



Facultad de
**Ciencias Sociales
y Humanísticas**



Escuela Superior Politécnica del Litoral

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas

**FONDO DE INVERSIÓN EN BIENES RAÍCES
(REIT: “REAL ESTATE INVESTMENT TRUST”)**

Trabajo Final de Graduación:

Previa a la obtención del Título de:

ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN EMPRESARIAL

Autores:

**Jorge Gabriel Garrido Moreno
Sindleys Carolina Granda Peñaherrera
Evelyn Elizabeth Vásquez Valdivieso**

Tutor:

MSc.Washington Asdrual Macías Rendón

Guayaquil-Ecuador

2013

AGRADECIMIENTO:

Te agradezco a ti mi Dios todopoderoso porque hasta aquí me has bendecido, iluminándome para seguir por la senda del bien.

A ti madrecita de mi alma, no me equivoco al decir que eres la mejor del mundo, tus sabios consejos y el castigo oportuno me guiaron siempre por el camino correcto, con palabras no puedo expresar toda mi gratitud hacia ti, pues toda tu vida me la has dedicado y ojala me alcance la mía para recompensarte, te amo con todas las fuerzas de mi ser y perdón por las cosas en las que me he equivocado.

A Clarita Saldaña a quien considero mi segunda madre por su apoyo incondicional y sus oraciones al creador por mí.

A mi hermana Maryori y su esposo Jimmy que a lo largo de mi vida han sido una bendición de Dios, gracias por acogerme en su hogar durante todo el tiempo que ha durado mi carrera profesional.

A mis amigos con los que pasé tantas horas de mi vida aprendiendo, gracias a ellos la difícil tarea se hizo un poco más fácil.

A mi queridísima ESPOL que me dio la oportunidad de educarme dentro de sus aulas para convertirme en un profesional de excelencia.

Al Economista Washington Macías quien nos brindó su ayuda como tutor en la elaboración de este trabajo.

A tantas personas que influyeron de manera positiva en mi vida, aportando con un granito de arena en mi formación, gracias a todos por estar cerca de mí brindándome su apoyo.

Jorge Gabriel Garrido Moreno.

DEDICATORIA:

Dedico este trabajo en primer lugar a Dios, quien ha demostrado su amor por mí a lo largo de mi vida a pesar de las muchas faltas que he cometido en su contra, a mi queridísima madre, cuyo esfuerzo y apoyo incondicional me los entregó desde siempre, a mis hermanas que con su ejemplo me enseñaron a dar todo para alcanzar las metas, a mis amigos con los que he compartido tantas horas de desvelo dedicadas a estudiar, y a todas las personas que me han dado tantos sabios consejos para hacer de mi una persona de bien para la sociedad.

Jorge Gabriel Garrido Moreno.

AGRADECIMIENTO:

Agradezco de manera especial a nuestro tutor de tesis por guiarnos e instruirnos a lo largo de estos cuatro meses. De igual manera a mis profesores quienes han sido pilar fundamental para mi formación profesional y ética.

Sindleys Carolina Granda Peñaherrera.

DEDICATORIA:

A mis padres.

Sindleys Carolina Granda Peñaherrera

AGRADECIMIENTO:

Le agradezco a Dios, el Espíritu Santo, por haberme guiado, permitido dar un paso más, y llevarme hacia otra etapa de mi vida. Estoy consciente de que me ha costado mucho llegar hasta donde estoy ahora, es por eso que reconozco que por mis propias fuerzas nada hubiera hecho, más con Él todo es posible.

Agradezco a mi tutor, el Economista Washington Macías por haberme enseñado, y motivado a comprometerme con mi carrera.

Agradezco a mis excelentes profesores: Por haber creado en mí una pasión hacia cada materia tomada y ser un ejemplo a seguir en la vida profesional: Manuel González, Alicia Guerrero; Efraín Quiñonez, Iván Rivadeneyra, Augusto Parada.

Evelyn Elizabeth Vásquez Valdivieso.

DEDICATORIA:

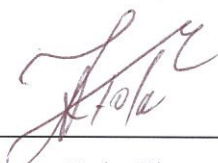
Dedico esta tesis a Dios, El Espíritu Santo, por haberme guiado, por ser mi sustento cuando caída me he encontrado.

Dedico esta tesis a Cristo, Mi Salvador, por haber entregado Su vida por mí, por permitirme dar un paso hacia adelante y recordarme que segura en Él estoy, por mostrarme cuánto me ama a pesar de mis errores.

Dedico esta tesis a mi Padre, Dios de los Cielos y la Tierra, porque aún sigo con vida y sin Él nada sería, porque he palpado Su amor, infinito amor, incomparable, gigantesco.

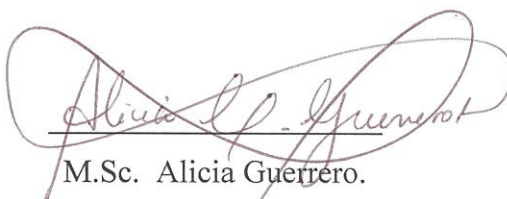
Evelyn Elizabeth Vásquez Valdivieso.

TRIBUNAL GRADUACIÓN:



M.Sc. Jenny Tola Cisneros.

Presidenta del Tribunal

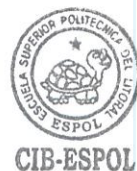


M.Sc. Alicia Guerrero.

Vocal



M.Sc. Washington Macías,
Director de Trabajo de
Graduación



CIB-ESPOL

DECLARACIÓN EXPRESA:

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado, nos corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la Escuela Superior Politécnica del Litoral.

Evelyn Vásquez

Evelyn Elizabeth Vásquez Valdivieso

Sindleys Granda P.

Sindleys Carolina Granda Peñaherrera

Jorge Garrido

Jorge Gabriel Garrido Moreno

INDICE GENERAL

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	14
1.1 ANTECEDENTES	14
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 OBJETIVO GENERAL	16
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	16
1.3 ALCANCE DEL ESTUDIO	17
CAPÍTULO 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA	18
2.1 DEFINICIÓN DE UN BIEN RAIZ	18
2.2 ¿QUÉ SON LOS REITS?	18
2.3 ¿DE DÓNDE PROVIENEN?.....	19
2.4 FACTORES DE ÉXITO O FRACASO DE LOS REITS EN EL MUNDO	20
2.5 CARACTERÍSTICAS.....	22
2.6 TIPOS DE REITS	23
CAPÍTULO 3. VENTAJAS Y DESVENTAJAS	24
3.1 Inversionistas.....	25
3.2 Promotores y Constructores	27
CAPÍTULO 4. REITS Y BURBUJAS INMOBILIARIAS	28
4.1 ¿QUÉ ES UNA BURBUJA INMOBILIARIA?.....	28
4.2 CAUSANTES DE LA BURBUJA INMOBILIARIA.....	28
4.2.1 Inicios de la Crisis 2006, 2007 y 2008 en Estados Unidos y España.	29
4.3 ¿Están relacionadas las Burbujas inmobiliarias con los REITS?	30
CAPÍTULO 5. ¿ES ECUADOR UN MERCADO POTENCIAL PARA LOS REITS?.....	33
5.1 SITUACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO EN EL ECUADOR.....	35
5.2 DIVERSIFICACIÓN:	36
5.2.1 Relación del sector inmobiliario con otros sectores de la Economía.....	36
5.3 CARACTERÍSTICAS QUE DEBE TENER UN REIT PARA SU CREACIÓN.....	39
5.3.1 Activos a Invertir:	39
5.3.2 Régimen impositivo.....	40
5.3.3 Nivel de Endeudamiento	41
CAPÍTULO 6. CONSTRUCCIÓN DE UN REIT	42
6.1 PROCESO DE CONSTRUCCIÓN.....	42
6.1.1 INMUEBLES ELEGIDOS: Valorización por sector.....	42

