gestion_de_Activos/Fondos_Locales/inmoval

¹⁷⁷ CREDICORPCAPITAL. Inmoval [En línea]. [Consultado: 08 de noviembre de 2019]. Disponible en: https://www.credicorpcapitalcolombia.com/Gestion_de_Activos/Fondos_Locales/inmoval_desarrollos

¹⁷⁸ OLDMUTUAL. Fondo de Inversión Colectiva Skandia Comprar para Arrendar [En línea]. [Consultado: 10 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.oldmutual.com.co/quienes-somos/old-mutual-en-colombia/old-mutual-fiduciaria-S-A/fondo-inversiones-colectivas/Perfil-Moderado/Old-Mutual-Comprar-para-arrendar/Paginas/default.aspx>

Estas son una de las pocas opciones que existen de fondos para invertir directamente en el sector inmobiliario, si bien las condiciones no son las mismas, en cuanto a montos ni rendimientos promedios obtenidos, si tienen en particular, que son fondos que requieren de grandes sumas de dinero hablando en términos de inversión, pues como ejemplo tomando el Fondo Credicorp Inmoval, cualquier persona con 10 millones puede invertir en la BVC en cualquier tipo de activo, desde una acción, hasta un bono del gobierno (TES), obteniendo una rentabilidad incluso mayor al 8.83% que ofreció el fondo en el último año. En la tabla 6. Se resume la información básica acerca de los fondos de inversión colectivos inmobiliarios.

Tabla 6. Fondos de Inversión Inmobiliarios

Sociedad Administradora	Nombre del Fondo	Inversión Mínima COP	Duración fondo	Rentabilidad 1 año	2 años	3 años
Fiduciaria Old Mutual	FOLDMUTUAL Inmobiliaria Comprar para Arrendar	10 millones	25 años	7,28%	9,13%	8,11%
Credicorp Capital	CREDICORP Inmoval Desarrollos Inmobiliarios	300 millones	Cerrado N/A	10,25%	8,95%	8,75%
Credicorp Capital	CREDICORP Inmoval	10 millones	Cerrado N/A	8,83%	9,46%	11%
BTG Pactual	BTGPactual Rentas Inmobiliarias	2 SMLMV	7,36%	7,68%	9,61%	7,46%

Fuente: elaboración propia

En Colombia, los fondos de capital privado se regulan a través del Decreto 2555 de 2010 (y su modificación, el 1242 de 2013), en el que se categorizan como un Fondo de Inversión Colectiva cerrado. El Fondo de Inversión Colectiva es todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos que se integran con el aporte de varias personas, gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos conjuntos¹⁷⁹.

Según un artículo de la revista económica DINERO, en el año 2017, el Ministerio de Hacienda sanciono el decreto que permitía la negociación de los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria en la BVC, con el objetivo de ampliar la oferta del

¹⁷⁹ INVEST IN BOGOTÁ. Cómo funcionan los fondos de capital privado [En línea]. Bogotá. [Consultado: 03 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://es.investinbogota.org/como-invertir/como-funcionan-los-fondos-de-capital-privado>

mercado de valores, y ayudar a los fondos para atraer mayor inversión¹⁸⁰. Sin embargo, aún no existe ninguno que participe en el mercado de valores.

4.2.5 Derechos Fiduciarios. “Limita a las personas, pues son solo unas pocas las que pueden pertenecer a este grupo de inversionistas, pues no son solo los montos altos, si no las restricciones selectivas”. **Eres dueño en papel de un pedazo de un bien inmueble.**

Los derechos fiduciarios surgen de una relación contractual particular vinculada al proyecto, lo que hace que no cumplan con la característica de negociabilidad requerida para participar en el mercado de valores, es decir no tienen la vocación circulatoria para poder negociarse de manera ágil, sino que su transferencia está sujeta a las normas de cesión de derechos en los términos establecidos en la legislación civil y mercantil¹⁸¹.

Son opciones para invertir en proyectos los cuales tienen una expectativa de alta rentabilidad, estos proyectos pueden ser de gran magnitud a nivel nacional e internacional. La inversión en estos proyectos de finca raíz permiten tener una opción para obtener ganancias de manera segura y confiable, sin mencionar la expectativa de renta que genera.

Una vez el proyecto está sobre planos, se crea la figura jurídica de fideicomiso, “la cual establece la totalidad del capital que será invertido para que el proyecto se realice. Este proceso se realiza a través de una fiducia inmobiliaria”¹⁸².

Uno de los aportes de la fiducia inmobiliaria es el inmueble para construir el fideicomiso y ayudar a gestionar todas las licencias y permisos que se necesitan para realizar el proyecto. Así mismo, se vincula el fideicomiso a las personas que han invertido en derechos fiduciarios, ellos son quienes entregan los recursos acordados por participación en la entidad fiduciaria para ser administrados de forma independiente en finca raíz y cartera colectiva administrada por la misma sociedad fiduciaria, según las normas vigentes y supervisión de la Superintendencia Financiera.

¹⁸⁰ REVISTA DINERO. Vía libre a los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria [En línea]. Bogotá. [Consultado: 04 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.dinero.com/inversionistas/articulo/fondos-de-inversion-colectiva-inmobiliaria-entran-a-la-bvc/253470>

¹⁸¹ ALBÁN. María Paula. LA REPUBLICA. Derechos fiduciarios `empañan` proyecto del BD Bacatá [En línea]. Bogotá. [Consultado: 05 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.larepublica.co/finanzas/derechos-fiduciarios-empanan-proyecto-del-bd-bacata-2014323>

¹⁸² OIKOS. Conozca cada detalle sobre los derechos fiduciarios [En línea]. Bogotá. [Consultado: 05 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.oikos.com.co/inmobiliaria/noticias-inmobiliaria/que-son-los-derechos-fiduciarios>

Cuando finaliza el proyecto, comienza la explotación de los inmuebles resultantes, en este punto, los inversionistas comienzan a recibir de acuerdo a la periodicidad acordada las rentas proporcionadas por la participación en el fideicomiso¹⁸³.

Cabe resaltar que los fidis, o derechos fiduciarios han tenido una acogida por parte del mercado colombiano, uno de los casos que más ha impactado en este caso ha sido el BD Bacatá que es el edificio más alto de Colombia, con 66 pisos, los cuales tienen sótanos para parqueaderos, oficinas, apartamentos, un hotel de la marca Eurostar y un centro comercial, los derechos fiduciarios son una herramienta de inversión que actualmente solo existe en Colombia, el funcionamiento de estos se basa en comprar de una participación de un bien inmueble como hoteles o centros comerciales que harán parte de una edificación, estas proyectan rentabilidades futuras.

- **Caso Bacatá:** en términos básicos, el BD Bacatá contara con “405 apartamentos, 117 oficinas, 319 habitaciones de hotel, 6.500 metros cuadrados comerciales y 700 parqueaderos”¹⁸⁴ siendo el rascacielos más alto de Colombia con 66 pisos, sin embargo, su terminación e inauguración se vio opacada por los grandes problemas de insolvencia por la forma de financiación (crowdfunding inmobiliario)

Desde el momento de su planeación, se esperó que el retorno de inversión estimado era entre 9% y 14% anual, lo cual comparado con un CDT era realmente alto, ya que usualmente estos tienen una rentabilidad de 5% anual. Esta figura de derecho fiduciario es una herramienta relativamente novedosa, la cual fue creada luego de la crisis de 1999 que aún presenta algunas lagunas en cuanto a regulación en el sistema de inversión del mercado¹⁸⁵.

Este proyecto ha sido vigilado por entes de control para evitar problemas o complicaciones con los inversionistas, ya que se ha cuestionado la similitud que tiene este vehículo o herramienta con respecto a la titularización, puesto que ésta se transa en el mercado de valores y no es posible en muchos casos reconocer la diferencia entre ellos, por ejemplo; algunos inversionistas creen que pueden negociar estos activos en el mercado secundario, pero por Ley, solo se pueden comercializar por medio de una cesión, así como funcionan las propiedades inmobiliarias.

Aun así, para los inversionistas expertos ven una frontera muy tenue entre estos dos vehículos inmobiliarios, la presidenta de Asofiduciarias, Stella Villegas de Osorio dijo: “los derechos fiduciarios son un derecho personal, pero aún no tenemos esa certeza de que sea un valor y se negocie como tal. Estamos trabajando en los

¹⁸³ Ibip., p.1

¹⁸⁴ VALENCIA, Nicolas. BD Bacatá retomará su construcción en Bogotá y sería inaugurado en 2020 [En línea]. [Consultado: 9 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.archdaily.co/co/912571/bd-bacata-retomara-su-construccion-y-seria-inaugurado-en-2020>

¹⁸⁵ ALBÁN. María Paula. Op, cit.

próximos días en una reunión que nos permita definir si son o no activos para negociar en bolsa, pero por ahora no lo son”¹⁸⁶.

El proyecto BD Bacatá, además de ser ambicioso, es un todo en uno, ya que puede llegar a ser un Resort urbano moderno en Bogotá, ya que está pensado para, trabajar, comprar, hospedarse y vivir, entre otras particularidades. A noviembre de 2019 el estado actual del Bacatá es Pre-Operando, la entrega del proyecto debía ser en 2019 y el total de derechos fiduciarios es de 3.000, la rentabilidad esperada oscila entre el 8% al 10% efectivo anual, la renta mensual esperada debía ser de \$483.000 y la rentabilidad más la valorización debe ser del 14% al 21% efectivo anual.

Actualmente existen 50 derechos fiduciarios disponibles, donde oscilan entre los \$59.000.000 a los \$105.000.000 con el respaldo de Acción Fiduciaria y Prabyc Ingenieros¹⁸⁷.

