

UN ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS FIDEICOMISOS DE INFRAESTRUCTURA Y BIENES RAÍCES (FIBRAS) EN MÉXICO

Mtro. Gerardo García Muñoz*
Luis Antonio Flores Márquez**

19

Resumen

En los últimos años los mercados financieros se han hecho cada vez más complejos y sofisticados. La innovación financiera ha originado que surjan nuevos instrumentos financieros con el objetivo de ofrecer cobertura de riesgos y poder diversificar los portafolios de inversión. Los Fideicomisos de infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS) son instrumentos relativamente nuevos en México, los cuales son equivalentes a los REIT (Real Estate Investment Trust) de Estados Unidos. En el caso de México, el funcionamiento de los Fibras en particular es la renta y administración de sus propiedades de bienes inmuebles que van desde corporativos de oficinas, centros comerciales, hoteles, escuelas, hospitales entre otros, dichos bienes son clasificados en diferentes sectores, industrial, oficinas y comercial.

Abstract

In recent years, financial markets have become increasingly complex and sophisticated. Financial innovation has led to the emergence of new financial instruments with the aim of offering risk coverage and diversifying investment portfolios. The Infrastructure and Real Estate Trusts (FIBRAS) are relatively new instruments in Mexico, which are equivalent to the REIT (Real Estate Investment Trust) of the United States. In the case of Mexico, the operation of the Fibras in particular is the rent and administration of their properties of real estate ranging from corporate offices, shopping centers, hotels, schools, hospitals, among others, said goods are classified in different sectors, industrial, offices and commercial.

Palabras clave: fideicomisos, FIBRAS

Keywords: investment trust, REIT

Clasificación JEL: O16, G10, G20

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía, UAM-A.

** Estudiante de la licenciatura en Economía, UAM-A.

1. Introducción

En general, en los últimos años la innovación financiera ha originado que los mercados financieros se hayan vuelto cada vez más sofisticados y especializados, con el objetivo de diversificar riesgos y portafolios de inversión. En este sentido, el mercado de inversiones no ha sido la excepción y es cada vez más complejo, permitiendo a los diferentes agentes diversificar sus activos e intentando dar una mayor cobertura de riesgo a los mismos.

Los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces, mejor conocidos en México como Fibras, son activos que permiten invertir en bienes raíces a través de la Bolsa Mexicana de Valores, por lo tanto es una manera de promover la inversión tanto local como extranjera. A diferencia de México, en E.E.U.U. y otros países de Latinoamérica, la inversión en bienes raíces lleva años operando. De hecho, Estados Unidos es uno de los pioneros en su implementación a partir de los REITs (Real Estate Investment Trusts). La importancia a nivel internacional es tal que incluso existe un índice que le da seguimiento a los REITs en el mundo, el cual incluye a 37 países, denominado FTSE EPRA/BAREIT Global Real Estate Index Series.

En México, desde la segunda década de los años dos mil se ha impulsado el mercado de FIBRAS, con las adecuaciones a su marco regulatorio; desde aspectos fiscales como legales, permitiendo así la participación de capital privado en la economía, en particular en infraestructura inmobiliaria.

De esta forma, este tipo de instrumentos de inversión han mostrado un importante avance dentro del mercado inmobiliario, tanto para la adquisición, como el desarrollo de gran infraestructura.

Pero no todo es favorable para este tipo de fideicomisos dado que se enfrentan a grandes riesgos en el mercado de valores; de esta forma, al entrar diversos competidores se genera competencia por las ofertas de deuda emitidas por cada vehículo, y los rendimientos que estos generen para sus tenedores en certificados compiten fuertemente, y por tanto el promedio tiende a la baja, es por ello que la diversificación de sus portafolios resulta recomendable.

El objetivo del presente trabajo consiste en analizar la evolución y el desempeño que han tenido algunos de los principales fideicomisos que conforman el mercado de FIBRAS en México. En este sentido, en primer lugar la innovación financiera como fenómeno que ha dado origen a la creación e impulso de nuevos instrumentos financieros a nivel mundial. En segundo lugar se analiza el inicio y características de los Fibras. Posteriormente se revisan los Fibras en México y se examina su forma de operación. Además se examina la trayectoria de los principales Fibras que hay en México, a partir de sus características, sectores a los que pertenecen y valor de sus activos, así como algunos indicadores de desempeño. Finalmente se presentan las reflexiones finales del trabajo.

2. Innovación e ingeniería financiera

Tras el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods a principios de los años setenta del siglo pasado, la volatilidad en diversas variables macroeconómicas como las tasas de interés y los tipos de cambio provocaron riesgos crecientes y variados a nivel mundial, y con ello grandes cambios y transformaciones en los mercados financieros internacionales (Mansell), Dicho entorno volátil originó, entre otros fenómenos, el desenvolvimiento de una nueva industria dedicada a la administración del riesgo y la ingeniería financiera, con el objetivo crear instrumentos financieros de cobertura de riesgo. En este sentido, la ingeniería financiera consiste en la utilización de instrumentos financieros para reestructurar perfiles financieros deseables (Galitz, 1994)

Otro fenómeno que retroalimentó esta nueva industria fue el progreso tecnológico, con el cual comenzaron a crearse las primeras calculadoras y computadoras que le darían el soporte técnico y especializado a dicha industria.

De conjunto, estos elementos permitirían una serie de instrumentos, mercados, procesos, operaciones y demás actividades que impactarían en el mundo bajo el paradigma de la innovación financiera. Dicho proceso ha producido tendencias generales, productos nuevos y cambios estructurales en los mercados financieros nacionales e internacionales.

En este orden de ideas, estos desarrollos llevaron a inversionistas y prestatarios a buscar soluciones para disminuir riesgos, diversificar portafolios e incrementar sus rendimientos (Swary y Topf, 1993)

3. Origen, características y operación de los Fibras

El origen de los fideicomisos se asocia a la utilización en los negocios de la palabra “trust”.¹ En Estados Unidos, a finales de los años 60’s fueron creados los Real Estate Investment Trust, mejor conocidos como REITS por sus siglas en inglés, cuyo objetivo era el impulso y desarrollo del mercado inmobiliario.² Dicho instrumento permitió la inversión en bienes raíces a pequeños inversionistas a través de vehículos de bajo costo, bajo riesgo y con una inversión inicial considerablemente baja.³

La primera autorización en Estados Unidos para actuar como trust, se otorgó a The Farmers fire Insurance & Loan Company en la ciudad de Nueva York en 1822, a partir de ese

¹ El término “trust” era ya conocido en la época de la colonia, pero tomó fama en Inglaterra, al hacer negocios de forma personal e individual basados solo en la confianza.