6.1.2	INVERSIÓN DEL PROYECTO	44
6.1.3	Periodo de Vacancia.....	47
6.1.4	Valorización y Venta del inmueble.....	48
6.1.5	Costos de Remodelación.....	50
6.1.6	Tasa de Descuento.	51
6.2	FLUJO DE CAJA PROYECTADO	52
6.3	PERIODO DE RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN (Payback)	55
6.4	SENSIBILIZACIÓN DE LOS REITS.	56
CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....		58
7.1	CONCLUSIONES	58
7.2	RECOMENDACIONES.....	59
BIBLIOGRAFÍA.....		60
ANEXOS		62

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Participación por Sectores	15
Ilustración 2: Estrategia Inmobiliaria.....	19
Ilustración 3: Patrimonio de Estrategias Corporativas.....	24
Ilustración 4: Índice S&P/ Case Shiller de 20 Ciudades.....	31
Ilustración 5: Ingreso (\$USD) por tipo de Inmueble	45
Ilustración 6: Rentabilidad por tipo de Inmueble	45
Ilustración 7: Escala del Fondo	57
Ilustración 8: Sensibilización.....	57

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Correlaciones entre sectores de la economía ecuatoriana	38
Tabla 2: Casa y Departamentos	43
Tabla 3: Oficinas, Bodegas y Locales Comerciales.....	43
Tabla 4: Ingreso/Rentabilidad de Inmuebles elegidos.....	44
Tabla 5: Amortización	46
Tabla 6: Depreciación.....	46
Tabla 7: Periodo de Vacancia	47
Tabla 8: Valorización	49
Tabla 10: Costos de Remodelación	50
Tabla 11: Datos Macroeconómicos del Ecuador.....	52
Tabla 12: Participación en el portafolio de Inversión	52
Tabla 13: Estructura del Flujo de Caja.....	54
Tabla 14: Periodo de Recuperación de la Inversión	55
Tabla 9: Sensibilización de los REITs.....	56
Tabla 15: Análisis de Activos a Invertir	64
Tabla 16: Inmuebles por Categoría "A".....	65
Tabla 17: Inmuebles por Categoría "B".....	65
Tabla 18: Flujo de Caja Proyectado	66

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES

“Los REITs nacieron en Estados Unidos, en 1960, con el objetivo de que las inversiones a gran escala en bienes inmuebles fueran accesibles también a los pequeños inversores. La fórmula escogida consistía en equiparar la inversión en productos inmobiliarios a la inversión en cualquier otra industria; es decir, a través de la compra de valores.

En los años 70 entraron en Holanda y Australia. Hoy están en Francia, Bélgica, Canadá, Brasil, Turquía, Singapur, Japón, México, Malasia, Israel, Taiwán, Corea, Reino Unido, Hong Kong, Alemania y Colombia.

Durante varios años, los REITs se han convertido en una parte importante de los mercados de economía e inversión de Estados Unidos, donde han crecido de noventa millones de dólares a más de 300 mil millones de dólares en la última década y que han ganado popularidad en todo el mundo. Durante sus primeros años dominó la industria, proporcionando financiamiento de la deuda para las propiedades comerciales o residenciales a través de inversión en hipotecas y valores respaldados por hipotecas.

El interés en REITs de capital, de poseer y administrar propiedades comerciales, fue limitado debido al requisito de que la propiedad y la gestión de los activos, los cuales se mantuvieron separados. Esta restricción fue levantada con el paso de la Ley de Reforma Tributaria de 1986; que permitió a los REITs poseer y administrar propiedades.

Ahora, más del 90% de las que cotizan en bolsa son los REITs de capital que poseen y manejan bienes raíces comerciales. La mayor parte de sus ingresos provienen de las rentas de propiedad de las empresas en todo el país.

En el 2010 en Estados Unidos existían alrededor de 180 REITs que cotizaban en bolsa con una capitalización de mercado superior a los US\$ 400.000 millones y activo por más de US\$ 800.000 millones, lo que implicó que los

REITs podrían contraer deuda. Estos invirtieron en diferentes sectores, como las oficinas, comercio, bodegas, hoteles y el sector residencial, etc.

A continuación se muestra una gráfica de acuerdo a la participación de los sectores en los Estados Unidos.

Ilustración 1: Participación por Sectores



Fuente: Introducción a los REITs, Estados Unidos 2010

Dentro de Europa el mercado de oficinas en alquiler es posiblemente el más atractivo, especialmente en ciudades como París y Londres. También son varios los gestores que destacan el potencial de los países escandinavos; se destacan entre sus favoritos el mercado de oficinas de Oslo y el sector industrial en Suecia.

Los REITs, que han aportado un gran dinamismo a los fondos inmobiliarios internacionales, ofrecen una exposición directa al mercado inmobiliario, con un alto grado de liquidez y transparencia”.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 OBJETIVO GENERAL

Discutir la viabilidad de los denominados REIT en el Ecuador, para ello se mencionará sus ventajas y desventajas, tanto para constructores, promotores inmobiliarios, e inversionistas; y, diseñar un REIT para ser implementado en Ecuador.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Analizar los factores de éxito y fracaso que han tenido los REITs a nivel mundial.
2. Estudiar las características principales de los REITs.
3. Analizar las variables causales entre los REITs y una burbuja Inmobiliaria.
4. Realizar un análisis macroeconómico sobre la situación del sector inmobiliario en Ecuador.
5. Establecer las características que debe tener un REIT para su creación.
6. Determinar en qué tipo de activo convendría invertir.
7. Estructurar un REIT para la ciudad de Guayaquil y analizar su viabilidad como alternativa de inversión.

1.3 ALCANCE DEL ESTUDIO

El alcance del presente estudio ha sido realizado con la finalidad de verificar que el Ecuador es un mercado con potencial para la implementación de los REITs (fondos de inversión en bienes raíces).

Para este análisis se han tomado como puntos principales varios aspectos que fueron tomados como relevantes, puesto que se citan varios casos de países que ya han tenido la experiencia de haber implementado dichos fondos, algunos de estos con éxito y en otros casos con fracaso.

Se entra en detalle las ventajas que representaría la implementación de los REITs en el Ecuador, para los inversionistas, constructores y promotores, y las relaciones con las burbujas inmobiliarias.

Habiendo realizado la investigación a profundidad de los puntos señalados anteriormente, podemos afirmar que Ecuador se encuentra en una situación adecuada para llevar a cabo la implementación de los REITs. A partir de esta conclusión se procedió a investigar en qué tipo de activos sería conveniente invertir, dada la rentabilidad que genera el alquiler de los mismos, y producto de este estudio se obtuvo que en Ecuador los bienes inmuebles que generan mayor renta son las casas, departamentos, oficinas, bodegas y locales comerciales.