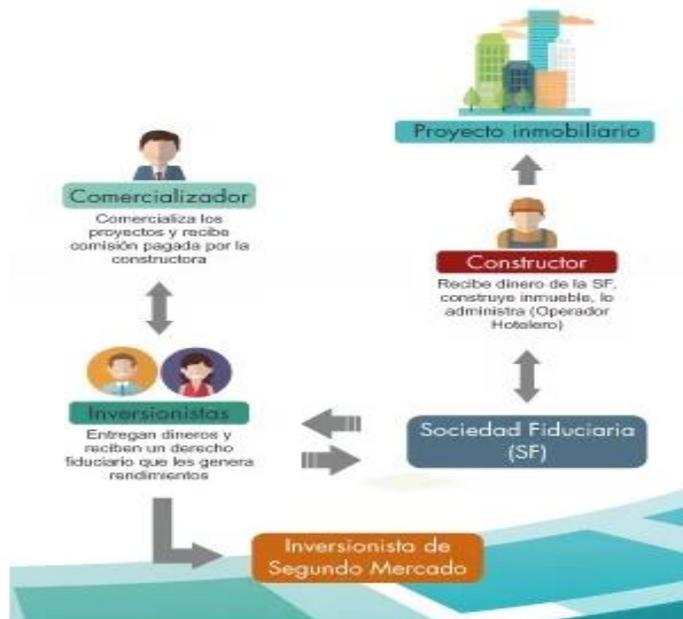
4.2.6 Participaciones Fiduciarias. Este vehículo de inversión es derivado de los fideicomisos, los cuales; “otorgan a los inversionistas el derecho a participar de los resultados económicos derivados del cumplimiento de la finalidad productiva del proyecto, sin que implique la propiedad del bien objeto el proyecto y, sin perjuicio, del ofrecimiento de beneficios adicionales”¹⁸⁸, a diferencia de los demás, este ofrece una alternativa de inversión a bajo costo y accesible a cualquier inversionista, pues brinda la posibilidad de una estabilidad a largo plazo si se compara con otro tipo de inversión.

¹⁸⁶ Ibip., p.1.

¹⁸⁷ PROFID MARKET. BD Bacatá Bogotá Centro Comercial [En línea]. Bogotá. [Consultado: 06 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://profidmarket.com/bd-bacata-centro-comercial/>

¹⁸⁸ FIDUCIARIA CORFICOLMBIANA. Negocios de Participaciones Fiduciarias [En línea]. Bogotá. [Consultado: 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: fiduciariacorficolombiana.com/wps/portal/fiducorficolombiana/inicio/negocios-fiduciarios/fiducia-inmobiliaria/negocios-participaciones-fiduciarias

Ilustración 13. Participaciones Fiduciarias

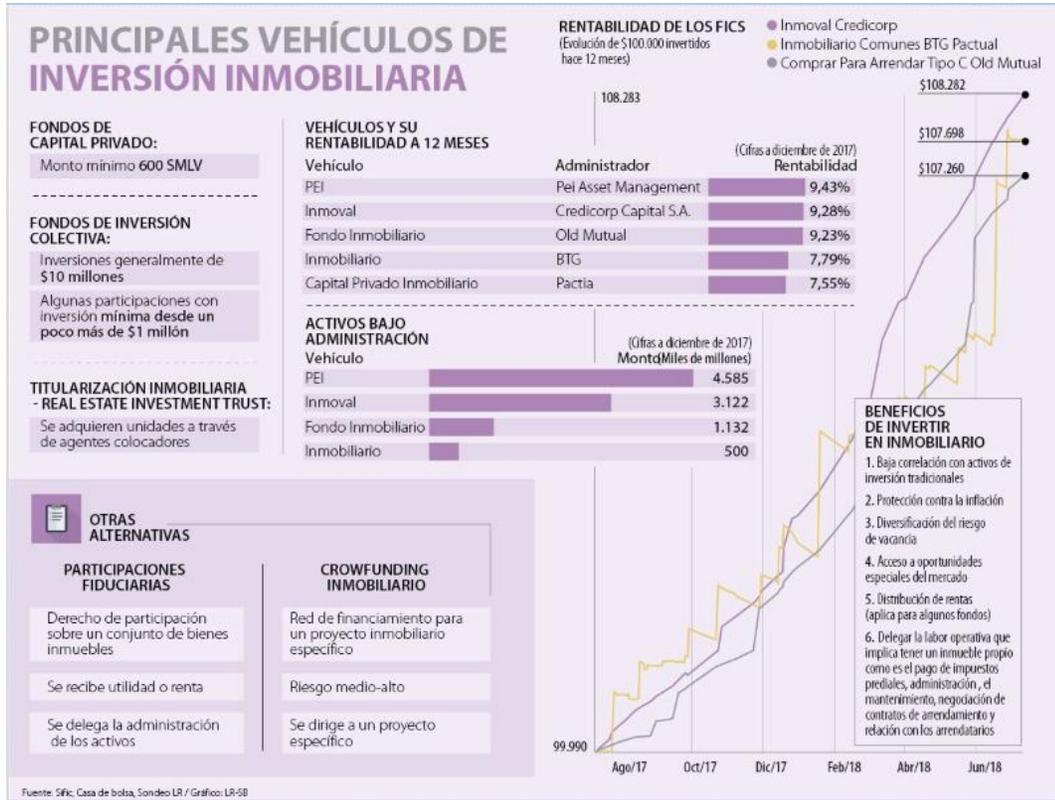


Fuente: CONACULTURA. Participaciones Fiduciarias [Imagen]. [Consultado 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://blog.conaltura.com/como-funciona-una-fiducia-inmobiliaria-en-colombia>

Usualmente se comercializan los proyectos que solo empiezan después de que la Sociedad Fiduciaria (SF) capte el dinero de los inversionistas a través de los derechos, allí se ofrece el producto a los inversionistas, en donde se tiene una relación bilateral en cuanto a la entrega del dinero a cambio del derecho fiduciario.

En resumen, actualmente podemos decir que contamos con muy pocas formas de invertir en el mercado inmobiliario sin la necesidad de comprar un bien inmueble, en la ilustración 14, se resume en gran medida todas las posibilidades para los inversionistas, desde la más popular hasta las ilíquida. Mostrando tanto la inversión mínima para los inversionistas, como su rentabilidad y las diferentes opciones vistas anteriormente.

Ilustración 14. Principales Vehículos de Inversión Inmobiliaria



FUENTE: LA REPUBLICA. Principales Vehículos de Inversión Inmobiliaria [imagen]. [Consultado 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.larepublica.co/finanzas/las-opciones-para-invertir-en-proyectos-inmobiliarios-2750697>

La barrera principal de estas opciones son las grandes cantidades de recursos que se necesitan para invertir en ellos, seguido de las diferentes restricciones que cada uno de ellos tienen para que un ahorrador pueda invertir, sumándole, lo costes altos de trámites y de terceros como los comisionistas de bolsa, que cobran sumas demasiado altas de comisión, es así, que invertir en finca raíz sin comprar un bien inmueble, podría actualmente considerarse para un colombiano de a pie como imposible.

O casos como el de Pactia, donde se demuestra como un vehículo de inversión inmobiliaria más de Colombia, pero en realidad no podría considerarse como un vehículo, ya que es uno de los que más tiene restricciones a la hora de invertir, pues no solo es importante que se acerrado, sino que es uno de los fondo de capital privado más grandes de Colombia, con la característica principal de que sus inversionistas son solo tres grandes grupos empresariales; Protección inversiones, Constructora Conconcreto y Grupo Argos, lo que elimina todo rastro de inversión de personas naturales, e inclusive cualquier tipo de participación de un inversionista profesional, dígame nacional o internacional.

5. MODELO REIT COMO UNA NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN EN LA BVC

“El desarrollo de los Mercados de Capitales es fundamental, por que une el ahorro colectivo hacia el desarrollo empresarial cuando se estructura de manera adecuada” Presidente de la Republica de Colombia Ivan Duque.

En el siguiente capítulo se traerá a colación la importancia de la implementación del Modelo REIT en Colombia, analizando el impacto que este nuevo vehículo le traería a los tres actores más importantes de la investigación, es decir, se analizara el impacto que el modelo REIT le traerá a la Bolsa de Valores de Colombia, el impacto al Sector Inmobiliario y el impacto para los inversionistas nacionales y extranjeros.

5.1 IMPACTO DEL MODELO REIT EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA

El análisis del impacto del modelo REIT, si bien se puede ver en conjunto, es más preciso analizarlo caso por caso, es decir, como este vehículo podrá afectar tanto al inversionista, como al mercado de valores, al igual que al sector inmobiliario, ya que son los tres principales agentes relacionados directamente con el modelo REIT

5.1.2 Regulación del Modelo REIT en Colombia. Al igual que todas las economías tienen características diferentes, la implementación del modelo REIT también puede tener características distintas al REIT de Estados Unidos, pues no en todos los 39 países, se implementó exactamente con las mismas particularidades ya que en algunos países ni siquiera se encuentra reglamentado el modelo de Fideicomiso, como por ejemplo el caso de Bélgica, donde se maneja un régimen empresarial inmobiliario regulado (RREC), o Turquía donde no existe el concepto de fideicomiso, por lo cual los REIT trabajan como empresas de Inversión en Bienes Raíces, incluso países como Japón donde no existe solo una figura como los fideicomisos, sino que también para darle una mayor importancia también se encuentran las Corporaciones de Inversiones, siendo este último el único modelo usado, implicando que no todas las características del REIT se tienen que aplicar para que funcione, pues cada economía tiene la facultad para ajustarlo a su modelo, lo que observaremos en la tabla 7, donde se demuestra que no es necesario reglamentarlo bajo una única regulación, o con una única característica.