² Los REITS en Estados Unidos aparecieron como figura de “fideicomiso de confianza” hace poco más de 100 años.

³ Su Han Chan y Jhon Erickson. Real Estate Investment Trust, Oxford University Press. 2003, pp. 14-15

año, se crearon corporaciones con el objetivo de administrar “trust”, es decir, negocios con carácter de confianza.⁴

En el caso de México, la historia de los fideicomisos nos remonta a los años 1900, específicamente en 1905 en los últimos años de gobierno de Porfirio Díaz, con el conocido “Proyecto Limantour”.⁵ El 30 de Junio de 1926 se promulgó la Ley de Bancos de Fideicomiso publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 17 de Julio de 1926. En esta Ley ya se daba una estructura del fideicomiso en México.

Dicho lo anterior, en la figura del fideicomiso en especial los de inversión en bienes raíces intervienen tres sujetos: fideicomitente, Institución fiduciaria o fiduciario y fideicomisario.

En cuanto a sus características de operación, el fideicomitente es el dador de derechos, transmisor de propiedad de bienes a una institución fiduciaria para que ésta administre o invierta los bienes en beneficio propio o en beneficio de un tercero, llamado beneficiario, (fideicomisario) y se transmita, al cumplimiento de un plazo o condición, al fiduciante, al beneficiario o a otra persona, llamado fideicomisario.

El funcionamiento de los Fibras en particular es la renta y administración de sus propiedades de bienes inmuebles que van desde corporativos de oficinas, centros comerciales, hoteles, escuelas, hospitales entre otros, dichos bienes son clasificados en diferentes sectores, industrial, oficinas y comercial.⁶

Los grandes inversionistas toman la decisión de invertir en bienes raíces, asumen una característica especial; dueños y propietarios de forma individual o en sociedad, estos activos se aportan a un fideicomiso sean estos propiedades físicas o créditos hipotecarios, el aportante de bienes inmuebles le permitirá el financiamiento de dichos activos inmobiliarios ya que por otro lado, el fideicomiso que recibe estos activos, hará una oferta mediante la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs) para distribuirlos entre el público inversionista o inversionista a nivel institucional que compre o adquiera estos certificados. Se entiende que de los bienes aportados, en este caso activos físicos (inmuebles), se debe obtener el avalúo correspondiente, así también el estado legal que estos guardan, es decir estén libre de gravamen o litigio. El fideicomiso que recibe los bienes debe ser una institución con aspectos relevantes para llevar a cabo su función, tales como:

- Tener un historial, que refleje su operación en inmuebles, en bienes raíces de al menos tres años de antigüedad. Esta operación debe ser de manera individual y además contar con sus respectivos certificados de auditoría, respecto de sus estados financieros.

⁴ Rodolfo Batiza PRINCIPIOS BÁSICOS DE FIDEICOMISO Y DE LA ADMINISTRACIÓN FIDUCIARIA Porrúa.

⁵ <http://mundofiduciario.com/especial-el-fideicomiso-en-mexico-i-parte>

⁶ Para un mejor desempeño se busca diversificar por tipo de inmueble, por localización geográfica o por portafolio de bienes.

- El registro legal y certificación de sus peritos estructurales.
- Debe tener también los dictámenes notariales sobre la situación de los contratos de arrendamientos, principalmente si el riesgo no está diversificado y muestra señal de un riesgo concentrado.
- Contar físicamente y certificados con los avalúos de los inmuebles y todo aspecto legal de los mismos.
- Debe de recibir por parte de los propietarios en sociedad o individual, el despliegue del acuerdo a cual se llegó respecto de la descripción y destino tanto de los fondos como de los activos, escrito por el cual se muestre la firma de cada miembro de la sociedad.
- Una política de apalancamiento donde se muestre las partes relacionadas y el plan de negocio a llevar a cabo.

En estos nuevos vehículos de inversión la institución fiduciaria que conforma a un Fibra, es una institución bancaria que cuente con un sólido respaldo institucional para dar certeza y seguridad a los inversores en el ramo.

Se tiene hasta ahora dos sujetos pilares de la estructura de un fideicomiso Fibra, los propietarios (capitalistas) y la institución que administrará los bienes, con la figura de fideicomitente y fiduciaria, respectivamente. Una tercera figura del fideicomiso, es el fideicomisario, quien recibirá los beneficios que sean generados, derivados del fideicomiso.⁷ Para tener nombre legalmente es indispensable la celebración de un contrato de fideicomiso en donde se establezca; fideicomitente, fiduciaria y fideicomisario, tanto derechos y obligaciones, como lo marca el Capítulo V Secc. Primera del fideicomiso de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito LGTOP.

Una vez establecido el fideicomiso con el carácter de Fibra, la fiduciaria dará prioridad a lo siguiente:

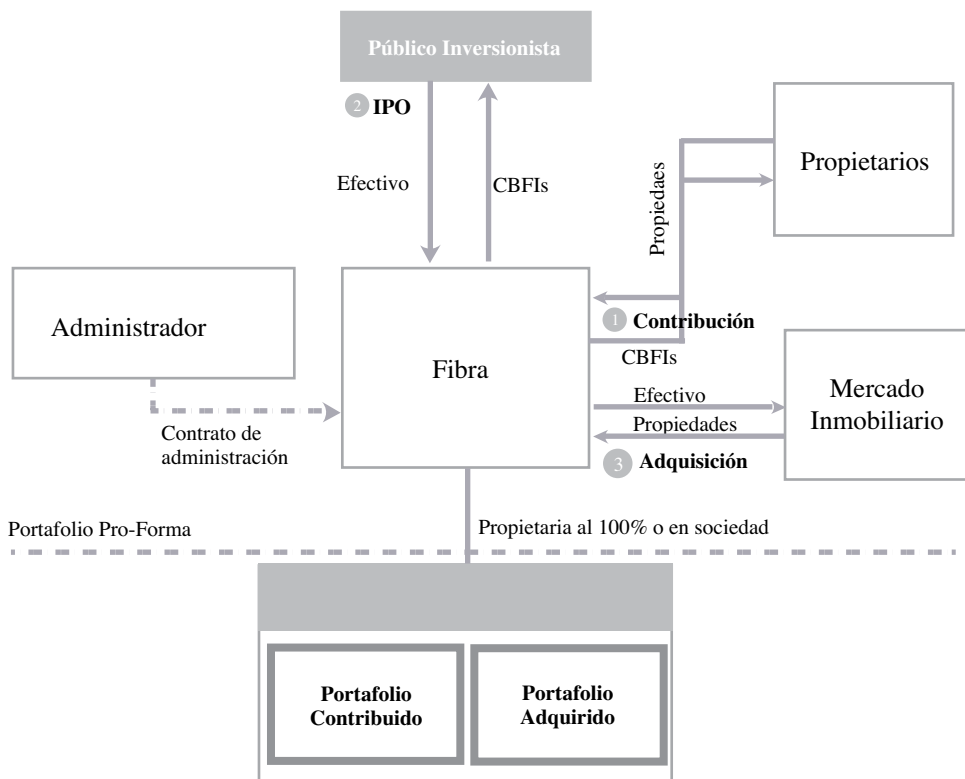
- Emisión de valores que serán respaldados por los activos que han sido entregados por parte del fideicomitente al fiduciario.
- Brindar el respaldo de los bienes fideicomitados, respaldando toda acción en beneficio siempre de su o sus fideicomisarios o tenedores de certificados.
- El fideicomiso opera en base a la emisión de su certificados para ser adquiridos o comprados por sus tenedores esto buscará la captación de flujo de efectivo.

⁷ Art. 381 LGTOP. Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. En virtud del fideicomiso, el fideicomitente transmite a una institución fiduciaria la propiedad o titularidad de uno o más bienes o derechos según sea el caso para ser destinados a fines lícitos y determinados, encomendando la realización de dichos fines a la propia institución fiduciaria. Consultado el 03 Marzo 2017.

El siguiente esquema muestra la estructura de los principales agentes que participan en la operación de un Fibra, así también se puede observar el flujo de efectivo y los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios CBFIs.

Se deben realizar distribuciones a los tenedores de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs) por lo menos una vez al año de un 95% del valor equivalente del resultado fiscal. La emisión de certificados está destinada a llamar la atención del público

Esquema 1
Estructura y agentes de operación de los Fibras



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Mayo 2017

interesado en invertir en dichos activos. Los inversionistas adquieren estos certificados esperando les generen rendimientos a futuro. Es importante resaltar que considerando que dichos rendimientos son de renta variable, se puede tener fluctuaciones incluso negativas, por lo que debe verse como una inversión a mediano y largo plazo.

2.1 Los Fibras en México

Como ya se hizo mención, los Fibras son similares a los REIT (Real Estate Investment Trust) de Estados Unidos, al colocar certificados bursátiles fiduciarios, los cuales operan como acciones, ofreciendo rendimientos sobre rentas y ganancias de capital de canastas de inmuebles comerciales, como hoteles y naves industriales. En este sentido, los Fibras son fideicomisos constituidos para promover inversión en infraestructura y bienes raíces cuyo fin primordial es que el fideicomiso tenga la actividad de construir, desarrollar o adquirir bienes inmuebles, los cuales se deben destinar al arrendamiento o a la adquisición del derecho a percibir los ingresos provenientes de dicha función; así como otorgar financiamiento para esos fines con garantía hipotecaria de los bienes arrendados.

El 18 de Marzo de 2011 sale al mercado público Fibra Uno como un nuevo vehículo de inversión para financiamiento. Este fideicomiso Fibra llevó a cabo su primer oferta pública inicial en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), además de una colocación privada en mercados internacionales, convirtiéndose así, en el primer Fibra en México. De este modo se tiene registro de que Fibra Uno Administración, S.A. de C.V. en su carácter de Fideicomitente y Deutsche Bank México, S.A. de C.V., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, en su carácter de Fiduciario emisor, llevaron a cabo el listado y oferta pública de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios denominados Fibras.

Las características más relevantes de este primer Fibra en la BMV era en primer lugar el monto de \$ 3,615 mdp, con una participación de inversión del 77% mexicano y el 23% extranjero. Este emisor entró al mercado con 17 propiedades, incorporando tiempo después nuevas y diversas propiedades a su portafolio.

Durante más de un año, Fibra Uno operó como único emisor en la Bolsa Mexicana de Valores, lo cual le permitió ganar crecimiento y una notable importancia en el sector, tanto en la adquisición de inmuebles como en el desarrollo de infraestructura. Hacia finales de 2011, este primer Fibra contrató dos líneas de crédito de alrededor \$ 3,600 mdp con la finalidad de financiar su crecimiento. Un año después de su debut en bolsa su portafolio ascendía a un número importante de propiedades (25 comerciales, 5 industriales, 7 de usos mixtos⁸ y 3 de oficinas), ubicados en 11 entidades federativas del país con una tasa de ocupación de alrededor del 92%. Era notable el crecimiento que este fideicomiso mostró en tan poco tiempo.

Dado el importante crecimiento y la gran demanda por los inversionistas, otros desarrolladores se integran al mercado, con lo cual nacen dos nuevos Fibras especializadas. Fibra Hotel, especializado en el ramo hotelero; y enfocado al sector comercial e industrial, Fibra Macquarie.

⁸ Uso mixto: Un solo inmueble brinda servicios mixtos, tanto de oficinas corporativas y centro comercial y/o hotel

De este modo, el primero de diciembre de 2012 se crea Fibra Hotel, fideicomiso creado principalmente para invertir en hoteles orientados a viajeros de negocios en México. Asimismo, el 14 de diciembre del mismo año aparece Fibra Macquiere, especializado en oportunidades industriales y comerciales con un enfoque principal en propiedades estabilizadas y generadoras de ingresos. Para al cierre de 2012 eran tres participantes que conformaban el mercado de Fibras en la BMV.

En 2013 se alistan en la bolsa cuatro nuevos Fibras: Fibra Inn, Fibra Terrafina, Fibra Shop y Fibra Danhos. El primero de estos, proveniente del grupo Inn, es formado principalmente para adquirir, desarrollar y rentar un amplio grupo de propiedades destinadas al hospedaje, esta marca de cadena hoteleras decide operar como Fibra el 13 de marzo de 2013 buscando un espacio en la Bolsa para cotizar sus certificados bursátiles fiduciarios.