Con los tipos de activos y sectores ya seleccionados se ha realizó el respectivo análisis del proyecto para conocer la viabilidad del mismo. Se proyectó un flujo de caja con horizonte de 10 años dando como resultado un VAN (Valor Actual Neto) positivo lo cual nos indica que el proyecto es viable.

CAPÍTULO 2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1 DEFINICIÓN DE UN BIEN RAIZ

Los bienes raíces son bienes que están íntimamente ligados al suelo, unidos de modo inseparable, física o jurídicamente, al terreno, tales como las parcelas, urbanizadas o no, casas, naves industriales, o sea, las llamadas fincas, en definitiva, que son bienes imposibles de trasladar o separar del suelo sin ocasionar daños a los mismos, porque forman parte del terreno o están anclados a él.

2.2 ¿QUÉ SON LOS REITs?

Los REITs o Fondos de Inversión en Bienes Raíces son instrumentos monetarios emitidos por corporaciones y cotizadas en el mercado de valores, que reúnen capital de muchos inversionistas para proporcionar financiamiento a sus inversiones en bienes raíces.

Los REITs invierten en propiedades de bienes raíces como oficinas, bodegas, residencias, centros comerciales e inclusive locaciones deportivas, que son adquiridas y administradas por la compañía que emite el REIT.

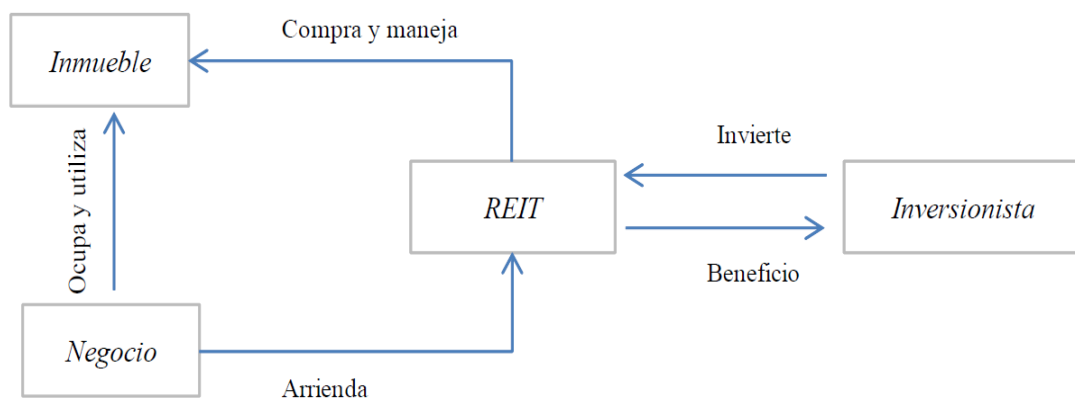
Una compañía REIT posee y, en la mayoría de los casos, explota propiedades inmobiliarias que producen renta. Ciertas compañías REITs financian bienes inmuebles. La particularidad por la cual se dice ser un REIT es que las empresas deben distribuir al menos el 90% de su ingreso susceptible de impuestos a los accionistas anualmente en forma de dividendos.

De esta forma se puede decir que el REIT contribuye con ciertas ventajas respecto a otros modelos como pueden ser los fondos de inversión inmobiliaria.

2.3 ¿DE DÓNDE PROVIENEN?

La siguiente gráfica muestra la dinámica entre el inversionista y el Fondo de Inversión Inmobiliario: Inicialmente se cuenta con una serie de inversionistas, los cuales colocan su dinero en el fondo de inversión inmobiliaria, éste compra diferentes tipos de inmuebles, en diferentes ubicaciones geográficas y de diferentes áreas y se encarga del manejo de estos inmuebles. Es en este punto donde llega un arrendatario, normalmente un negocio, y toma en arriendo el inmueble pagando cánones mensuales por la ocupación y el uso que se le va a dar al inmueble. Mientras transcurre el tiempo el inmueble se valoriza por circunstancias urbanísticas que le afecten respecto a su clasificación y calificación, así mismo se aplica el aprovechamiento permitido por el planeamiento urbanístico. Finalmente los inversionistas reciben los beneficios económicos correspondientes a los cánones de arrendamientos y las valorizaciones repartidas en forma de dividendos por el fondo de inversión inmobiliaria.

Ilustración 2: Estrategia Inmobiliaria



Fuente: Prospecto de Colocación Final Estrategias Inmobiliarias, Correval (2010)

2.4 FACTORES DE ÉXITO O FRACASO DE LOS REITs EN EL MUNDO

Uno de los artículos más destacados que hace mención sobre los factores de éxito y fracaso que han tenido los REITs en Europa, analiza varios aspectos de carácter tributario. En este estudio hecho por el Licenciado en derecho y Ciencias Económicas, Luis Viñuales, se asegura que mayoría de REITs existentes no funcionan como fondos de inversión, sino como sociedades de responsabilidad limitada.

En España se presentó un caso excepcional; las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, "SOCIMI", conservaron una característica particular en cuando a su régimen impositivo, la cual consistía en la no tributación de las rentas en el REIT, sino en los beneficiarios, con la intención de evitar la doble tributación.

Como explica el autor, la eliminación del pago de impuestos en el REIT, no debe interpretarse como un incentivo tributario a favor de las inversiones inmobiliarias ya que el impuesto finalmente lo paga el inversionista; sino la eliminación de una traba fiscal para situar en un plano de igualdad al inversor que explota directamente el inmueble y a aquel que lo hace a través de un vehículo societario convenientemente regulado.

En España a pesar de que a finales del 2009 entró en vigor la ley que regulaba las SOCIMI a inicios del 2011 aún no se había constituido en España ninguna de esas sociedades. Pero ¿Por qué no habían despegado si en otros países habían tenido gran acogida? Las causas se detallan a continuación:

- *La depresión del sector inmobiliario*; En este ciclo las inversiones se vuelven menos atractiva.
- *La falta de beneficios de las compañías inmobiliarias*; En España, en los últimos periodos, la gran mayoría de las inmobiliarias presentaron pérdidas.

- *La fiscalidad*; Si bien la tributación conjunta de la sociedad y el accionista de SOCIMI viene a ser muy similar a la de muchos países de su entorno y a la de otras figuras competidoras la percepción es distinta. Esto se debe a que en otros países los REIT gozan de una tributación inferior en la sociedad y posteriormente el accionista tributa por el diferencial. En el caso de las Socimi, la tributación se produjo a la inversa, es decir, primero tributa la sociedad al 19% y el accionista por el diferencial, el cual puede ser cero.
- *Los costos de constitución o transformación*: Debían considerar que esos costos se vean compensados ampliamente por el precio de venta de las acciones o por la entrada de capital en la compañía.

Sin embargo ya en el 2013, se cree que los SOCIMI está dotados de un "potencial de éxito clarísimo" debido al nuevo régimen tributario, con reformas introducidas en la reciente Ley de Medidas Tributarias, como la tributación a tipo cero con carácter general, además de la reducción del capital social mínimo para su constitución de 15 a 5 millones de euros; y, la eliminación del tope de endeudamiento externo permitido en relación con el valor de los activos.