Tabla 7. Ejemplos de adopción global del Modelo REIT

País	características
Taiwán	Implementó el REIT en una época de fuerte desarrollo económico, ayudando al proceso de desarrollo económico
Canadá	Fideicomisos, que deben contar con propiedades reales, que generen ingresos por mantenimiento, mejora, alquiler o administración
Bélgica	Trabajan con operaciones comerciales enfocadas a facilitar la entrada de los inversionistas al mercado inmobiliario
Turquía	No existe el fideicomiso, los REIT están estructurados como inversión inmobiliaria de empresas
Grecia	Existe una ley que regula la inversión inmobiliaria de empresas (REIC), están dirigidos por bancos griegos, con inversión nacional en su mayoría
Japón	Fideicomisos de Inversión, y, por otra parte, las Corporaciones de Inversiones
Dubái	Emirates REIT, el primer fideicomiso de inversión del golfo (año 2014), y el REIT más importante y más grande del mundo
Inglaterra	En el año 2010 se acogió la distribución de ingresos por alquiler como dividendo de acción, y gracias a un cambio se logró: “diversificación de inversiones, flexibilidad de gestión de efectivo y simplificación de impuestos”.
Sudáfrica	El REIT solo debe invertir en bienes inmuebles, no se debe componer a través de la deuda, leyes de tratamiento fiscal similares a países desarrollados
Vietnam	La inversión en estos activos solo se haga en efectivo, por lo cual dificulta la inversión nacional y facilita la extranjera, y se puede invertir con PROPIEDAES

Fuente: elaboración propia

Como se puede observar en la tabla 7, **no existen obstáculos normativos** que impidan que una economía en este caso la colombiana, reglamente el REIT, como un activo más de la renta variable de la BVC, pues si bien no existe una ley actualmente que lo reglamente, se puede hacer la regulación de una nueva Ley, basada en los criterios del REIT que se ajuste al mercado colombiano, y si no fuese así, no sería necesario, crearla, **si no se podría ajustar a leyes existentes**, haciendo una modificación o una adición, por ejemplo al Decreto 2255 del 2010 por el cual se regulan los fideicomisos, **o podría adecuarse a la regulación de los activos pertenecientes a la BVC**, como cualquier otra empresa que cotiza. Con todas las reglamentaciones que las rigen a ellas al momento de hacer su primera Oferta Pública Inicial (OPI), y sus respectivas emisiones.

Además de contar con la experiencia de 39 economías, contamos con los errores por los cuales ellos han pasado y no copiar, pero si usarlos como modelos a la hora de su implementación, lo cual nos sería de gran facilidad puesto que tenemos demasiadas leyes que reglamentan el sector inmobiliario y su inversión en él. E incluso podemos usar o analizar el proceso que están llevando las actuales economías que lo desean implementar, entre las cuales se encuentra Argentina y

China, entendiendo que no solo las economías desarrolladas lo hicieron y lo están haciendo, sino también en mayor medida por países en pleno desarrollo.

Una de las grandes facilidades que tiene Colombia con respecto al sector inmobiliario, es que **maneja uno de los mejores modelos de fideicomisos incluso a nivel latinoamericano**, lo que facilitará en gran medida la entrada o la iniciativa de una empresa con bienes inmuebles a convertirse en REIT, logrando que **Colombia no solo sea el tercer país de Latinoamérica en adoptarlo, si no ser tercer país de Latinoamérica en darle una nueva oportunidad al mercado de valores**, para la creación de portafolios óptimos a través de la diversificación de los activos y del riesgo.

5.1.3 El Modelo REIT como un nuevo activo de la renta variable de la BVC. La Bolsa de Valores de Colombia, se ha quedado rezagada ante el cambio continuo del mercado de valores, pues nuestra Bolsa, es sin duda una de las más pequeñas de América en cuanto a la cantidad de oportunidades (emisores) que ofrecemos a los inversionistas, ya que contamos con tan solo 68 oportunidades de inversión accionaria (emisores), pues desde el año 1990 hasta el 2001 (año en que nace la BVC), la entrada y salida de compañías a la bolsa se ha comportado casi de forma cíclica, como se observa en la gráfica 4, y a partir del año 2001, el comportamiento solo ha ido a la baja, pues pasamos de tener 120 emisores en el 2001 a tan solo 68 emisores en el 2018, es decir, una disminución casi del 50%, lo que implica desde un aspecto más técnico y teórico, es que se redujo a la mitad las oportunidades de inversión, esto dicho, basado en la teoría de Markowitz, donde refleja que el portafolio ideal para el inversionista solo puede generarse si existen varias alternativas de inversión, pues la diversificación del riesgo es uno de los factores fundamentales para todo inversionista.

Por este cambio tan negativo, los inversionistas han preferido bolsas como la de Brasil, México, Perú o Chile, por ejemplo, Brasil para el año 2017 contaba con 335 empresas nacionales cotizando en bolsa, mientras Colombia para ese mismo año tenía 67 empresas, una diferencia abismal de 268 no empresas, si no oportunidades de inversión. De igual manera la Bolsa de Perú sobrepasa a la BVC por 151 empresas, Chile 145, México con 74 más que Colombia y Argentina nos supera por 29 empresas ¹⁸⁹. Estas cifras representan la ineficiencia de la bolsa en cuanto a multi-producto y multi-mercado al demostrar el rezagó frente al mercado de capitales a nivel global, independientemente de factores externos.

Estas cifras se observan desde la importancia que se le da en el día a día de negociaciones bursátiles, ya que los valores del mercado de renta variable tan solo trazan el 7% del total que se negocia en la BVC. Y de ese 7% que se negocia, solo 10 compañías obtienen la mayor cantidad de inversión, véase la gráfica 5. Siendo Ecopetrol S.A (Sector Minero Energético), Bancolombia (Sector Financiero),

¹⁸⁹ BANCO MUNDIAL. datos. Op, cit.

Grupo Aval (Sector Financiero) etc. esta falta de oportunidades ha provocado que el gobierno reaccione, para tomar medidas que incentiven la entrada de nuevos inversionistas extranjeros, y que los nacionales cuenten con mayores opciones en su país, siendo la base primaria para la creación de la Misión del Mercado de Capitales del 2018.

Es por esta razón que es de vital importancia que nazca un nuevo activo financiero en la BVC, para no solo aumentar el número de emisores actuales, si no para no quedarnos rezagados, frente a bolsas como la de Brasil y México las cuales no son solo superiores a Colombia por la cantidad de emisores, si no que ya han implementado el modelo **Real Estate Investment Trust**, que no solo se ha convertido en un activo común y corriente, si no que ha traído consigo ciertas ventajas (véase tabla 8).

Tabla 8. Impacto del MODELO REIT en el continente americano

Estados Unidos	México	Brasil
La Capitalización Bursátil del mercado REIT es casi del mismo tamaño que la Economía de México Año 2017 (PIB México USD1.149 billones - Capitalización mercado REIT USD 1.134 billones.	"En México existen 11 Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces – FIBRAs – listadas en la Bolsa Mexicana de Valores -BMV-; hasta el 30 de mayo de 2017 su capitalización era de 248 mil 549.6 millones de pesos y un equivalente aproximado de 13 mil 786.9 millones de dólares"	"Dos clases de activos dominan el mercado de fondos de inversión inmobiliaria, componiendo el 71% del valor de capitalización del mercado: oficinas (54,2%) y centros comerciales (17%)"
Más de 220 emisores, que cuentan con más de 290.000 propiedades.	Para el 2017 contaba con 11 emisores, los cuales suman cerca de 1.500 propiedades.	Para el año 2019, ya hay un total de 14 emisores, que actúan como fondos de inversión inmobiliaria
Diversificación de la Bolsa de Valores al facilitar la inversión en el mercado inmobiliario.	Diversificación de la Bolsa de Valores al facilitar la inversión en el mercado inmobiliario	Diversificación de la Bolsa de Valores al facilitar la inversión en el mercado inmobiliario
Es un mercado muy maduro gracias a los 60 años de experiencia.	Entrada de inversionistas al mercado de valores con intereses en bienes raíces	Si bien nació en el año 1993, fue hasta el año 2012 donde tomo gran importancia.
Entrada de inversionistas al mercado de valores con intereses en bienes raíces.	Entrada de inversionistas al mercado de valores con intereses en bienes raíces	Entrada de inversionistas al mercado de valores con intereses en bienes raíces. Evolución de la inversión pasando la importancia de la titularización a los FFI

Fuente: elaboración propia

No se espera que la entrada del modelo REIT, tenga el mismo comportamiento que el REIT en México o Brasil, e incluso igual que en España, que también se consideró como uno de los casos más exitosos de uso del MODELO REIT, si bien no podemos comparar a estas economías con la colombiana, si podemos comparar los resultados que ha traído el REIT a sus mercados de valores.

El modelo REIT podría tener un impacto positivo o negativo, visto a través de la cantidad de emisores, ya que se podrá seguir con los 68 emisores actuales, o se podrá hacer un cambio hacia el crecimiento aumentando la cantidad paulatinamente con la entrada de compañías REIT, ya que no solo entrarán nuevos emisores al mercado de renta variable de la BVC, si no que serán emisores con características de riesgo diferentes a las actuales alternativas tradicionales (**Diversificación de nuestro mercado accionario**).

Adicionalmente, podrá tener la oportunidad de competir en un mercado de valores a nivel internacional, principalmente competitividad con las bolsas de Brasil y México, en las cuales la capitalización bursátil de sus REIT se como ejemplo de ello la capitalización de los 11 fideicomisos que existen en México que alcanzaron un volumen de 13 mil 786.9 millones de dólares. E incluso podría llegar a comportarse de la misma manera que los REIT americanos frente a activos libres de riesgo, como el bono del tesoro norteamericano a 10 años, donde su rendimiento frente al riesgo del mercado según el índice de Treynor fue de 0,00189 superior al 0,000189 del 10-Yr- Bond, lo que deja a los REIT sobre este activo tan importante.

El comportamiento de la entrada del REIT a la bolsa dependerá de si se acoge o no a las necesidades del inversionista. Por ello, el impacto puede ser positivo como se demuestra en el capítulo 3, donde su acogida fue alta, o podemos seguir con los 68 emisores y las mismas 10 empresas en las cuales podemos invertir de forma “más segura”, dejando a un lado las necesidades del país, las cuales quedaron demostradas en la Misión del Mercado de Capitales.

5.1.4 Modelo REIT como nuevo vehículo de inversión para el sector inmobiliario.

Las necesidades de la economía colombiana, se enfocan principalmente en aquellos sectores que no se han logrado reactivar, entre los cuales se encuentra el sector de la construcción, pues desde el año 2017, ha sido el sector con el menor crecimiento, lo que ha ocasionado que el sector inmobiliario, presente demasiado problemas especialmente de liquidez, ya que no solo es que los montos de inversión para los ahorradores sea muy alto, si no que la percepción del riesgo en el sector ha aumentado, es por ello, que es indispensable crear una nueva forma de generarle liquidez a este mercado, es por lo cual el REIT por sus características de

transabilidad no solo creara una mayor liquidez, sino que creara diversificación dentro del mismo sector. (vivienda, comercial, salud, etc.)