26

Por su parte, Fibra Terrafina se ha especializado en portafolio industrial, en centros de distribución y naves para operaciones de manufactura dedicados principalmente a productos de exportación. Su portafolio, sin embargo, abarca desde naves industriales y de logística hasta las afores, almacenes y demás. Hace su aparición en Bolsa el 21 de marzo de 2013.

En la misma lógica, Fibra Shop hace su debut en Bolsa el 24 de julio de 2013, con un precio inicial de colocación de 17.50 pesos por certificado. Dado su nombre, Fibras Shop es creado principalmente para adquirir, desarrollar y operar un amplio rango de centros comerciales, siendo el primer y único Fibra especializado en el rubro de centros comerciales, al día de hoy cuenta ya con 17 centros comerciales de alta infraestructura.

En el caso de Fibra Danhos, del grupo desarrollador mexicano Danhos, éste hace su debut el 9 de octubre de 2013 con un precio inicial por certificado de 26 pesos. La oferta pública inicial, contempló la emisión de 230 millones de CBFI, por un monto de hasta 6,200 millones de pesos.

Durante el año de 2013, los Fibras se consolidan como un sector atractivo, llamando la atención poderosamente de inversionistas interesados en diversificar sus portafolios de inversión, y de esta forma brindar oportunidades de financiamiento para desarrollar y crecer en los sectores con más demanda, industrial comercial y de servicios.

Sería para 2014 que el fideicomiso Fibra Prologis debutara en el mercado el 4 de junio de ese año, colocando 296.7 millones de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs) a un precio inicial de 27.02 pesos por certificado. De esta manera el octavo fideicomiso se incorporó al mercado de los Fibras con una oferta pública inicial global por 8 mil 11 millones de pesos, bajo la clave de pizarra “FIBRAPL”.

Fibra MTY se constituyó también en el año 2014, con el objetivo de adquirir, administrar y desarrollar un portafolio de inmuebles corporativos, pero con un componente preponderante en oficinas. El 11 de diciembre, Fibra MTY debutó en la BMV, bajo la clave de pizarra “FMTY-14”. Con los recursos recabados se inició el proceso de formación del portafolio inicial, que fue constituido principalmente por desarrollos de oficinas, donde el principal aportante

de activos inmobiliarios fue Desarrollos Delta, empresa mexicana líder en el desarrollo de proyectos inmobiliarios. El precio de colocación por cada CBFi fue de 12.00 pesos.

Finalmente, el décimo Fibra del mercado, Fibra HD hace su arribo en Bolsa el 11 de junio de 2015, colocando en su oferta pública inicial 150 millones 75 mil Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs), a un precio inicial de 10 pesos por acción, con lo cual logró recaudar mil 501 millones de pesos entre inversionistas locales.

El siguiente cuadro, resume el origen de estos 10 vehículos de inversión en bienes raíces, la fecha en la cual debutaron dentro de la Bolsa Mexicana de Valores y el precio inicial por certificado con el cual tuvieron su primera participación dentro del mercado de valores.

Cuadro 1
Origen de los Fibras dentro de la Bolsa Mexicana de Valores
(Precio inicial unitario por certificado)

<i>No.</i>	<i>Fibra</i>	<i>Fecha debut</i>	<i>Precio inicial de colocación</i>
1	Fibra Uno	18-mar-11	\$19.50
2	Fibra Hotel	01-dic-12	\$18.50
3	Fibra Macquarie	14-dic-12	\$25.00
4	Fibra Inn	13-mar-13	\$18.50
5	Fibra Terrafina	21-mar-13	\$28.00
6	Fibra Shop	24-jul-13	\$17.50
7	Fibra Danhos	09-oct-13	\$26.00
8	Fibra ProLogis	4-jun-14	\$27.02
9	Fibra Monterrey	10-dic-14	\$12.00
10	Fibra HD	11-jun-15	\$10.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos de emisoras











Como se puede deducir, la importancia que tiene el primer fideicomiso de participar en la bolsa es fundamental. Por una parte, abre brecha en un nuevo mercado, generando una importante demanda. Por otra, el ser pionero le permite tomar ventaja y ganar una importante porción de este incipiente pero creciente mercado de los Fibras.

Es importante mencionar que cuando se colocó en bolsa Fibra Uno, el valor de las propiedades que se colocaron inicialmente era de aproximadamente entre 7,500 y 7,800 mdp, a cinco años de distancia, en 2016, su valor de mercado se ubica entre 115,000 y 120,000 mdp. aproximadamente.⁹

⁹ Cuando se hacía la Oferta Pública Inicial (IPO) del primer fideicomiso, el banco que los acompañó veía su plan de negocios a 10 años como ambicioso, pero nunca se imaginó el tamaño que hoy alcanzaría.

El Cuadro 2 presenta el tamaño de los Fibras por metro cuadrado, su valor de activos y las propiedades que al cierre del primer trimestre del año 2016 tienen en sus portafolios.