Por otro lado, es significativo recordar el sonado éxito de las SIIC francesas (Sociétés d' Investissements Immobiliers Cotées) en el mismo año de su aprobación, ejercicio 2003; de hecho, varios grupos inmobiliarios españoles llevaron a cabo importantes inversiones en Francia a través de estos vehículos. Sin poner en duda las bonanzas del régimen fiscal de las SIIC francesas, sería injusto ignorar que buena parte de su éxito se debió a la oportunidad temporal de su lanzamiento en un momento en el que el mercado inmobiliario se encontraba en plena expansión. Además facilitaron al pequeño ahorrador y también a inversores institucionales el acceso a determinadas inversiones inmobiliarias y se promovió una gestión profesionalizada de dichas inversiones.

2.5 CARACTERISTICAS

- 1) Por lo general, los REITs están exentos, total o parcialmente de impuestos sobre sociedades, o bien, disfrutan sobre una reducción en dicho impuesto como consecuencia de la distribución de beneficios.
- 2) Debe ser un fideicomiso administrado por un fiduciario con inversiones mayoritariamente a largo plazo.
- 3) Debe contar con al menos 100 beneficiarios y los cinco más importantes no deben tener más del 50% del total.
- 4) Debe emitir certificados negociables y transferibles públicamente.
- 5) Los activos más importantes deben ser inmobiliarios: al menos el 75% de los ingresos debe proceder de alquileres, hipotecas, ganancias en venta de inmuebles.
- 6) Ofrecen, por lo general, una inversión de bajo riesgo y una compensación atractiva por lo cual se convierte en una inversión transparente y de rendimiento competitivo.
- 7) Pueden aumentar ganancias y/o reducir riesgos cuando se añaden a una cartera diversificada de varias acciones, ya que se les atribuye baja correlación.
- 8) Disfrutan de ventajas fiscales con respecto a las inmobiliarias tradicionales.
- 9) Reparten casi todos sus dividendos de forma estable, es decir, no existe posibilidad de no reparto en el plazo establecido, debido a que ese es uno de los requisitos que deben cumplir para obtener ventaja fiscal.

2.6 TIPOS DE REITs

1. *REITs de Capital*: Es aquel fondo que invierte en bienes inmuebles y cuyos ingresos se generan de las rentas que producen, obteniendo una inmensa variedad de actividades de tipo residenciales, comerciales, industriales, hoteles, bodegas, y hasta propiedades relacionadas a los cuidados de salud.
2. *REITs de Crédito Hipotecario*: Ésta categoría presta dinero a propietarios de los inmuebles, como también extienden indirectamente créditos por medio de la adquisición de préstamos o valores con garantía hipotecaria. Los REITs hipotecarios gestionan el riesgo de interés manejando inversiones hipotecarias titularizadas, pero también dinámicas técnicas de cobertura de riesgos.
3. *REITs Híbridos*: Ésta categoría es la combinación de los dos anteriores, teniendo la posesión de las propiedades y otorgando créditos a propietarios de bienes inmuebles y operadores.

Adicionalmente a estas tres categorías, los tipos de REITs también se pueden definir y ampliar por el tipo de propiedad que poseen, refiriéndose específicamente a: apartamentos, retail (comercio al por menor) de centros comerciales de barrio, retail de centros comerciales regionales (Malls), retail de outlets, oficinas, propiedades industriales, atención a la salud, instalaciones de almacenamiento, hoteles, comunidades de trailers, y REIT hipotecarios.

CAPÍTULO 3. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

En este capítulo se tratará de explicar las ventajas y desventajas de los REITs para promotores, constructores e inversionistas. El siguiente gráfico muestra la interacción entre constructores, promotores e inversionistas en bienes raíces.

Ilustración 3: Patrimonio de Estrategias Corporativas



Fuente: Patrimonio de Estrategias Corporativas Colombia 2010

3.1 Inversionistas

Los REITs brindan una serie de ventajas para los inversionistas y los tenedores de activos. Los tenedores de activos, son aquellas personas que ven representados sus activos en inmuebles ilíquidos o de baja rotación. Por su parte los inversionistas son aquellas personas poseedoras de capital, dispuestos a invertir en diferentes proyectos según su aversión al riesgo.

A los tenedores de activos, los REITs les permiten liberar recursos que anteriormente han invertido en un bien raíz con el fin de invertirlo en su negocio principal y con ello generar unos retornos superiores.

Por el lado de los inversionistas, éstos ofrecen un tipo de inversión que se presenta como riesgo/retorno muy atractivo, pues el riesgo es bajo y los retornos muy altos.

Ventajas:

- *Flujos estables y crecientes:* Se basa en un portafolio de activos inmobiliarios diversificado, estableciendo arrendatarios de primer nivel, reduciendo el riesgo y generando unos flujos estables mes a mes con el cobro del arriendo y así mismo un crecimiento en el tiempo.
- *Diversificación:* Este modelo de inversión presenta baja correlación, es decir, el movimiento de los retornos como compensación de sus variaciones individuales combinadas, con los títulos de renta fija y las acciones, por lo que es posible diversificar aún más los portafolios de los diferentes inversionistas institucionales.
- *Administración:* Para maximizar el desempeño de los REITs, como un vehículo dinámico y creciente, se delega una administración profesional y especializada en el sector inmobiliario.
- *Liquidez:* Se presenta al momento de inscribir los títulos de los REITs con masa crítica en bolsas de valores.

- *Riesgo-Retorno:* Ofreciendo una alta rentabilidad y una baja volatilidad (riesgo). Esto se evidencia al compararlo con los principales índices accionarios.

Desventajas:

- *Marco Regulatorias:* Más que una desventaja, una amenaza de los REITs viene dada por las leyes regulatorias que establecen los gobiernos, diseñadas para asegurarse de que se cobrarán correctamente los impuestos sobre su actividad. Por ejemplo, en España los REITs en sus inicios no pudieron despegar debido a los aspectos tributarios, que eran considerados desfavorables por los analistas, ya que se tributaban las ganancias en el REIT.
- *Liquidez de REITs No Negociables:* Algunos REIT no se negocian públicamente, haciéndolos más difíciles de liquidar. Los REIT negociados, no públicamente, están diseñados para un inversor con un objetivo de inversión a largo plazo y un marco de tiempo, generalmente se recomienda para la mayoría de los REIT no negociados tener un marco de tiempo de 5-15 años antes de que requieran el acceso a su capital de inversión.
- *Relación inversa de las tasas de interés:* Los REIT tienen una relación inversa con las tasas de interés dentro de una economía, cuando las tasas de interés están subiendo, la tasa de rentabilidad de los REIT se reducirá y viceversa. Si el inversionista es dueño de un REIT que no se cotiza en bolsa, cuando las tasas de interés se vuelven desfavorables, puede ser difícil de liquidar la inversión para cambiar la posición de su cartera. Si el REIT es negociable, será más fácil para el inversor reponer su cartera de acuerdo a los movimientos de tipos de interés en la economía.