5.1.4.1 Problemas del Sector Inmobiliario en Colombia. Cómo se mencionó al principio, el modelo REIT no solo impacta el mercado de valores, sino que también impacta y en mayor medida, al sector inmobiliario, ya que este sector es considerado como uno de los más importantes a nivel global, pero también es estimado como uno de los más difíciles de acceso para el inversionista, ya que las sumas de dinero que actualmente se necesitan para invertir en los bienes raíces son sumas considerablemente altas.

Una característica del mercado inmobiliario colombiano, es que se encuentra en un situación de precios sobrevalorados por los propietarios de los bienes inmuebles, pues se estimó que el precio por metro cuadrado se encontraba por encima del precio dado por las entidades del gobierno encargadas de hacer estos avalúos, es por ello que para el año 2019, dependiendo el sector, el metro cuadrado de vivienda iba desde 2.9 millones m² estrato 1, 2 y 3 hasta 6 millones estrato 4 a 6 hacia arriba, es por esta razón y por razones como, que ya no hay espacio para la construcción en las grandes ciudades como Bogotá, lo que ha encarecido el precio de los bienes inmuebles, dejando a un lado toda pequeña inversión que se quiera realizar.

Hablando en términos de inversión, no todas las personas desean invertir en un bien inmueble, ya sea en un apartamento, una casa, una oficina en un edificio, o un local comercial, para luego hacer uso de él, ya que su inversión radica en un posterior uso por parte de un arrendatario (beneficiario), y allí es donde verdaderamente el inversionista encuentra el rendimiento “**BENEFICIO**”, a parte de la valorización del bien inmueble en el tiempo.

5.1.4.2 REIT como una nueva oportunidad de Diversificación (Liquidez) para el sector inmobiliario. Desde la crisis mundial del 2008, la confianza en el sector inmobiliario a nivel global se ha ido debilitando, mostrado un decrecimiento en la compra y venta de inmuebles, puesto que los inversionistas están más precavidos frente a la toma de decisiones, aunque existen vehículos de inversión que son atractivos, la aversión al riesgo y prefieren invertir en activos más seguros.

Es por ello, que el modelo REIT, tendrá un impacto profundo y significativo en el sector inmobiliario, solucionando uno de los problemas principales del sector, y es la falta de liquidez, ya convertirse en un activo de renta variable, sus condiciones estarán bajo las mismas condiciones de cualquier empresa, además de ello, como se observó en el apartado, REIT en Estados Unidos, podría ser tan significativo por su bajo riesgo y volatilidad, correspondiente al activo el cual lo respaldara, es decir, en términos coloquiales, cada bien inmueble del REIT colombiano, se convertirá en un pedazo de papel, el cual podrá ser vendido y comprado por cualquier tipo de inversionista, ya sea profesional o no, y dichas transacciones, será lo que conllevara

una mayor captación de recursos (liquidez) ya sea para construcción, mejora de la infraestructura, compra de más bienes, etc.

Impacto del REIT en el sector inmobiliario en Colombia

1. Generación de liquidez proveniente de las transacciones en bolsa por la compra y venta de las “**acciones**” de los bienes inmuebles.
2. **Diversificación** de los diferentes sectores dentro del mismo sector inmobiliario (comercial, ofician, vivienda, construcción, bodegas).
3. Acceso al sector inmobiliario y bursátil por parte de los clientes inversionistas y profesionales.
4. Atractivo para los inversionistas internacionales en el mercado inmobiliario.
5. El REIT es un puente entre el sector inmobiliario y el mercado de capitales, que le permite a constructores y promotores desarrollar proyectos con un esquema de rentas ofrecidos mediante un mecanismo de salida de grandes activos¹⁹⁰.

5.1.5 El Modelo REIT como alternativa para el inversionista. Según John Maynard Keynes; “las crisis surgen cuando los inversionistas bajan su nivel de inversión, lo cual lleva a un aumento en el desempleo y como resultado el nivel de consumo disminuye”.

Estamos destinados a no poder realizar inversiones en el sector inmobiliario, no tienes capital (liquidez), no cuentas con respaldo bancario para un monto tan alto

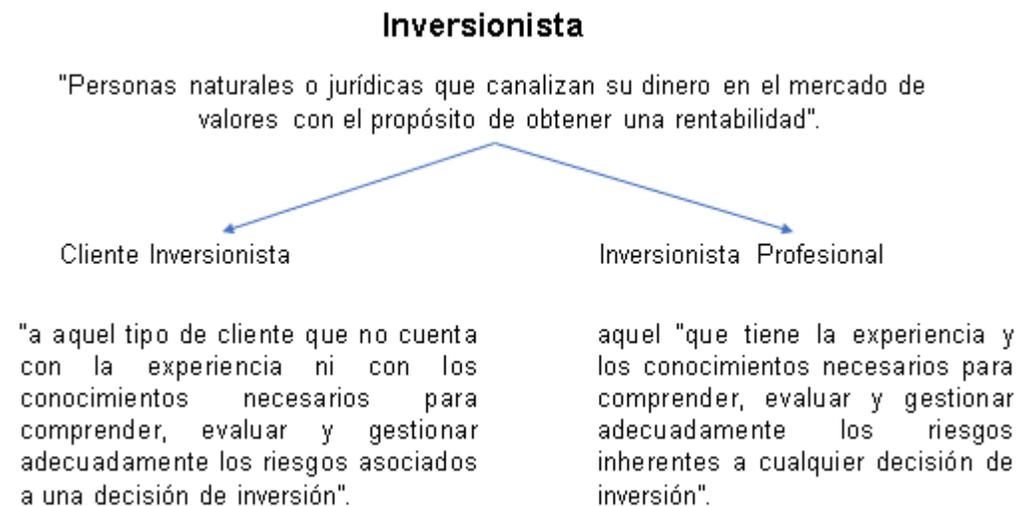
No se puede desligar ni a ninguno de los actores que conforman el mercado de capitales, sin embargo, haciendo el análisis individualmente de cada uno de ellos, no podemos pasar por alto, uno de los agentes más importantes, si no el más importante del ,mercado financiero, y es el inversionista (ahorrador), pues de este depende en realidad que se den con éxito todos los flujos tanto de apita como de bienes y servicios en una economía, entendiendo como que cuando hablamos de inversionista hacemos referencia todos los agentes que interactúan en el flujo circular de la economía, como los son las familias, las empresas y el gobierno o cualquier dependencia de este.

1. **Atracción de nuevos inversionistas** provenientes del sector inmobiliario.
2. **Recuperación de los Inversionistas del sector Inmobiliario a traídos** nueva mente, con un mayor portafolio de oportunidades.

¹⁹⁰ BRIGARD & URRUTIA, ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS. Op. cit., p. 9.

3. Recuperación y atracción de inversionistas de Brasil, México y Chile. Ya que han sido más viables para los inversionistas.

Grafica 18. Definición de Inversionista



Fuente: elaboración propia, con base en. AMV. Glosario del inversionista, educación financiera para todos amv [En línea]. [Consultado: 12 de noviembre de 2019]. Disponible en:
https://www.citibank.com.co/educacionfinanciera/resources/pdf/Glosario_del_inversionista.pdf

Como lo vimos anteriormente, una de las principales problemáticas para los ahorradores, es la falta de opciones que tiene a la hora de depositar sus dineros, por lo cual muchos de ellos, han optado por colocar sus dineros en el sector financiero, en la banca, pues si bien son depósitos que no generan una alta rentabilidad, si son de fácil acceso y hay demasiadas opciones, con un riesgo muy relativamente bajo, por esto es que según el periódico LA REPÚBLICA cada día salen 300 inversionistas del mercado accionario, principalmente de las compañías de mediana y alta liquidez, pues desde septiembre de 2017 a septiembre de 2018, 71.749 accionistas naturales han decidieron vender sus acciones, pasando de 631.182 accionistas a 559.433, es decir una caída de 11,4 % en un año, cerca de 5.979 al mes¹⁹¹.

El problema radica en los costos que cobran las comisionistas de bolsa, condicionado por la baja rentabilidad por los montos bajos de dinero que pueden colocar en acciones, en la ilustración 28, tomado del mismo artículo de la revista dinero, se puede observar el número de accionistas que han salido entre el 2017 y

¹⁹¹ ESPINOSA MARIÑO, Lilian. LA REPÚBLICA. Cada día 300 accionistas salen de la Bolsa de Valores de Colombia. Nuevos inversionistas llegarían en 2020 con mayor número de emisiones [En línea]. [Consultado: 17 de noviembre de 2019]. Disponible en:
<https://www.larepublica.co/finanzas/cada-dia-300-accionistas-salen-de-la-bolsa-de-valores-2795988>

el 2018. Lo que directamente genera problemas de liquidez a aquellas empresas que pierden a sus accionistas, convirtiéndolo en un problema circular.

En Colombia, los hogares (Inversionistas), se dividen por estratos, lo que indica su estratificación socioeconómica, principalmente dividida por el lugar que habitan y sus ingresos, siendo este último el más importante para los sectores que necesitan de recursos pues la diferencia entre el ingreso y el gasto, es muchas veces la diferencia que se invierte, así pues, proyecciones al año 2030, según World Data Lab, la población de estrato medio será de un 64%, es decir la población que gana entre un millón de pesos colombianos (1) y diez millones de pesos (10)¹⁹². Siendo categorizada por este estudio, como la población apta en cuanto a ingresos para invertir en finca raíz, sin la necesidad de comprar un bien inmueble.

¿Pero si más de la mitad de los colombianos ganan entre 1 y 10 millones, porque no pueden invertir en bienes raíces?, la respuesta es muy sencilla, una vivienda, que es el activo inmueble más común de compra, tiene un costo mínimo cercano a los 100 millones de pesos (exceptuando bienes de interés social¹⁹³), lo que en realidad saca a masas del 70% de la clase media para invertir en finca raíz, y lo que no cuentan con estos 100 millones tal vez si cuentan con sumas como 10 20 o 30 millones, sin embargo, esto no alcanza ni para comprar en términos coloquiales, un techo en la nada.