Cuadro 2
Tamaño de empresa por superficie de propiedades medido por M²

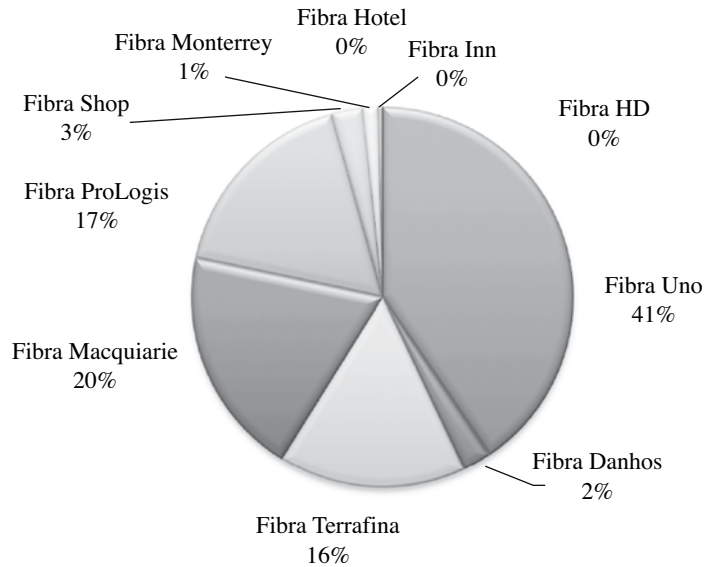
Marca	Tamaño	Fibra	Propiedades	Valor de activos (MDP)	M ²	Sectores
	1	Fibra Uno	509	171,300	7,079,000	Comercial Industrial Oficina
	2	Fibra Danhos	11	49,200	422,000	Comercial Oficinas
	3	Fibra Terrafina	209	33,800	2,777,000	Industrial
	4	Fibra Macquarie	291	40,500	3,401,000	Comercial Industrial Oficina
	5	Fibra ProLogis	188	36,500	3,028,000	Industrial
	6	Fibra Shop	17	9,000	471,000	Comercial
	7	Fibra Hotel	62	10,700	x habitación	Hoteles
	8	Fibra Inn	35	8,000	x habitación	Hoteles
	9	Fibra Monterrey	22	4,900	220,000	Comercial Industrial Oficina
	10	Fibra HD	9	1,500	67,000	Comercial Industrial Oficina

Fuente: Elaboración propia con base a datos de emisoras.

Se puede apreciar que algunos fideicomisos presentan un número bajo en propiedades, pero son propiedades de gran tamaño. Esto tiene sentido sobre todo si el sector para el cual se desarrolla es industrial, pues tiene la característica de arrendarse como naves industriales o bodegas de gran tamaño. El dato relevante resulta del valor de activos, el cual deja ver claramente el amplio margen entre FIBRA UNO y el resto de competidores. Lo cual refleja un grado importante de concentración.

La Gráfica 1 muestra la proporción para cada uno de los participantes, de sus propiedades físicas medida en metros cuadrados, respecto del total.

Gráfica 1
Tamaño de los Fibras en base a sus propiedades medidas por M²



Fuente: Elaboración propia con base en datos de emisoras.

De forma agregada, la superficie por metro cuadrado que representan los Fibras, asciende a más de 18 mil millones de metros cuadrados, considerando sus inmuebles tanto de construcción como de adquisición.

Se puede apreciar que Fibra Uno representa más del 40% del tamaño total de la superficie, seguido de Fibra Macquiarie, Terrafina y Prologis. Aunque esto no significa que por el tamaño que representan en metros cuadrados se posicionen en la misma línea o segmento, para medir su valor dentro del mercado.

Cabe señalar que el valor que tienen sus certificados representa diferentes aspectos, desde la ubicación del bien raíz, su tamaño, estructura, la confianza de los inversionistas, los niveles de ocupación, y un aspecto de mayor importancia, el respaldo profesional del Fibra que lo representa.

Si bien Fibra Uno tiene un portafolio de más de 509 propiedades en prácticamente todo el país es también el Fideicomiso con la mayor diversificación de portafolio, predominando el sector industrial con promedio de construcción aproximado de 3, 400,700 m² seguido del sector comercial con una superficie por m² aproximada de 2, 857,000 y oficinas corporativas por 821,600 m². Es por ello, y entre otras cosas, que se caracteriza por ser el Fibra con mayor relevancia en el mercado inmobiliario de bienes raíces.

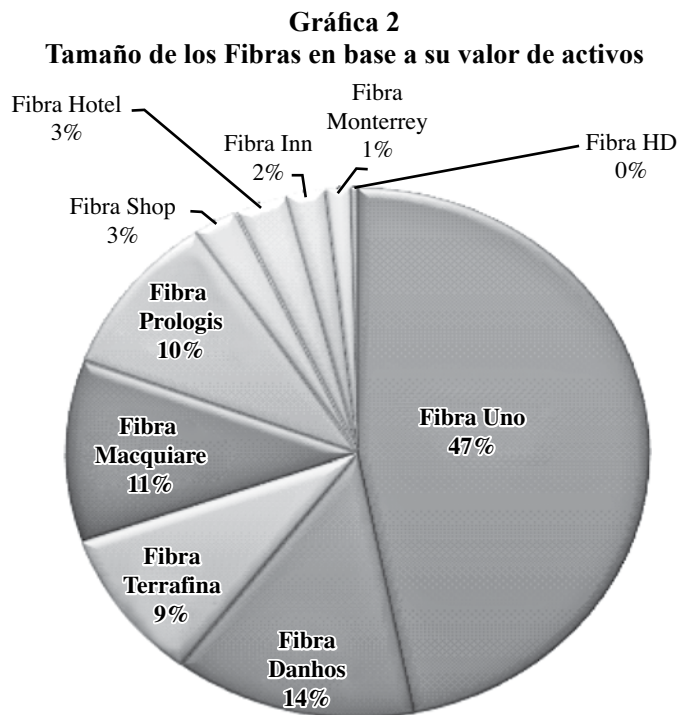
2.2 Análisis de desempeño de los Fibras

Como se ha podido ver, estos vehículos de inversión son relativamente nuevos en el mercado de valores. Su evolución es relativamente corta, razón por la cual la integración de registros de actividad e información de los Fibras es escasa, salvo por los registros de datos públicos a través de sus portales de internet de cada fideicomiso.¹⁰

Estos fideicomisos han mostrado un comportamiento de crecimiento y expansión, no solo en el aspecto de adquisición de propiedades físicas sino también como vehículo de inversión dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, a razón de este comportamiento de crecimiento se aborda el estudio de indicadores que a lo largo del periodo 2011 a 2015 han mostrado las 5 emisoras más representativas del sector, en particular por valor de sus activos.

En la siguiente gráfica, se muestra el tamaño por Fibra medido por el valor de activos, con cifras en millones de pesos al cierre de 2015.

30








Fuente. Elaboración propia con base en datos de emisoras.

¹⁰ Por Ley, se ven obligados a hacer pública su información en diferentes periodos, lo que resulta favorable para quienes pretendan invertir en la compra de certificados. Los datos para la investigación de este trabajo se han procesado mediante el método de observación y análisis de información que reportan las emisoras y que se muestran en sus páginas web.

Bajo el criterio de selección en base al tamaño por el valor de sus activos, en el Cuadro 5 se tiene como resultado al cierre de 2015 las siguientes cinco emisoras más representativas del mercado de los Fibras.