3.2 Promotores y Constructores

Ventajas:

- Reduce el grado de apalancamiento del sector ya que permite reemplazar deuda por un patrimonio proveniente de pequeños inversores.
- Los REITs le permiten a los constructores y promotores concebir proyectos bajo estándares internacionales.
- La tenencia a largo plazo de un activo inmobiliario por parte de un inversionista especializado permite mantener los activos vigentes y maximizar su rentabilidad.
- Los REITs establecen un puente entre el sector inmobiliario y el mercado de capitales.
- Los REITs permiten que los constructores y promotores desarrollen proyectos bajo el esquema de rentas puesto que ofrecen un mecanismo de salida al ser compradores de grandes activos.

Desventajas:

- Históricamente el promotor trabaja con flujos de caja derivados de los ingresos generados por la venta anticipada de unidades inmobiliarias, pero en ocasiones enfrentan dificultades porque los costos que configuran la promoción, son superiores a los flujos de beneficios, lo cual produce tensiones de tesorería teniendo que acudir, el promotor, en la mayoría de las ocasiones a "créditos puentes", encareciendo o incrementado sus costos de explotación.

CAPÍTULO 4. REITs Y BURBUJAS INMOBILIARIAS

En este capítulo se hace una breve revisión de los determinantes de la crisis inmobiliaria y qué influencia tienen en los REITs o, por el contrario, si el exceso de REITs en el mercado causa una burbuja inmobiliaria.

Las crisis inmobiliarias se han dado continuamente sin distinción de países o épocas históricas. A lo largo de la historia han surgido numerosas crisis económicas y financieras, entre ellos la crisis inmobiliaria.

En muchos estudios se ha tratado de analizar la causante de la crisis, que en sí, afecta a todas las partes involucradas.

4.1 ¿QUÉ ES UNA BURBUJA INMOBILIARIA?

Empezando por la definición, encontramos que una burbuja inmobiliaria es un incremento excesivo e injustificado de los precios de los bienes inmuebles o bienes raíces, ocasionado generalmente por la especulación. Su incremento se fundamenta básicamente en la especulación y en el deseo de la gente de adquirir bienes para luego vender a mejor precio, aprovechando precisamente ese incremento de los precios.

Cuando sube el precio de los bienes raíces, este se vuelve muy atractivo para los inversionistas, y muchos de ellos querrán invertir en este tipo de activos, empujando, mediante el incremento de la demanda, la subida de precios. Cuando se está en el fervor de la especulación, donde los precios no paran de subir, la firme decisión de los inversionistas los lleva a ofrecer más dinero por estos activos.

4.2 CAUSANTES DE LA BURBUJA INMOBILIARIA

La burbuja inmobiliaria arranca en el seno del propio mercado inmobiliario, por razones de índole, no solo económico, como abundante crédito hipotecario favorecido por políticas monetarias expansivas, sino también por el comportamiento anti ético de algunos participantes del mercado, como ejecutivos que otorgaban más crédito sin sustento a cambio de más

comisiones, o que invertían en activos hipotecarios de mala calidad y apostaban a los seguros emitidos contra dichos activos, entre otras acciones.

Los principales países afectados desde 1989 hasta la actualidad han sido: Dinamarca, Australia, Bélgica, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Noruega, España, Portugal, Suecia, Sudáfrica, Nueva Zelanda, Gran Bretaña y, Estados Unidos, entre otros, cada uno con intensidad diferente.

En Estados Unidos y España, la maduración final de la burbuja inmobiliaria comienza tras el pinchazo a finales de los años 90, y la subsiguiente bajada de tipos de interés acordada para combatir sus efectos recesivos; laxitud monetaria intensificada tras los atentados del 11 de septiembre de 2001 y la Guerra de Irak, por un lado, y, por otro, la culminación del proceso de unificación monetaria europea. Los medios de comunicación especializados y otras personalidades relevantes del mundo económico informaron que, en Estados Unidos, España, y la mayoría de los países desarrollados, son los créditos a corto plazo los que, al final, han contribuido a amplificar innecesariamente el resultado desastroso.

4.2.1 Inicios de la Crisis 2006, 2007 y 2008 en Estados Unidos y España.

A mediados del año 2006 se presentó una inflexión en el avance del crédito hipotecario y los precios comienzan a caer. Los impulsos de la crisis parecen haber sido varios.

Entre los factores coyunturales parece estar la crisis hipotecaria iniciada en agosto de 2007 en Estados Unidos, que se tradujo en una contracción del crédito, y el paulatino aumento del “euribor” por parte del BCE, lo que generó un aumento de las cuotas hipotecarias, que en España fueron en un 98% a interés variable, lo que podría haber terminado afectando al consumo y, en todo caso, a la confianza de los consumidores.

Por otro lado, el estrangulamiento del mercado de crédito habría dejado sin financiación a las empresas dedicadas a la construcción que, teniendo

numerosas obras en proceso, no habrían encontrado una vía de crédito debido al endurecimiento de las condiciones de refinanciación, lo que agravaría la situación en un sector con un elevado grado de apalancamiento.

El estallido de la burbuja de las hipotecas “subprime” (préstamos de alto riesgo) puso de manifiesto la elevada especulación que existía en el mercado inmobiliario de Estados Unidos y provocó una crisis de dimensiones globales, de la que aún se sienten sus efectos. Afectando de esta forma al segmento residencial americano, donde los precios se desplomaron y se frenó en seco la venta y la construcción de viviendas.

Entre los factores estructurales estarían, según algunos, la especulación, el exceso así como la rigidez del mercado inmobiliario, con dificultades para adaptarse rápidamente a los cambios del mercado (pues entre el inicio de una obra y su venta pueden pasar hasta dos años).

La Crisis inmobiliaria del 2008 dejó a numerosos inversores con proyectos a medio terminar y con pérdidas difíciles de recuperar.

Una de las ventajas que tuvieron los REITs, en medio del “caos económico” fue que; debido a su estructura, por su menor apalancamiento frente a las empresas inmobiliarias, les permitió sobrevivir sin verse obligados a liquidar sus posiciones a precios de ganga y anotar grandes pérdidas.

4.3 ¿Están relacionadas las Burbujas inmobiliarias con los REITs?

El impacto de la crisis en la vivienda fue de tal magnitud que el precio de los inmuebles se desplomó un 50% entre abril de 2006 (máximos históricos) y enero de 2012, cuando tocó su suelo, según el índice Case-Shiller de S&P. Desde ese momento, iniciaron la senda de la recuperación y el mercado comenzó a reactivarse.

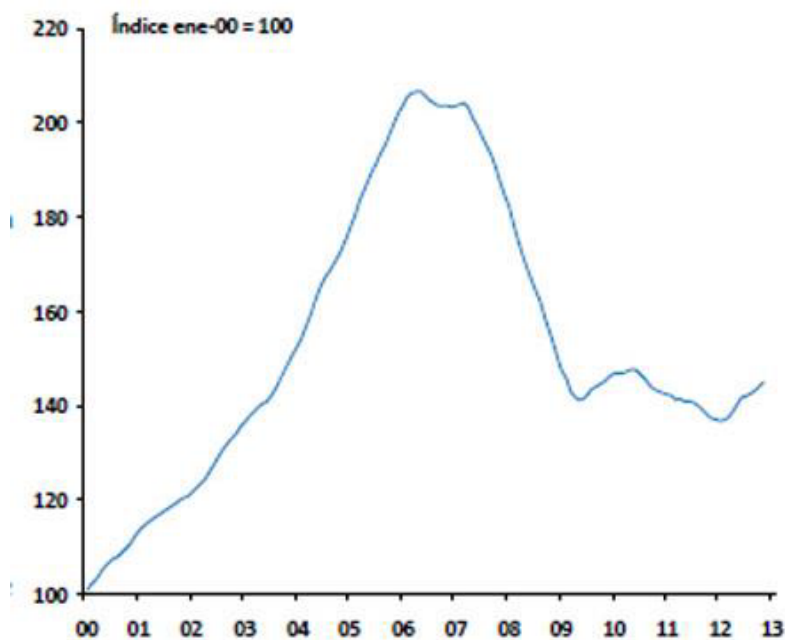
En otros estudios se ha analizado cómo la crisis financiera internacional (2007-2009) golpeó fuertemente el sector inmobiliario.