Las oportunidades que tienen los inversionistas para comprar parte del patrimonio de un bien inmueble son muy escasas, como los vimos en la tabla 2, las exigencias mínimas de inversión son en millones de pesos, aparte de las exigencias que se verán en la tabla 5, demostrado que no es solo el dinero, sino que es la falta de liquidez que los actuales vehículos de inversión inmobiliaria le dan al inversionista.

¹⁹² PORTAFOLIO. En Colombia, la clase media llegaría al 64% en la próxima década [En línea]. [Consultado: 23 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.portafolio.co/economia/en-colombia-la-clase-media-llegaria-al-64-en-la-proxima-decada-523377>

¹⁹³ Vivienda de interés social: “Es aquella que reúne los elementos que aseguran su habitabilidad, estándares de calidad en diseño urbanístico, arquitectónico y de construcción cuyo valor máximo es de ciento treinta y cinco salarios mínimos legales mensuales vigentes”, **Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial**.

Ilustración 15. Variación de accionistas entre tercer trimestre 2017 y 2018



Es necesario realizar un cambio en las exigencias y requerimientos para un aumento tanto en el número de emisores como en el número de inversionistas.

FUENTE: ESPINOSA MARIÑO, Lilian. LA REPÚBLICA. Cada día 300 accionistas salen de la Bolsa de Valores de Colombia. Nuevos inversionistas llegarían en 2020 con mayor número de emisiones [Imagen]. [Consultado: 17 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.larepublica.co/finanzas/cada-dia-300-accionistas-salen-de-la-bolsa-de-valores-2795988>

Además de ello cualquier inversionista sea, cliente o profesional, desea invertir solo en un activo, por lo cual, el sector inmobiliario se caracteriza, pues si bien esa dividido por sectores, su portafolio se encuentra diversificado por el tipo de actividad económica, ya que grandes compañías como Oikos, o PACTIAI, cuentan con una gama alta de activos, lo que de por sí ya genera diversificación, pero como lo vimos anteriormente, el acceso a estos portafolio podría considerar para un colombiano de clase baja y media o para un inversionista extranjero con ingresos promedio, es casi imposible.

Tabla 9. Comparación modelo REIT frente a los Vehículos de Inversión Inmobiliaria de Colombia

Inversionista	REIT	PEI	FIC privados	Titularización	Credicorp Capital	Fondo de Capital Privado
Valor Mínimo de Inversión	Emirates REIT CEIC Ltd USD 0.636 (COP 2.257) valor acción	\$10.376.450 50 valor 1 título	Ultracertifinco 468.745.200 Progresión 3.000.0000	Titularizadora colombiana	Fondo Inmoval 10 millones de pesos	Pactia (Fondo Cerrado) No expresa CIFRAS
Rentabilidad	Dependerá de la valorización de la compañía	9.43% (1 año)	Entre 3% y 9% (1 año)	Dependerá de la valorización del portafolio inmobiliario	9.29% (1 año)	7.55% (1 año)
Permanencia	Transacción en el mercado de Renta Variable	Transacción en el mercado de Renta Fija	10.950 días Ultracertifinco (30 años) Progresión (10 años)	3 años para el cumplimiento de los límites	Largo plazo (Superior 10 años)	Largo plazo (Superior 10 años)

Fuente: elaboración propia.

Estas son un ejemplo de las pocas opciones que tienen los colombianos y los extranjeros para invertir.

Si bien, el PEI es considerado como el vehículo de inversión inmobiliario más cercano al modelo REIT, sin embargo, como vemos en la tabla 9, la cantidad mínima de inversión para la obtención de un título participativo del Patrimonio Autónomo es de \$10.376.450, lo que se podría considerar una cifra demasiado alta si consideramos que los únicos que podrían acceder a este vehículos son aquellas personas que tiene un salario por encima del estrato medio, y aquellas empresas que cuentan con altos capitales, por ello los primeros inversionistas fueron solo grandes firmas, aparte de ello, la compra de estos títulos se realizan a través de los descuentos, lo que deja automáticamente todo indicio de liquidez para los activos a los cuales se destinan los 10 millones de pesos, es decir, en lo que obedece al incumplimiento de una de las características principales del REIT, y es la liquidez para ambos, tanto para el inversionista como para el sector inmobiliario.

En los fondos de Inversión Colectivos Privados, se observa que los montos de inversión son demasiado altos, aparte de ello, la obligación de permanencia es muy alta, es decir, el inversionista si bien puede invertir 33 millones de pesos, como mínimo (vencimiento) podrá hacer uso de ese dinero en 10 años, lo que deja a un lado tanto la liquidez para el sector inmobiliario como al inversionista, y si el inversionista desea sacar sus dineros antes, este deberá pagar un porcentaje de “castigo”, pues incumpliría las obligaciones del fondo.

No se necesitaran 10 0 300 millones, ni se tendrá que esperar ni uno (1), ni cincuenta (50) años, para que sus dineros regrese a sus bolsillos, si bien las desventajas del REIT es que trabajara en un mercado volátil, la decisión de inversión dependerá de cada individuo, pues aquella compañía que decida entrar en bolsa, como cualquier otra compañía como Ecopetrol o Bancolombia, se someterá a una inversión, que no solo dependerá de sus buenas decisiones, sino también del comportamiento del mercado, ya sea en un aumento de 1%,2% etc., o una disminución de los mismo puntos básicos, al igual que el inversionista dependerá de su perfil, ya sea conservador, moderado o de alto riesgo.

En resumidas palabras se pueden dos distinciones, por un lado, ¿qué pasaría si se adopta el REIT? Y por otra parte ¿qué pasaría si no se adopta el modelo REIT?

Tabla 10. Implementación del REIT en Colombia, posibilidades

SI SE IMPLEMENTA EL REIT	SI NO SE IMPLEMENTA EL REIT
Nuestra Bolsa de Valores tendrá un nuevo emisor, que dependiendo su acogida a traiga a más empresas a convertir en REIT, y así podría verse paulatinamente un crecimiento	Nuestro mercado accionario seguirá con los mismos 68 emisores, y podría seguir disminuyendo, ya que se considera que no hay más empresas que lo puedan hacer
Recuperación de la percepción del inversionista al saber que Colombia puede hacer un cambio de lo tradicional	Podemos seguir invirtiendo en las Ecopetrol, Bancolombia, o Grupo Aval, sin excluir el hecho de que son grandes compañías, pero ya el mundo decidió por más
El sector inmobiliario será el mayor beneficiado, ya que podrá obtener liquidez ya sea para construir, para remodelar etc., lo cual puede ser o no atractivo, eso dependerá solamente de los dueños de los inmuebles, si no también de las condiciones de mercado.	El sector Inmobiliario puede seguir tratando de captar recursos del público adinerado, y seguir usando los mismos vehículos restrictivos que le niegan la oportunidad de obtener liquidez,
El sector podrá conseguir financiación sin depender del sector financiero, es decir la banca pasara a un tercer plano, es decir podrá conseguir con facilidad financiación que aunque bien compromete su patrimonio, no comprometerá su flujo de caja	Los proyectos que se quieran realizar pueden seguir financiados por la banca, con un pago de interes tal vez alto, y un acceso con grandes complicaciones, ya que incluso para un banco es difícil, colocar miles de millones en una empresa
Solo se necesitará de un vehículo para captar recursos del público, es decir el modelo REIT, ya que no tiene ni montos altos de inversión según se estructura en bolsa, ni tendrá contratos de permanencia, el que quiera compra y vende.	No existe un vehículo de inversión apropiado para que el sector busque recursos, ya que todos excluyen prácticamente al colombiano de a pie, y al extranjero con un capital no tan alto,
Se le habilitará el acceso al inversionista en el sector inmobiliario sin la necesidad, de contar con grandes sumas de dinero, además de ello podrá realizar transacciones inmobiliarias de una manera más sencilla a la que se tiene actualmente	Las familias colombianas seguirán sin las condiciones para poder ahorrar sus dineros en el sector inmobiliario ya que la sumas solicitadas por los diferentes vehículos, es probable no cambien en el tiempo
No existirá restricción de tiempo de permanencia, ya que por ser un activo de renta variable que se negocia en el mercado de valores, podrá negociarlo cuando lo desee	Los inversionistas seguirán atados al tiempo de permanencia que es obligatorio de todos los vehículos de inversión relacionados directamente con el sector inmobiliario
Aumentará la oportunidad de diversificación del riesgo en los portafolios de los inversionistas independiente del volumen de inversión	El riesgo de los portafolios dependerá de la volatilidad de las compañías ya enlistadas en bolsa

Fuente: elaboración propia.

6. CONCLUSIONES

- La selección de portafolio de Harry Markowitz, permite demostrar que el REIT como activo financiero podría brindar diversificación al inversionista, teniendo en cuenta la rentabilidad/riesgo, frente a activos como el bono a 10 años de Estados Unidos, el índice Standard and Poor's y la compañía Walmart Inc. es por esto, que la implementación del REIT, tampoco no categorizará al inversionista, como lo hacen los actuales vehículos de inversión inmobiliaria y adicionalmente tendrán un portafolio más amplio.
- El sector colombiano se ha logrado consolidar después de varios periodos de decrecimiento, lo cual se ve reflejado en las cifras de demanda de nuevos locales dedicados al comercio, entre las que se encuentran más de 560 empresas buscando oficinas, con un 89% en Bogotá y el resto en los municipios aledaños, con un aumento de más de 150 mil unidades de vivienda, es decir ventas cercanas a los 25 billones de pesos, significando un 11,7% con respecto al 2018, lo que posiciona poco a poco la expectativa de los inversionistas del sector inmobiliario, pero dicho crecimiento debe ir acompañado de cambios en las oportunidades de acceso a la inversión en el sector, pues aun no contamos con la herramienta apropiada para su máxima explotación, es decir el REIT puede convertirse en otra opción de captación de recursos para el fortalecimiento del sector.
- Bajo la normatividad del decreto 2255 del año 2010, por el cual se reglamenta el sector financiero y el mercado de capitales, es necesario proponer la adición de un artículo que se adapte y se definan los requerimientos para la implementación del Real Estate Investment Trust (REIT) en Colombia, donde se establezca su composición, administración y regulación en el mercado de valores de Colombia.
- Si bien los REIT, han sufrido grandes afectaciones de confianza luego de la crisis global del 2008, estos no dejaron de ser un activo indispensable para los inversionistas estadounidenses y extranjeros, puesto que se ve reflejado en el adopción en países como España, que implementaron el modelo REIT en medio de la crisis, y que en la actualidad quedo demostrado que sus REIT (SOCIMI), son un ejemplo de que al adaptar este modelo en sus economías, se ha logrado un posicionamiento a nivel internacional y ha aumentado el número de inversionistas en su economía local.
- El REIT, podría llegar a aquellos colombianos de cualquier nivel socioeconómico al sector inmobiliario sin la necesidad de buscar recursos superiores a 10 millones, con tiempos mínimos de permanencia como un año lo cual podría

desembocar en un flujo tanto de liquidez, como del riesgo. Al igual que ha funcionado en el resto de las economías que ya lo adaptaron.