Cuadro 5
Tamaño de Fibra medida a través del valor de sus activos
(Tamaño y orden representativo)

Marca	Tamaño	Fibra	Propiedades	Valor de activos (MDP)	M ²	Sectores	% En el sector
	1	Fibra Uno	509	171,300	7,079,000	Comercial Industrial Oficina	47%
	2	Fibra Danhos	11	49,200	422,000	Comercial Oficinas	14%
	3	Fibra Macquarie	291	40,500	3,401,000	Comercial Industrial Oficina	11%
	4	Fibra ProLogis	188	36,500	3,028,000	Industrial	10%
	5	Fibra Terrafina	209	33,800	2,777,000	Industrial	9%
OTRAS							9%
							100%

Fuente: Elaboración propia con base en datos de emisoras

Se puede apreciar que en conjunto estas cinco emisoras agrupan más del 90% de los activos del sector, siendo Fibra UNO la que concentra casi la mitad del total, reflejando un cierto grado de poder monopolístico.

Cabe recordar que en un mercado de competencia monopolística, es un tipo de competencia imperfecta tal que muchos productores venden productos en un mercado, pero los productos no son idénticos (productos heterogéneos), sino que se diferencian entre sí por la marca, la calidad o la ubicación, en la competencia monopolística, una característica monopolística es la toma de los precios de sus rivales como dato y pasa por alto el impacto de sus propios precios, en los precios de otras empresas. En un mercado de competencia monopolística, las empresas pueden comportarse como monopolio en el corto plazo, incluyendo el uso del poder de mercado para generar ganancias. A la larga, otras empresas entrarán en el mercado y los beneficios de esta diferenciación, disminuirán y el mercado se comportara como un mercado de competencia perfecta.¹¹

¹¹ Teoría Microeconómica. Principios Básicos y aplicaciones. Walter Nicholson.

Por otro lado es interesante mencionar que los Fibras Danhos, Macquiarie, Prologis y Terrafina representan en el sector el 44% en términos de valor de activos en comparación al primer Fibra que salió al mercado en 2011, como la Fibra más grande y representativa de todo el sector.

Como ya se ha mencionado, este sector de inversión en bienes raíces es relativamente joven, y cabe precisar que a lo largo de estos cuatro años en el cual se basa este análisis, los diferentes fideicomisos fueron incorporándose gradualmente y apostando a una mejor posición dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, estos vehículos diversificaron su portafolio de inversión en los tres grandes rubros que el mercado exigía. Y la demanda por naves o bodegas tipo industrial, centros comerciales y oficinas, exigió la especialización de estos fideicomisos.

En el cuadro siguiente se muestra la posición por el tamaño que representan cada uno de estos fideicomisos, su fecha inicial con la cual cotizan dentro de la Bolsa Mexicana de Valores y el precio inicial de colocación de sus Certificados Bursátiles Fiduciarios.

32

Cuadro 6
Posición que representan en el sector inmobiliario
para los principales cinco Fibras

<i>Posición</i>	<i>Fibra</i>	<i>Fecha Debut</i>	<i>Precio Inicial de colocación</i>
1	Fibra Uno	18-mar-11	\$ 19.50
2	Fibra Danhos	09-oct-13	\$ 26.00
3	Fibra Macquiarie	14-dic-12	\$ 25.00
4	Fibra ProLogis	24-jun-14	\$ 27.02
5	Fibra Terrafina	21-mar-13	\$ 28.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos de emisoras

La posición que refleja cada uno de los Fibras expresa el tamaño de acuerdo al valor de sus activos, sin embargo la fecha debut, señala, que a pesar de la distancia en la cual se presentan como vehículo de inversión dentro de la BMV no necesariamente marcan su posición en tamaño. El análisis indica que el valor de sus activos está caracterizado por la especialidad en sus portafolios de propiedades, es decir, para los casos en que Fibra Danhos sale al mercado en octubre de 2013, transcurren 30 meses después de que Fibra Uno sale en 2011, sin embargo su posición por el valor de sus activos al cierre de 2015 la colocan en el segundo nivel, representando un 14% del mercado de bienes de inversión en bienes raíces, la especialización que tiene Fibra Danhos es en el sector comercial, como centros comerciales con alto nivel premier; es un desarrollador inmobiliario con larga trayectoria desde los años 70s. Como Grupo Danhos es pionero en el desarrollo de usos mixtos y oficinas, es de los primeros que adoptaron innovaciones tecnológicas en sus diseños y operaciones, incluyendo fibra óptica, con sistemas de seguridad avanzados.¹²

¹² Fuente. www.danhos.com.mx Fecha de consulta 11 de Agosto 2016.

2.2 Indicadores de desempeño

Los principales indicadores de desempeño que muestra esta investigación están basados en diferentes aspectos. Los indicadores que se resaltan en esta investigación son el precio del valor de sus certificados, el precio unitario por certificado en el pago por dividendos y los sectores de especialización de cada Fibra. Por otro lado aquellos que se refieren a su superficie rentable, es decir, el tamaño que representan por el número de propiedades adquiridas y que reflejan su tasa de ocupación.¹³

El siguiente cuadro muestra el número de propiedades al cierre anual que cada Fibra fue adquiriendo a lo largo de 2011-2015 o según sea el caso para aquel fideicomiso que inició operaciones posteriores a 2011, estos son los resultados encontrados para los cinco fideicomisos más grandes del sector.

Cuadro 7
Evolución de adquisición de propiedades
(periodo 2011 -2015)

No.	Fibra	Fecha	Inicial	2011	2012	2013	2014	2015	Cierre 2015
1	Fibra Uno	18-mar-11	17	22	281	107	45	54	509
2	Fibra Danhos	01-dic-12	11	-	-	11	-	11	11
3	Fibra Macquarie	14-dic-12	244	-	244	22	10	15	291
4	Fibra ProLogis	13-mar-13	172	-	-	172	6	10	188
5	Fibra Terrafina	21-mar-13	132	-	-	209	11	-	220

Fuente. Elaboración propia con base en datos de emisoras al cierre 2015

Un Fibra especializado en un sector, es un vehículo altamente competente para el sector de la construcción inmobiliario. La característica principal de un fideicomiso especializado, es fortalecerse dentro del sector en el cual se desarrolle, compre o invierta bienes raíces. Estos fideicomisos han abierto el mercado de la construcción y adquisición de bienes raíces en tres grandes sectores: industrial, comercial y oficinas. Incluso puede ser mixto. El Cuadro 8 muestra la distribución de los portafolios en términos porcentuales para cada Fibra.