En Estados Unidos, dado su excesivo apalancamiento, provocó la peor recesión en tres décadas. Esta crisis no sólo contagió la intermediación bancaria de Estados Unidos, sino que generó riesgo sistémico global, que sólo ahora parece estarse conteniendo.

Dado que buena parte de la burbuja provino del sector hipotecario, la pregunta era ¿Qué ocurrirá con negocios inmobiliarios y los REITs? Se halló que el negocio de los REITs fue uno de los más golpeados, perdiendo prácticamente la mitad del valor invertido. Sin embargo, al parecer, vuelve a estabilizarse, percibiendo que puede haber buenos puntos de entrada, a medida que el índice de precios Case-Shiller empieza a salir del plano negativo.

El siguiente gráfico muestra la evolución de Sector inmobiliario a partir del año 2000, mostrando la caída que sufrió debido a la Crisis de las Hipotecas “Subprime”:

Ilustración 4: Índice S&P/ Case Shiller de 20 Ciudades



Fuente: Standard & Poor: (2010)

Según “Goldman Sachs”, el sector inmobiliario está siendo el primero en dar signos de recuperación, hasta el punto de que se espera que, por primera vez desde 2008, contribuir un 0,5 por ciento al PIB de EEUU este año 2013.

Pero, ¿causan los REITs burbujas inmobiliarias? De la revisión realizada, no se ha encontrado, en ninguno de los países en los cuales se ha implementado, evidencia sobre burbujas inmobiliarias causadas por REITs.

Actualmente, se discute en Estados Unidos que el REIT Hipotecario pone en alerta a las autoridades. El Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera, un panel que comprende los mejores reguladores financieros de Estados Unidos, en su intento de identificar actividades que conlleven a un problema de especulación, hallaron que existe un riesgo potencial en cuanto a los REITs hipotecarios; las empresas financieras que piden prestado fondos para invertir en deuda de bienes raíces, han visto sus activos cuadruplicarse a más de \$400bn desde 2009. Las autoridades citaron que los préstamos apalancados y fondos mutuos podrían ser áreas de riesgo. Los REITs Hipotecarios han triplicado las carteras de hipotecas de agencias en los dos últimos años.

En base al análisis anterior, las burbujas inmobiliarias pueden crearse por REITs Hipotecarios, pero para este estudio se analizarán REITs de capital. Sin embargo es conveniente mencionar este tipo de problemática.

CAPÍTULO 5. ¿ES ECUADOR UN MERCADO POTENCIAL PARA LOS REITS?

Un breve análisis mundial, nos permitirá recordar que, a pesar de la implementado REITs en algunos países, no en todos los casos, se ha dado con éxito. Un claro ejemplo de esto se evidencio en España; donde a finales del 2009 entró en vigor la ley que regulaba las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario). A inicios del 2011 aún no se había constituido ninguna de estas sociedades, debido a la depresión del sector inmobiliario, la falta de beneficios de las compañías inmobiliarias, la complejidad de los aspectos tributarios y, los costos de constitución o transformación. Esta alarmante situación obligó a los organismos reguladores a realizar cambios. Actualmente se cree que las SOCIMI están dotadas de un "potencial de éxito clarísimo" debido al nuevo régimen tributario, con reformas introducidas en la reciente Ley de Medidas Tributarias, además de la reducción del capital social mínimo para su constitución de \$15 a \$5 millones de euros, y la eliminación del tope de endeudamiento externo permitido en relación con el valor de los activos.

Por otro lado, los REITs franceses tuvieron gran acogida desde el año de su creación, donde incluso contaron con inversión extranjera española. Buena parte de su éxito se debió a que en ese momento el mercado inmobiliario se encontraba en plena expansión y a un tratamiento tributario que lo hacía atractivo para los inversionistas.

En Ecuador no existen Fondos de Inversión Inmobiliario; la ley de Mercado de Valores define, de manera general, al Fondo de Inversión como *“El patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y, las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que esta Ley permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos y fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus a portantes o partícipes. Los aportes quedarán expresados, para el caso de los fondos*

*administrados, en unidades de participación, de igual valor y características, teniendo el carácter de no negociables. En el caso de los fondos colectivos, los aportes se expresarán en cuotas, que son valores negociables”*¹ Sin embargo, los REITs requieren estar definidos de manera específica de tal forma que se consideren sus características particulares, como en otras legislaciones del mundo.

En el país se han presentado casos de Fideicomiso Inmobiliario en los cuales se han examinado inversiones realizadas sin los informes legales o de riesgo; entrega de millonarios créditos para los que no estaba autorizada una cuenta personal de un funcionario donde se manejaron fondos del Banco. Estos exámenes fueron realizados por la Unidad de Auditoría Interna del BIESS (UAI), la consultora privada Goldenbond y, la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS).

Los análisis coinciden en dos observaciones en algunos de los proyectos inmobiliarios. En la primera, hay inversiones que no fueron aprobadas por los órganos autorizados por la Ley del BIESS y las regulaciones de la Junta Bancaria. Según los informes, hubo inversiones que fueron aprobadas por la Junta del Fideicomiso de Inversión y Administración para el Desarrollo del Mercado Inmobiliario (FIAIDMI; un órgano creado por el IESS en diciembre del 2009 para canalizar las inversiones, pero no para autorizarlas, como lo destacaron las auditorías). En la segunda observación existen fideicomisos formados entre el Fiaidmi y las inmobiliarias privadas que no se han inscrito en el Registro de Mercado de Valores, como lo ordena la ley.

¹Art. 75 de la LEY DE MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR.

5.1 SITUACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO EN EL ECUADOR

El mercado inmobiliario se ha encontrado en crecimiento desde hace varios años. Uno de los factores que lo demuestra es la relación entre el dinero circulante y las tasas de interés, los cuales establecen una relación inconfundible en los mercados financieros y se evidencia en el crecimiento de la generación de crédito hipotecario. Otro factor es el índice de la actividad económica, que lo mide el Banco Central, y define el movimiento de la economía en diversos sectores. Si el movimiento es positivo el indicador sube, y esa es la situación que se ha dado en el sector de la construcción desde el 2010.