- Si bien todos los vehículos de inversión inmobiliaria existentes en Colombia son muy distintos por su composición, se puede distinguir que el tamaño del mercado de estos vehículos se encuentra alrededor de más de 13 activos inmobiliarios, más de 230 mil m² de área para arrendamiento, con un total cercano a las 400 propiedades repartidas por todo Colombia y más de 9 mil inversionistas, es decir es un mercado que si bien es gigantesco, aún carece de un vehículo que favorezca la expansión del mercado, de allí, la importancia del REIT como futuro vehículo de Inversión Inmobiliaria, es decir que el impacto de este vehículo se puede medir a partir del tamaño del mercado mencionado y el tamaño después de la implementación del REIT.

7. RECOMENDACIONES

- Se debe continuar con esta investigación, pero a niveles legales y regulatorios, para que la implementación del modelo REIT se dé bajo procesos normativos en Colombia, pues al ser un activo nuevo en el país, se necesitara de bases normativas y técnicas, para su completo y fácil desarrollo.
- El modelo REIT se ha replicado en varios países por sus beneficios para los inversionistas y las compañías, teniendo en cuenta esto y la Misión del Mercado de Capitales, es preciso que se puedan seguir las recomendaciones de los expertos internacionales teniendo en cuenta la realidad del país, ya que con esto, puede que el mercado fluya independientemente de los sectores, estableciendo nuevas reformas que permitan adaptar el modelo de mercados financieros regentes en Colombia para las próximas décadas, donde se busca la diversificación para los inversionistas, junto con el apalancamiento de las micro, pequeñas, medianas y grandes empresas.
- Colombia no se puede quedar rezagado frente a economías que han adoptado este modelo, ya que el potencial de las empresas y de los inversionistas es de vital importancia para dar un salto en las próximas décadas en el país.
- Finalmente, la recomendación principal es tratar de implementar el modelo REIT en el país, teniendo en cuenta las características del mercado colombiano y las características del REIT, para que sea posible una ampliación del mercado inmobiliario, visto desde otras perspectivas frente a lo que podría llegar a ser la realidad de Colombia, frente a sus inversionistas y teniendo una visión de expansión en la región y posiblemente atrayendo inversionistas nacionales e internacionales.

BIBLIOGRAFIA

ALBÁN. María Paula. LA REPUBLICA. Derechos fiduciarios `empañan´ proyecto del BD Bacatá [En línea]. Bogotá. [Consultado: 05 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.larepublica.co/finanzas/derechos-fiduciarios-empanan-proyecto-del-bd-bacata-2014323>

ALONSO, Fernando. Titularizaciones: una vía para el desarrollo y profundización del sector financiero [En línea]. Bogotá. Colombia. [Consultado: 01 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/titularizacion>

ANIF. Mercado de Capitales y financiamiento de infraestructura [en línea]. Enfoque Mercado de Capitales, 2019. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://anif.co/Biblioteca/politica-fiscal/mercado-de-capitales-y-financiamiento-de-infraestructura>

ANÓNIMO. ¿Qué es un ETF? [En línea]. BlackRock. Colombia. [Consultado: 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.blackrock.com/co/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/que-es-un-etf>

ASOBANCARIA. Las titularizaciones: un vehículo para el crecimiento. En: Semana Económica 2018 [En línea]. Bogotá: Asobancaria, 2018, Edición 1157. [Consultado: 02 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1157.pdf>

AVATRADE Trade with Confidence. ¿Qué es el índice S&P 500? [En línea]. AVATRADE. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.avatrade.es/cfd-trading/indices/sp-500>

BANCO DE LA REPÚBLICA. Coyuntura de la economía colombiana - Informe del Gerente General del Banco de la República [en línea]. Resumen Ejecutivo, 2017. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/publicaciones/informe-del-gerente-abril-2017>

BANCO MUNDIAL. datos. Compañías nacionales que cotizan en Bolsa, total [en línea]. [Consultado 04 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=CO-PE-CL-BR-AR>

BANCO MUNDIAL. Datos. Compañías nacionales que cotizan en Bolsa, total - Colombia, Chile, Brazil, United States. Federación Mundial de Bolsas de base de datos [base de datos en línea]. [Consultado: 9 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LDOM.NO?locations=CO-CL-BR-US#>

BANCO MUNDIAL. Federación Mundial de Bolsas de base de datos. Datos. Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB). [en línea]. [Consultado 04 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

BBVA. Finanzas Personales. Títulos Valores, letra de cambio, cheque y pagaré. ¿Qué son? [En línea]. 07 de mayo de 2015. [Consultado: 6 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/finanzas-para-todos-los-titulos-valores-letra-de-cambio-cheque-y-pagare/>

BENALCAZAR, Mauricio. Principales Hechos Históricos y Funcionamiento de la Bolsa de Valores de New York [En línea]. Economía y Finanzas Internacionales. [Consultado: 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: <http://puceae.puce.edu.ec/efi/index.php/finanzas/18-mercado-divisas/234-principales-hechos-historicos-y-funcionamiento-de-la-bolsa-de-valores-de-new-york>

BERMÚDEZ RODRÍGUEZ, Jessenia. Estado del arte sobre el modelo de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trust (REIT) [En línea]. Trabajo De Grado Presentado Como Requisito Para Optar Al Título De Maestría En Gerencia De Proyectos. Medellín. Universidad EAFIT. Escuela de Administración, 2018. Pag 9. [Consultado el 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/12979/Jessenia_BermudezRodriguez_2018.pdf?sequence=2&isAllowed=y

BETANCOURT, Katherine; GARCIA, Carlos y LOZANO, Viviana. Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero.2013 p 4. [En línea]: http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/Vol1_2013_teoría_Markowitz.pdf

BGTPACTUAL. Fondo de Inversión Colectiva Inmobiliario BTG Pactual Rentas Inmobiliarias [En línea]. [Consultado: 5 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.btgpactual.com.co/rentas-inmobiliarias/>

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, COLOMBIA CAPITAL, BRIGARD & URRUTIA. MÉNDEZ F, Carlos. guía del mercado de valores. 2014, p.33. [en línea]. [Consultado: 5 de marzo de 2019]. Disponible en:

http://www.conozcalabvc.com/documentosShare/128_Guia_Mercado_de_Valores.pdf

-----. Perfil [En línea]. La Bolsa de Valores de Colombia S.A. es una sociedad anónima domiciliada en Bogotá, Colombia, aliado estratégico del sector financiero y bursátil. [Consultado: 15 de junio de 2019]. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC>

-----. Capitalización Bursátil. [en línea]. [Consultado 05 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Ranking+por+Capitalizaci%C3%B3n+Burs%C3%A1til?action=dummy>

-----. Informe Mensual de Flujos de Fondos de Inversión. Informe No. 65. [en línea]. Febrero de 2019. [Consultado 05 de marzo de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Informe_Mensual_BVC

-----. Mercado de Capitales [En línea]. Preguntas Frecuentes. (Consultado:08 de junio de 2019). Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Preguntas+Frecuentes>

-----. Mercado de Renta Variable [En línea]. [Consultado: 24 de julio de 2019]. Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones?action=dummy>

-----. Ser Emisor bvc, una decisión estratégica [En línea]. ¿Cómo ser emisor de valores? [Consultado:27 de julio de 2019]. Disponible en:

BRIGARD & URRUTIA, ESTRATÉGIAS CORPORATIVAS. Nace el Primer REIT en Colombia. [en línea]. (2007). [consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: http://bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

BRITO, J. (2018). REITs Multifamiliares: Oportunidad de Colombia para Atraer Capital Extranjero. *Cornell Real Estate Review*, 16(1).62-71. Disponible en: <https://scholarship.sha.cornell.edu/crer/vol16/iss1/18/>

CANO, David. MAGÁ, Carlos. CORFICOLOMBIANA, FIDUCIARIA CORFICOLOMBIANA. Transformación y evolución de la industria de FIC en Colombia: recomendaciones basadas en el caso español [En línea]. [Consultado: 5 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2018/01/Estudio-Asofiduciarias-Diagramado.pdf>

CLAVIJO, Sergio, JANNA, Michel y MUÑOZ, Santiago. LA VIVIENDA EN COLOMBIA: Sus Determinantes Socio-Económicos y Financieros [en línea]. Banco de la república (agosto de 2004). [Consultado: 18 de febrero de 2019], Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/pdfs/borra300.pdf>

-----TES de largo plazo: ¿Cuál es su empinamiento y cuál su tasa de interés? Comentario económico del día, 2013. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/Ago27-13.pdf>

----- CICLOS ECONÓMICOS Y FONDOS INMOBILIARIOS (REITS - FICIS) [en línea]. Deceval (noviembre de 2017). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2017/enfoque-94-17.pdf

----- Mercado inmobiliario internacional: El caso de los REITS [en línea]. Deceval (15 de abril de 2010). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2010/Enfoque42-10.pdf

COLFONDOS PENSIONES Y CESANTÍAS. Cesantías ley 50 [En línea]. [Consultado 5 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://www.colfondos.com.co/dxp/empresas/cesantias/ley-50>

CORFICOLOMBIANA. Informe de renta fija [en línea]. Cuentas del primer trimestre 2019, 2019. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Renta_fija

CREDICORPCAPITAL. Inmoval [En línea]. [Consultado: 08 de noviembre de 2019]. Disponible en: https://www.credicorpcapitalcolombia.com/Gestion_de_Activos/Fondos_Locales/inmoval