¹³ Aunque es indispensable contar con el inmueble, es de suma importancia tener el nivel de ocupación rentado lo más alto posible ya que esto impacta directamente los ingresos.

Cuadro 8
Posición en base a la representación en el Sector
Comercial el término porcentuales

<i>Fibra</i>	<i>Industrial</i>	<i>Comercial</i>	<i>Oficinas</i>	<i>Mixto</i>
Fibra Danhos	-	99%	1%	-
Fibra Uno	38%	36%	10%	16%
Fibra Macquiarie	92%	6%	2%	-
Fibra ProLogis	100%	-	-	-
Fibra Terrafina	100%	-	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a datos de emisora al cierre 2015.

34

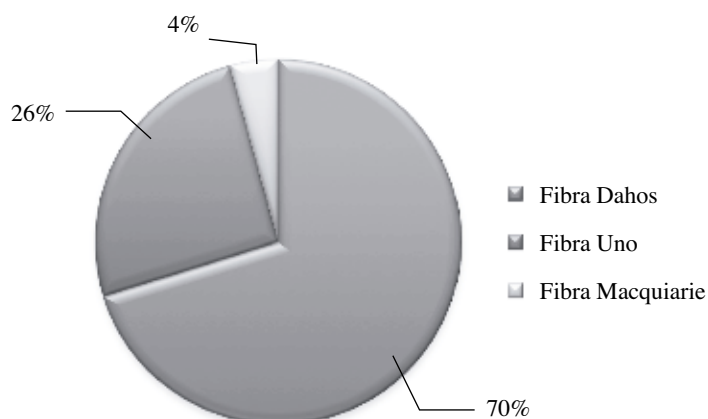
Como se puede apreciar, dentro de la muestra analizada, los Fibras UNO y Macquiarie son los que presentan un portafolio más diversificado.

Ahora bien, el sector industrial es el que caracteriza más este mercado, por la gran adquisición en terrenos de superficie con amplitud de desarrollo íconos para el territorio.

El indicador que señala la especialización del sector, está basado en el tipo de desarrollo de propiedad de cada Fibra, la magnitud o tamaño del terreno, y la inversión en material construido, es decir, que por su tamaño de terreno una construcción adquiere valor si es de tipo industrial, comercial u oficinas por diferentes factores, desde la ubicación, tipo de construcción y los ingresos que genere derivados de sus rentas.

La siguiente gráfica muestra los datos arrojados como Fibra especializada en el sector comercial en términos porcentuales.

Gráfica 3
Los fideicomisos de mayor tamaño que representan el
Sector Comercial



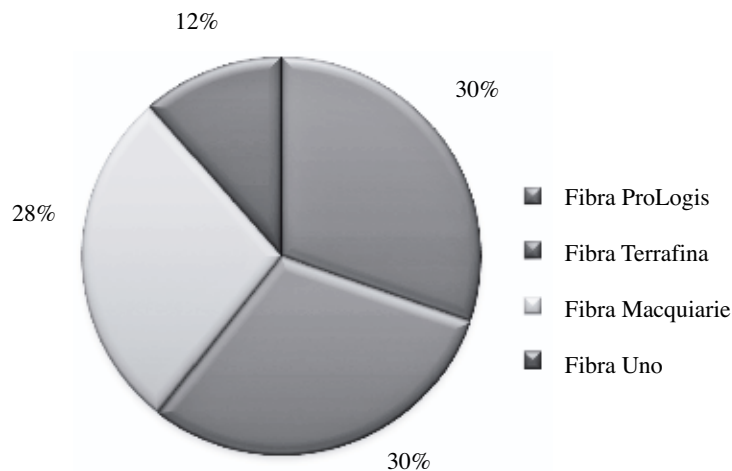
Fuente: Elaboración propia con base a datos de emisoras

En ese sentido, Fibra Danhos es el fideicomiso más grande, por encima de Fibra Uno, su fortaleza se encuentra en la especialización en desarrollos de centros comerciales con características únicas, desde su tamaño, ubicación y terminado.¹⁴

La Gráfica 4 indica que el sector comercial está representado con un 70% por el Fideicomiso Danhos, el 26% lo representa Fibra Uno y el 4% por Fibra Macquiarie, esto para el análisis de los cinco fideicomisos del sector. Dicho de otra forma, de los cinco fideicomisos más grandes medidos por el valor de activos, solo tres de ellos representan el sector comercial, así lo muestra el análisis de la gráfica.

Por su parte, el sector industrial en su ramo construcción es caracterizado por grandes terrenos y una construcción que incrementa su valor, sean estos bodegas o enormes naves de almacenes para grandes distribuidores de producto o de otra utilidad. La especialización por sector industrial de los Fibras deja fuera a Danhos y posicionan a Fibra Prologis, Terrafina y Macquiarie, como los más importantes de este segmento (véase Gráfica 4).

Gráfica 4
Los fideicomisos de mayor tamaño que representan el Sector Industrial



Fuente: Elaboración propia con base en datos de emisoras.

Como se mostró en el Cuadro 8, de la muestra seleccionada en el sector oficinas y mixto, tres de los Fibras son los que tienen participación en este segmento, sin embargo Fibra Uno

¹⁴ Este Fibra los desarrolla especializándose en decorados y acabados con calidad semi-lujo o premier, también por su tamaño y alta capacidad locataria. Los desarrolla con una visión hacia futuro de transformar los lugares donde adquiere y crece como lugares íconos del sector comercial.