En el primer semestre del 2013, según la estadística del Banco del IESS, el total de operaciones de créditos hipotecarios fue de 11.869 con un valor total transferido de más de 447 millones de dólares. Este monto se repartió entre: vivienda terminada, construcción, remodelación y ampliación, y sustitución de hipoteca. Sin embargo, el crecimiento del sector inmobiliario podría desacelerarse debido a una caída dramática y sostenida en el precio del petróleo. En el 2013 el precio del petróleo, no es que esté bajo, es un buen precio con tendencia a la alza, pero ya no está subiendo como antes. Esta variable afecta significativamente al mercado inmobiliario, debido a que a medida que el precio incrementa, incrementa el PIB, por lo tanto la inversión en obras públicas es mayor, generando plazas de trabajo, lo que deriva que la población tenga mayor poder adquisitivo, permitiendo acrecentar la demanda de bienes inmuebles.

Otro caso podría ser que de alguna manera se incrementen las restricciones de acceso a crédito. Según cifras del Banco Central del Ecuador, las últimas leyes y regulaciones emitidas en relación con el accionar del sistema financiero privado empiezan a registrar una reducción en la entrega de créditos. En el rubro de hipotecarios, el crecimiento se sitúa en el 1.4% para el primer trimestre del 2013, en comparación con igual período del 2012.

Un ejemplo claro es el Banco Pichincha, que se ha visto afectado por la ley de garantía hipotecaria. Según esta ley, el cliente, protegido por la ley, puede

decidir dejar de pagar su crédito y entregar la vivienda al acreedor. El trámite legal para revertir esa propiedad a nombre del banco toma de dos a tres años. Mientras esa demanda no concluya y el juez no autorice su remate, el dueño de la vivienda puede seguir residiendo en ella, sin pagar un centavo al banco. Con seguridad la vivienda que reciba el banco estará totalmente deteriorada porque al deudor no le interesará invertir en su mantenimiento. Este riesgo obliga a actuar con prudencia al banco, reduciendo el préstamo del 70% del valor del avalúo la vivienda, entre el 50% y el 60% de ese avalúo. (Ing. Antonio Acosta Espinosa, 2013)².

Para el 2013, se presentó un déficit habitacional aún alto, sin embargo, la demanda de los bienes inmuebles se ha incrementado, esperando que este incremento sea estable.

5.2 DIVERSIFICACIÓN:

5.2.1 Relación del sector inmobiliario con otros sectores de la Economía.

Se puede dividir la historia de las inversiones en dos partes, antes y después de 1952, año en que el economista Harry Markowitz publicó su tesis doctoral acerca de selección de portafolios. En un principio los inversionistas creaban su portafolio de inversión basado únicamente en la intuición, es decir; colocaban su dinero en inversiones que presumían traer una jugosa rentabilidad, pero esta selección de carteras es conocida ahora como una cartera ineficiente.

Markowitz fue el primero en poner atención en la práctica de diversificación de los portafolios. Esta es la base donde los inversores generalmente prefieren mantener portafolios de activos en vez que activos individuales, debido a que ellos no tienen en cuenta solamente los retornos de dichos activos sino también el riesgo de los mismos.

² Ing. Antonio Acosta Espinoza (Presidente Adjunto Banco Pichincha), Entrevista realizada por la Revista "CLAVE", Junio del 2013.

En el trabajo de selección de Inversiones, Markowitz demostró que los inversores deberían actuar de un modo totalmente diferente. Los inversores deben optar por portafolios de varios activos en vez que invertir en un solo activo.

Siguiendo este consejo de mantener un portafolio de activos, un inversor puede reducir el nivel de riesgo al cual está exponiéndose, mientras que mantiene el nivel esperado de rentabilidad.

Un portafolio diversificado se lo puede observar claramente en una matriz de correlación, pues mientras la correlación entre cada uno de los sectores sea menor, el riesgo para el inversionista será menor también. Un ejemplo de esto es que en el supuesto caso de que a un sector de la economía le esté yendo de una manera poco favorable y el inversionista haya colocado su dinero en este sector, perderá parte de su inversión, pero si también ha colocado su dinero en otro sector no correlacionado con el anterior, y este se encuentre en una situación muy favorable, recuperará su inversión y de esta manera cada vez que el inversionista desee colocar su dinero en varios sectores debería cerciorarse antes de que estos tengan la menor correlación posible, para que minimicen el riesgo de pérdida.

En base a lo anteriormente expuesto, se ha realizado un estudio para determinar la correlación que tiene el sector inmobiliario en el Ecuador con respecto a otros sectores que también son atractivos para los inversionistas, estos sectores se los han tomado en cuenta ya que son los que más aportan al PIB³(Producto Interno Bruto) generando una rentabilidad bastante significativa.

Una de las características que se atribuyen a los REITs es la baja correlación del negocio inmobiliario con respecto a los otros sectores.

³El PIB es un indicador representativo que ayuda a medir el crecimiento o decrecimiento de la producción de bienes y servicios de las empresas de cada país, únicamente dentro de su territorio.

En base al ROE⁴ de los sectores que en los últimos años han aportado en mayor cuantía al PIB, se ha elaborado la matriz de correlaciones, la cual indica que el sector inmobiliario es una buena opción si se desea diversificar el portafolio de inversión, puesto que, presenta bajas correlaciones con el resto de sectores, a excepción del sector financiero.

Tabla 1: Correlaciones entre sectores de la economía ecuatoriana

	<i>Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura</i>	<i>Explotación de Minas y Canteras</i>	<i>Actividades inmobiliarias y de alquiler</i>	<i>Intermediación Financiera</i>	<i>Hoteles y Restaurantes</i>	<i>Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones</i>
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	1					
Explotación de Minas y Canteras	0,611872057	1				
Actividades inmobiliarias y de alquiler	0,309277781	0,444081872	1			
Intermediación Financiera	0,276733223	0,422242018	0,828670741	1		
Hoteles y Restaurantes	0,858162009	0,591370929	0,540450732	0,668283896	1	
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	0,046296593	0,292527122	0,05011959	-0,00662917	0,227148564	1

Fuente: Anuario estadístico: Página web Superintendencia de Compañías
Elaborado por: Autores

En Guayaquil, ciudad catalogada como “la capital económica del país”, en los últimos años, se ha observado un gran dinamismo en el mercado inmobiliario; las urbanizaciones siguen una tendencia de construcción creciente, y el impulso económico comercial hace que este dinamismo se vuelva fuerte pues, la cantidad demandada de locales comerciales aumenta significativamente.

⁴El ROE es el cociente entre: beneficio neto después de impuestos/fondos propios. Se utiliza para medir la rentabilidad de un proyecto, y permite hacer comparaciones estáticas de distintas negocios dentro de un mismo sector.

Considerando que el mercado inmobiliario está en expansión, que la demanda de bienes inmuebles, en este caso; las viviendas y locales comerciales, oficinas ha incrementado, y que el sector inmobiliario muestra una baja correlación con la mayoría de los sectores económicos, encontramos que Ecuador si cumple con las características de un mercado potencial para ofrecer REITs.