----- Inmoval [En línea]. [Consultado: 08 de noviembre de 2019]. Disponible en: https://www.credicorpcapitalcolombia.com/Gestion_de_Activos/Fondos_Locales/inmoval_desarrollos

DIAZ TRUJILLO, Fernanda. Inversión Inmobiliaria: ¡queremos que suceda aquí! [en línea]. Grupo Bancolombia (9 de mayo de 2017). [consultado: 18 de febrero de 2019], Disponible en: <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/mercado-capitales/inversion-inmobiliaria-queremos-que-suceda-aqui>

DINERO. Café. Generación de riqueza [en línea]. 17 de septiembre de 2004. [Consultado: 25 de febrero de 2019]. Disponible en: <https://www.dinero.com/edicion-impresa/especial-comercial/articulo/cafe-generacion-riqueza/24774>

----- Todo sobre vehículos de inversión inmobiliaria [En línea] Vídeo. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.dinero.com/inversionistas/multimedia/que-son-los-vehiculos-de-inversion-inmobiliaria/255501>

DUPORT, Eric, VIVEROS, Sergio. TITULARIZACIÓN: UNA NUEVA VISIÓN PARA EL DESARROLLO DEL PAÍS [En línea]. Pontificia Universidad Javeriana. Colombia, 2001. [Consultado el 31 de octubre de 2019]. Disponible en: <https://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere4/Tesis-05.pdf>

ELECONOMISTA.ES. Benchmark [En línea]. [Consultado: 20 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/benchmark>

----- Socimi [En línea]. EIEconomista.es, párr 1. [Consultado 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/socimi>

EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (EPRA). GLOBAL REIT SURVEY 2017: A comparison of the major REIT regimes around the World. 2017 [En línea]. [Consultado el 29 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf

----- GLOBAL REIT SURVEY 2017: A comparison of the major REIT regimes around the World. 2017 [En línea]. p. 28. [Consultado el 29 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://prodapp.epra.com/media/Global-REIT-Survey-complete_1508858723450.pdf

FIDUCIARIA CORFICOLOMBIANA. Negocios de Participaciones Fiduciarias [En línea]. Bogotá. [Consultado: 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: fiduciariacorficolombiana.com/wps/portal/fiducorficolombiana/inicio/negocios-fiduciarios/fiducia-inmobiliaria/negocios-participaciones-fiduciarias

FLOREZ, Gabriel. Así está el mapa de la inversión inmobiliaria en Colombia [En línea]. (12 de abril de 2019). Colombia. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.eltiempo.com/economia/sectores/como-esta-la-inversion-inmobiliaria-en-colombia-en-abril-de-2019-349214>

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Los mercados inmobiliarios, la estabilidad financiera y la economía [En línea]. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp060514>

FORERO ACOSTA, Claudia Marcela. Medición y análisis del desempeño de los fondos de inversión colectiva en Colombia [en línea]. Magister en Administración. Bogotá, Colombia Universidad Nacional de Colombia Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Administración de Empresas y Contaduría Pública, 2015. P. 10. [Consultado: 02 de mayo de 2019]. Disponible en: <http://bdigital.unal.edu.co/46670/1/2869141.2015.pdf>

------. Los bosques son una buena inversión [En línea]. [Consultado el 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.forestmaderero.com/articulos/item/los-bosques-son-una-buena-inversion.html>

------. Ricardo. análisis financiero con información contable [En línea]. Fundamentos de Análisis Financiero. Universidad Nacional de CUYO. 2017, pág. 102-103. [Consultado: 05 de marzo de 2019]. Disponible en: https://www.academia.edu/35162347/Fundamentos_de_an%C3%A1lisis_financiero.

GOMERO GONZALES, Nicko Alberto. Universidad Nacional Mayor de San Marcos-UNMSM / Lima-Perú. portafolios de activos financieros utilizando el modelo de sharpe y treynor [En Línea]. [Consultado: 19 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://docplayer.es/17625861-Portafolios-de-activos-financieros-utilizando-el-modelo-de-sharpe-y-treynor.html>

GONZÁLEZ GARCÉS, Simón. Estructura para la Operación y la Administración de Negocios Inmobiliarios. Caso: Grupo Argos S.A. [en línea]. Trabajo de grado para optar al título de Ingeniero Administrador. Escuela de Ingeniería de Antioquia. Facultad de Ingeniería Administrativa. 2014.[Consultado: 19 de febrero de 2019]. Disponible en: https://repository.eia.edu.co/bitstream/11190/1700/1/GonzalezSimon_2014_EstructuraOperacionAdministracion.pdf

------. Simón. Estructura para la operación y la administración de negocios inmobiliarios. CASO: Grupo Argos S.A. [En línea]. Trabajo de grado para optar al título de Ingeniero Administrador. Envigado. Escuela de ingeniería de Antioquia. Ingeniería administrativa, 2014. p. 13. [Consultado el 08 de septiembre de 2019]. Disponible en:

https://repository.eia.edu.co/bitstream/11190/1700/1/GonzalezSimon_2014_EstructuraOperacionAdministracion.pdf

GONZÁLEZ PARRA, Giovanny Alfredo y PULIDO OCAMPO, Johan Ricardo. Modelo financiero de portafolios inmobiliarios para los pequeños inversionistas [en línea]. Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA (octubre de 2015). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: <https://repository.cesa.edu.co/handle/10726/1087>

GRUPO BMV. Fibras. Fideicomisos de infraestructura y bienes raíces [En línea]. México, p. 2. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/MI_EMPRESA_EN_BOLSA/CTEN_MINGE/Fibras.pdf

GRUPO HELM CONTADORES. ¿Cómo dinamizar el mercado accionario en Colombia? [En línea]. 17 de septiembre de 2018, Colombia. [Consultado: 12 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://grupohelmcontadores.com/dinamizar-mercado-accionario-colombia/>

GUIRADO, Luis. Ocho años de SOCIMI. Evolución y resultados, párr. 1. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://gesvalt.es/wp-content/uploads/2019/02/gesvalt-socimis_asprima.pdf?x39094
https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC

INFOBAE. ¿Cómo funciona el fideicomiso inmobiliario? [En línea]. [Consultado: 27 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.infobae.com/2015/06/08/1734024-como-funciona-el-fideicomiso-inmobiliario/>

INVEST IN BOGOTÁ. Cómo funcionan los fondos de capital privado [En línea]. Bogotá. [Consultado: 03 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://es.investinbogota.org/como-invertir/como-funcionan-los-fondos-de-capital-privado>

JARAMILLO MORENO, Andrés. LA BOLSA EN COLOMBIA EN EL SIGLO XXI. La evolución de los inversionistas y emisores de acciones de la bolsa en Colombia en los últimos 20 años (1999-2018). Colombia: Edición Kindle, 16 de noviembre de 2018. 146 p. [Consultado: 19 de julio de 2019]. p., 23. Disponible: libro digital.

LOPEZ, Cristian. MERCADO DE CAPITALES Y GESTIÓN DE CARTERA [En línea]. [Consultado: 12 de mayo de 2019], Disponible en: http://marcelodelfino.net/files/Teora_de_la_Cartera.pdf

LÓPEZ, María, LÓPEZ, Carmen, IGLESIAS, Ana [et. al]. REIT en Brasil: una oportunidad de diversificación internacional [En línea]. São Paul: Revista de Administração de Empresas, Julio - agosto de 2017, vol. 57, no. 4. [Consultado: 10 de septiembre de 2019]. ISSN 0034-7590. Disponible en: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902017000400302#B7

MAB. ¿Qué es? Mercado Alternativo Bursátil, párr. 1. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_MaB

MARINO, Vivian. A Year of Tumult for REITs [En línea]. The New York Times. Estados Unidos. [Consultado: 20 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2008/12/14/realestate/commercial/14sqft.html>

MAYNARD KEYNES, John. TEORÍA GENERAL DE LA OCUPACIÓN, EL INTERÉS Y EL DINERO. En: EL ESTADO DE LAS EXPECTATIVAS A LARGO PLAZO, 2003. P. 157.

METROCUADRADO.COM. ¿Cómo está el mercado inmobiliario en Bogotá? [En línea]. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.metrocuadrado.com/noticias/actualidad/como-esta-el-mercado-inmobiliario-en-bogota-2436>

MONTOYA, A y N. Roa. Evolución, análisis y perspectiva del mercado accionario como opción de inversión 1950-1999. Citado por: BARRIOS, Francy y BELTRAN, Alberto. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO: UN ENFOQUE EN EL MERCADO ACCIONARIO Y SUS EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO A PARTIR DE 1990 HASTA 2006. [en línea]. [Consultado: 26 de febrero de 2019]. Disponible en: <http://repository.lasalle.edu.co/bitstream/handle/10185/11706/10011208.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

NAREIT, Real estate working for you. What's a REIT? [En línea]. [Consultado: 18 de agosto de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/what-reit>

----- FTSE EPRA/Nareit Global (ENHG.EUR) [En línea]. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/real-time-index-returns/enhgeur-fts>

----- FTSE Nareit Composite (FNCO) [En línea]. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/data-research/reit-indexes/real-time-index-returns/fnco-ftx>

----- History of REITS [En línea]. Reit.com [Consultado el 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.reit.com/sites/default/files/Relaunch/Nareit_ListingOfREITs_Timeline.jpg

----- Real estate working for you. About Nareit [En línea]. Reit.com. [Consultado el 08 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/nareit>

----- Reit Sectors [En línea]. Reit.com. [Consultado el 20 de septiembre de 2019]. Disponible en Internet: <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors>

----- Weyerhaeuser (WY) [En línea]. Reit.com [Consultado el 10 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/investing/reit-directory/weyerhaeuser>

NASDAQ DUBAI. Emirates REIT celebrates 5th anniversary of listing on Nasdaq Dubái [en línea]. NASDAQ DUBAI. (08 de abril de 2019). [Consultado: 15 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.nasdaqdubai.com/press/emirates-reit-celebrates-5th-anniversary-of-listing-on-nasdaq-dubai>