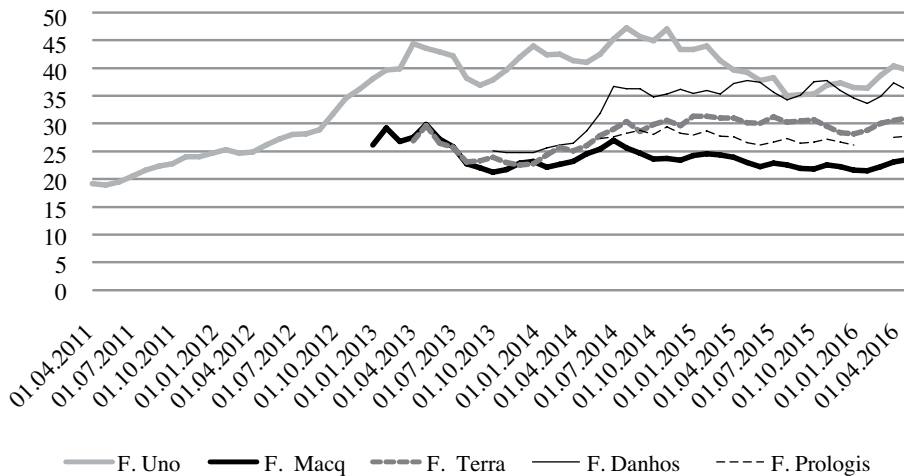
es el que tiene mayor presencia. Esto a partir de las adquisiciones en edificios iconos en las ciudades más grandes del país como son Distrito Federal, Monterrey y Guadalajara, además de otros desarrollos. Fibra Uno se ha caracterizado en desarrollos de usos mixtos, donde en una sola cede incluye servicios comerciales, oficinas corporativas y hoteles, uno de los bienes raíz icono de esta Fibra es el corporativo de usos mixtos Samara, ubicado Santa Fe Distrito Federal. En este sentido, el análisis señala un porcentaje muy por encima de los otros fideicomisos, con un 26% del mercado para Fibra Uno.

Para el mercado de Fibras la diversificación y especialización es de carácter fundamental. Sin embargo, un Fibra puede ser especializado en un sector pero carecer de diversificación dentro de su portafolio de propiedades.

Finalmente, como ya se hizo mención, los fideicomisos que reciben los activos hacen ofertas públicas mediante la emisión de Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIs), esto para distribuirlos entre el público inversionista y que desee comprar o adquirir estos certificados. La emisión de los certificados está destinada a llamar la atención del público interesado en invertir en dichos activos. Los inversionistas adquieren estos certificados esperando les generen rendimientos a futuro. La Gráfica 5 presenta la evolución para el periodo analizado de los CBFIs de los cinco fideicomisos de la muestra analizada.

36

Gráfica 5
Evolución de los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios, CBFIs
(Promedio mensual en pesos)



Fuente: Elaboración propia con base en páginas web de las Fibras.

Como se aprecia, parece ser que los CBFIs se mueven de forma conjunta en la misma dirección. Es decir, presentan un comportamiento de mercado. Los que presentan una mayor ganancia en dicho valor son Fibra UNO y Fibra Danhos. Otro análisis que resulta es que a

partir de la segunda mitad de 2014 hay una tendencia al estancamiento, y en algunos casos caída en el precio de los certificados, lo cual es un desincentivo para los inversionistas actuales y potenciales del mercado.

Reflexiones finales

El mercado de valores se ha vuelto cada vez más sofisticado y complejo. Como resultado de este proceso, desde hace años se vienen creando nuevos instrumentos de inversión, esto con el objetivo de brindar diversificación a los portafolios de inversión, sin dejar de dar certidumbre al público inversionista.

En este sentido, los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces, Fibras, han intentado brindar confianza al hacer negocios y diversificar los riesgos, lo cual es la clave para el crecimiento del mismo mercado de los Fibras, en particular en la regulación por parte de las autoridades financieras.

Se pudo revisar que estos vehículos de inversión son equivalentes a los REIT (Real Estate Investment Trust) de Estados Unidos, los cuales colocan certificados bursátiles fiduciarios que operan como acciones, ofreciendo rendimientos sobre rentas y ganancias de capital de canastas de inmuebles comerciales, como hoteles y naves industriales. Al ser fideicomisos, cuyo objetivo primordial es adquirir y poseer propiedades en bienes raíces con la finalidad de arrendar y desarrollar infraestructura en centros comerciales, industrial y de uso mixto, estos vehículos buscan la manera de que el valor de sus activos incremente conforme adquieren mayores inmuebles puesto que el lugar y el inmueble se convierte en un bien único y con el paso del tiempo aumenta su valor siendo un atractivo para ojos de inversionistas, además de ser factor que disminuye el riesgo ya que la inversión se verá siempre protegida.

En este contexto, los Fibras facilitaron el acceso de capitales hacia el negocio inmobiliario, permitiendo que el público inversionista invirtiera en bienes raíces sin ser el dueño de un edificio, de un centro comercial o de una bodega: pueden ser dueños de una acción representados por certificados. De esta forma el capital de los desarrolladores, se pone a disposición de estos recursos frescos del mercado de capitales

Como parte de las reflexiones finales se puede concluir que de los diez participantes del mercado de Fibras, cinco son los más representativos, siendo Fibra Uno el que posee un mayor nivel de concentración de activos del mercado. Será importante revisar para posteriores trabajos si el análisis no conduce a una situación de estructura de mercado monopólica, las cuales suelen darse con mucha frecuencia en los mercados financieros.

Asimismo, se pudo revisar el grado de diversificación o especialización que presentan los Fibras más significativos. Lo cual les permite obtener ciertas ventajas y/o desventajas al momento de competir en el mercado.

Finalmente en el tema del precio de los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios (CBFIS), se observa un fuerte despunte inicial para Fibra UNO, crecimiento que aprovecho al ser el único oferente y atender la demanda creciente del sector. Sin embargo, una vez iniciada la entrada de más competidores se inicia una etapa de menor crecimiento en el precio de los certificados. Incluso se puede hablar de estancamiento en el sector. Habrá que validar dicha situación, y evaluar las actuales condiciones del mercado, lo cual requiere de nuevos avances en las investigaciones.

5. Referencias

Rodolfo Batiza Principios Básico de Fideicomiso y de la administración fiduciaria. Editorial Porrúa. Su Han Chan y Jhon Erickson. Real Estate Investment Trust, Oxford University.

Rodolfo Batiza *El Fideicomiso teoría y práctica* Sexta Edición

38

Consultas páginas web

<http://www.bmv.com.mx/>

<http://fibra-uno.com/>

<http://www.fibradanhos.com.mx/>

<http://www.fibramacquarie.com/>

<http://www.fibraprologis.com>

<http://www.terrafinas.com>

<http://www.realestatemarket.com.mx/>

<http://www.inmobiliare.com/>