NIÑO, Adriana. CROWDFUNDING INMOBILIARIO COMO ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR EDIFICADOR COLOMBIANO [En línea]. [Consultado: 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/handle/10654/15173/Ni%F1oGaleanoAdrianaBeatriz%202016.pdf;jsessionid=C4DB38FC4B1198FC4FC1B1EC05845A79?sequence=1>

OIKOS. Conozca cada detalle sobre los derechos fiduciarios [En línea]. Bogotá. [Consultado: 05 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.oikos.com.co/inmobiliaria/noticias-inmobiliaria/que-son-los-derechos-fiduciarios>

----- Grupo Empresarial Oikos S.A.S. ¿Quiénes somos? [En línea]. [Consultado: 28 de noviembre de 2019]. Disponible es: <https://www.oikos.com.co/quienes-somos>

OLDMUTUAL. Fondo de Inversión Colectiva Skandia Comprar para Arrendar [En línea]. [Consultado: 10 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.oldmutual.com.co/quienes-somos/old-mutual-en-colombia/old-mutual-fiduciaria-S-A/fondo-inversiones-colectivas/Perfil-Moderado/Old-Mutual-Comprar-para-arrendar/Paginas/default.aspx>

OXFORD BUSINESS GROUP. Crecimiento de los REITs en México [En línea]. México Real Estate, Economic News. 20 de agosto de 2013. [Consultado: 28 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://oxfordbusinessgroup.com/news/crecimiento-de-los-reits-en-mexico>

-----.. Crecimiento de los REITs en México [En línea]. México, p.2. p.3. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://oxfordbusinessgroup.com/news/crecimiento-de-los-reits-en-mexico>

PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS. Nace el primer REIT en Colombia. El vehículo se estructuró como un Programa de Emisión a través de un Patrimonio Autónomo [imagen]. 2007. p. 24. [Consultado: 09 de noviembre de 2019]. Disponible en Internet: http://www.bvc.com.co/recursos/MemoriasEventos/Estrategias_Corporativas.pdf

-----.. Portafolio. Activos corporativos, comerciales, logísticos e industriales [En línea]. [Consultado: 7 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://pei.com.co/portafolio/>

-----.. Roadshow Undécimo Tramo PDF. Mayo 2019. [Consultado: 27 de noviembre de 2019]. Disponible: Enviado directamente del PEI

PORTAFOLIO. En Colombia, la clase media llegaría al 64% en la próxima década [En línea]. [Consultado: 23 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.portafolio.co/economia/en-colombia-la-clase-media-llegaria-al-64-en-la-proxima-decada-523377>

-----.. El mercado inmobiliario colombiano tiene mucho potencial [En línea]. (07 de mayo de 2019), Colombia. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.portafolio.co/mis-finanzas/vivienda/el-mercado-inmobiliario-colombiano-tiene-mucho-potencial-529309>

PROFID MARKET. BD Bacatá Bogotá Centro Comercial [En línea]. Bogotá. [Consultado: 06 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://profidmarket.com/bd-bacata-centro-comercial/>

PWC COMPAÑÍA. Compare and Contrast Worldwide Real Estate Investment Trust (REIT) Regimes. 2017 [En Línea]. Versión1. p. 6. [Consultado el 27 de agosto de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/assets/pdf/worldwide-reit-regimes-2017.pdf>

REIT. What a reit? [en línea]. Reit. Párrafo 1. [Consultado: 5 de marzo de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/what-reit>

REVISTA DINERO. Vía libre a los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria [En línea]. Bogotá. [Consultado: 04 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.dinero.com/inversionistas/articulo/fondos-de-inversion-colectiva-inmobiliaria-entran-a-la-bvc/253470>

RTVE.es, Fama, Hansen y Shiller, Nobel de Economía por sus estudios sobre comportamiento de mercados [en línea]. Shiller, el economista que avisó de la burbuja inmobiliaria. [14 de octubre de 2013]. Párr. 2. [Consultado: 05 de mayo de 2019]. Disponible en: <http://www.rtve.es/noticias/20131014/fama-hansen-shiller-ganan-nobel-economia-teorias-sobre-precio-acciones/764320.shtml>

RUIZ, Alfonso. Las cuatro grandes socimis ya controlan 30.000 millones en inmuebles [En línea]. CincoDías, párr 2. [Consultado 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/08/07/companias/1533663960_560101.html

S&P DOW JONES ÍNDICES. Real Estate [En línea]. S&P Core Logic Case-Shiller Home Price Indices. [febrero de 2018]. Párr. 1. [Consultado: 06 de mayo de 2019]. Disponible en: <https://www.spindices.com/index-family/real-estate/sp-corelogic-case-shiller>

SÁNCHEZ, Amparo. La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes (*). Departamento de Economía financiera y contabilidad de la Universidad de Extremadura (marzo de 1994). [Consultado: 12 de mayo de 2019] PP 161.

SANTANA, Leonardo. ESTIMACIÓN DEL BETA PARA EL SECTOR INMOBILIARIO A PARTIR DEL DESEMPEÑO DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN COLOMBIA [en línea]. Scielo (junio de 2015). [Consultado: 18 de febrero de 2019]. Disponible en: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2248-60462015000100004&lng=en&nrm=iso&tlng=es

SCHEMES [En línea]. 31 de julio de 2012. [Consultado: 28 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.reit.com/sites/default/files/media/Files/Policy/NAREIT-Discussion-Paper-South-Africa-7-31-12.pdf>

SELF BANK. ¿Qué es el ratio de Sharpe? [En línea]. [Consultado: 30 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.selfbank.es/centro-de-ayuda/fondos-de-inversion/que-es-el-ratio-de-sharpe#>

------. Fondos de Inversión [en línea]. ¿Qué es el ratio de Sharpe?, párr.1-3. [Consultado: 02 de mayo de 2019]. Disponible en: <https://www.selfbank.es/centro-de-ayuda/fondos-de-inversion/que-es-el-ratio-de-sharpe>

SEN, según el Banco de la República es; “El Sistema electrónico de Negociación es el Sistema de Negociación y de Registro de Operaciones sobre Valores, administrado por el Banco de la República, a través del cual los Agentes pueden celebrar, mediante estaciones de trabajo remotas, operaciones de compraventa al contado o a plazo, operaciones de Reporto o Repo, operaciones Simultáneas, operaciones de Transferencia Temporal de Valores. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/node/30998>.

SMITH, Ricardo. Decisiones con múltiples objetivos e incertidumbre. Citado por, BETANCOUR, Katherine. GARCIA, Carlos. LOZANO, Viviana. Teoría de Markowitz con metodología EWMA para la toma de decisión sobre cómo invertir su dinero, Bogotá, 2013, p. 2. Disponible en: http://www.unagaliciamoderna.com/eawp/coldata/upload/Vol1_2013_teoría_Markowitz.pdf

SPGLOBAL. About S&P Global Ratings [En línea]. S&P Global. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/index.aspx>

------. CoreLogic Case-Shiller 20-City Composite Home Price NSA Index [En línea]. Spindices, párr 1. [Consultado el 25 de septiembre de 2019]. Disponible en Internet: <https://us.spindices.com/indices/real-estate/sp-corelogic-case-shiller-20-city-composite-home-price-nsa-index>
Taxing Real Estate Investment Trusts (REITs) for Property Investment

THEGLOBALECONOMY. Colombia: Empresas que cotizan en Bolsa [En línea]. [Consultado 28 de julio de 2019]. Disponible en: https://es.theglobaleconomy.com/Colombia/Listed_companies/

TITULARIZADORA COLOMBIANA. La Titularización [En línea]. Bogotá. Colombia. [Consultado: 01 de noviembre de 2019]. Disponible en: https://www.titularizadora.com/paginas/titularizacion/la_titularizacion.aspx?id=2&page=2

TRANQUI BIENESTAR FINANCIERO. Principales Fondos de Inversión en Colombia [En línea]. [Consultado: 03 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://tranquifinanzas.com/blog/inversion/mejores-fondos-de-inversion-colectiva/>

U.S GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE. Federal Debut [En línea]. GAO U.S. Government Accountability Office. Estados Unidos. [Consultado: 20 de septiembre de 2019]. Disponible en: https://www.gao.gov/americas_fiscal_future?t=federal_debt

ULTRASERFIJO. Renta Fija [en línea]. Colombia. [Consultado: 29 de julio de 2019]. Disponible en: <https://www.ultraserfinco.com/site/Productosyservicios/Rentafija.aspx>

UNAM FACULTAD DE ECONOMÍA. Análisis de riesgo y portafolios de inversión. P 4. [En línea]. [Consultado: 05 de marzo de 2019]. Disponible en: <http://www.economia.unam.mx/profesores/blopez/Riesgo-Pres4.pdf>

VALDERRAMA, Ángela, MARTÍNEZ, Alfredo, GONZÁLEZ, Cristian, RAMÍREZ, Nicolás. Mercado de renta fija colombiano evolución y diagnóstico [en línea]. 3 ed. Colombia, 2012. [Consultado 30 de julio de 2019]. Disponible en: http://bit.ly/Estudios_técnicos_BVC

VALENCIA, Nicolas. BD Bacatá retomará su construcción en Bogotá y sería inaugurado en 2020 [En línea]. [Consultado: 9 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.archdaily.co/co/912571/bd-bacata-retomara-su-construccion-y-seria-inaugurado-en-2020>

VILLAREAL, Román Leonardo. evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006 [En línea]. trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de economista. Bogotá. Universidad de la Salle. Facultad De Economía, 2005. p. 26-28. [Consultado: 5 de agosto de 2019]. Disponible en: <http://repository.lasalle.edu.co/bitstream/handle/10185/11706/10011208.pdf?sequence=2&isAllowed=y>

VIVENDO.CO. Conoce cuánto vale el metro cuadrado en las principales ciudades de Colombia [En línea]. [Consultado: 07 de noviembre de 2019]. Disponible en: <https://www.vivendo.co/actualidad/conoce-cuanto-vale-el-metro-cuadrado-en-las-principales-ciudades-de-colombia>

XOANDELUGO.ORG. Carl Menger. Segunda parte. Disponible en: https://xoandelugo.org/carl-menger-1840-1921-segunda-parte-por-oscar-rodriguez-carreiro/#_ednref3