5.3 CARACTERÍSTICAS QUE DEBE TENER UN REIT PARA SU CREACIÓN

Según los casos citados en otros países, consideramos que los REITs deberían tener las siguientes características:

5.3.1 Activos a Invertir:

Los REITs son mecanismos de inversión seguros que, al tener un portafolio diversificado, permiten la optimización de los recursos provenientes de sus inversionistas, pues no enfocan el capital en un solo tipo de activo inmobiliario sino en varios, permitiendo además la realización de posibles inversiones en Ecuador. Para éste análisis, se espera que los REITs inviertan en una amplia gama de bienes raíces, se listarán los más comunes a invertir:

- Viviendas
- Edificios de apartamentos residenciales
- Condominios
- Oficinas
- Centros comerciales.
- Apartamentos
- Hoteles
- Almacenes o instalaciones de fabricación
- Fincas
- Bodegas

¿EN QUÉ ACTIVO CONVENDRÍA INVERTIR?

Guiándonos por los bienes inmuebles que generan mayor rentabilidad, se ha considerado que los más atractivos a la hora de invertir son: Viviendas, departamentos, locales comerciales, bodegas y oficinas.

5.3.2 Régimen impositivo

LEGISLACIÓN ECUATORIANA.

Como nos dice el Art. 9 de *la Ley de Régimen tributario interno, sobre Exenciones*.- *"Para fines de la determinación y liquidación del impuesto a la renta, están exonerados exclusivamente los siguientes ingresos: ... 15. Las ganancias de capital, utilidades, beneficios o rendimientos distribuidos por los fondos de inversión, fondos de cesantía y fideicomisos mercantiles a sus beneficiarios, siempre y cuando estos fondos de inversión y fideicomisos mercantiles hubieren cumplido con sus obligaciones como sujetos pasivos satisfaciendo el impuesto a la renta que corresponda;"*

Sin embargo, tomando como referencia a los países que ya han implementado REITs a nivel mundial, consideramos que Ecuador debería adoptar el régimen impositivo de Estados Unidos Francia, Reino Unido, Holanda, entre otros, que se caracterizan por encontrarse exentos de tributación. Esta tributación no significa que las rentas obtenidas por los mismos no tributen, puesto que se impone la obligación de distribuir los beneficios del REIT regularmente a sus inversores, tributando las rentas normalmente en manos de estos. Es decir, el régimen fiscal de los REIT guarda cierta similitud con la "transparencia fiscal", y es una forma de evitar la doble imposición.

Caso contrario se dio en España en el 2009 (año de creación), en donde, por ejemplo, cuando una persona invertía en esta sociedad sometida a régimen general, la sociedad tributaba por sus beneficios a un tipo del 30% y la persona tributaba a el 21%, 25% o 27% sobre los dividendos percibidos, de forma que esas rentas soportaban una tributación global de hasta el 49%. Esto, junto con la crisis económica que invadió España en ese año, llevo a las SOCIMI al fracaso. Ahora, en el 2013 debido al nuevo régimen tributario, con reformas introducidas en la reciente Ley de Medidas Tributarias, se adoptó la tributación a tipo cero con carácter general, estimando un rotundo éxito.

5.3.3 Nivel de Endeudamiento

No existe un porcentaje fijo para el nivel de endeudamiento, con respecto a esto, la ley nos dice: *"Los pasivos exigibles que mantenga un fondo administrado, serán de aquéllos que autorice la Superintendencia de Compañías, en razón de los compromisos adquiridos con proveedores de servicios a cargo del fondo, los propios de las operaciones con los valores en que éste invierte y las obligaciones por remuneraciones de su administradora. La cuantía y tipo de pasivos exigibles que pueda asumir un fondo colectivo constarán en su reglamento interno".*⁵

Un gran nivel de endeudamiento simplemente hace referencia a colocar a los activos en una posición de generar altas recompensas si el negocio se torna favorable y si es capaz de soportar las dificultades si el negocio empeora. No hay un nivel específico, al que la deuda pueda tomarse adecuada o buena pues todo depende de la estabilidad futura esperada de los flujos de ingresos de los REITs, sin embargo podemos denotar tres normas o consejos sobre la deuda:

1. Si la deuda excede el 50% expone al REIT a sorpresas negativas,
2. Un nivel de menos de 25% es considerado como una deuda conservadora, y
3. Si la competencia es intensa por causa de la construcción, un endeudamiento superior al 35% se considera peligroso.

Para este estudio se ha tomado un nivel de endeudamiento del 30% debido a las recomendaciones anteriormente mencionadas, ya que deseamos mantenernos en un nivel de endeudamiento conservador, y así poder reaccionar a condiciones futuras que puedan tornarse desfavorables.

⁵ ART. 92.- SOBRE RETRICCIONES Y GRAVÁMENES (LEY DE MERCADO DE VALORES ECUADOR)

CAPÍTULO 6. CONSTRUCCIÓN DE UN REIT

Como se ha mencionado antes, el modelo de REIT que se está analizando se basa en un REIT de capital. A partir de la información recopilada, referente al mercado inmobiliario de la ciudad de Guayaquil, se obtuvieron datos sobre metros cuadrados, costo del inmueble por metro cuadrado, construcción por metro cuadrado, zona, alquiler por metro cuadrado, estado del inmueble, y años de depreciación de los bienes inmuebles (Ver Anexo B, Tabla 12).

Entre los bienes inmuebles que se han elegido para hacer el estudio están: Viviendas, departamentos, locales comerciales, oficinas y, bodegas. Estos tipos de inmuebles se eligieron en base a la información sobre el peso que tiene sobre su cantidad demandada, su ubicación por zonas o ciudadelas y, entre otros factores, la calidad de dichos inmuebles y su atractivo para los consumidores.

La primera parte del modelo se centra en la información de los inmuebles elegidos. Cabe resaltar que las propiedades están en calidad de nuevas y usadas. En las propiedades usadas se incluirá un costo adicional por reparación o remodelación del inmueble dependiendo de su estado. Se los ha ubicado a los tipos de inmuebles por categorías A (Ver Anexo C, Tabla 13) y B (Ver Anexo C, Tabla 14), para indicar que son bienes nuevos y usados, respectivamente.

6.1 PROCESO DE CONSTRUCCIÓN

6.1.1 INMUEBLES ELEGIDOS: Valorización por sector

Guayaquil, es la ciudad más poblada y más grande de la República del Ecuador. Su urbana se alinea entre las ciudades más grandes de América Latina. Es, además, un importante centro de comercio con influencia a nivel regional, de finanzas, político, cultural, y de entretenimiento.

Con estos antecedentes, se ha tomado a Guayaquil como la ciudad idónea para implementar un REIT.

Tomando en cuenta la diferencia que existe entre los sectores de la ciudad, a continuación se realizará un breve análisis de la ubicación geográfica de los distintos tipos de bienes inmuebles que se proyecta adquirir. Este análisis clasifica a las zonas de acuerdo a los centros básicos que se requiere tener cerca de los mismos.

Tabla 2: Casa y Departamentos

SECTOR	DISPONIBILIDAD DE LOCALES COMERCIALES	DISPONIBILIDAD DE UNIDADES DE ATENCION MEDICA	DISPONIBILIDAD DE CENTROS EDUCATIVOS	DISPONIBILIDAD DE BANCOS	DISPONIBILIDAD DE CENTROS RECREATIVOS
URDESA	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio	Muy satisfactorio	satisfactorio
CENTENARIO	Muy satisfactorio	Poco satisfactorio	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio
KENNEDY	Muy satisfactorio	Muy satisfactorio	satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio
GARZOTA	Muy satisfactorio	Satisfactorio	satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio
ALBORADA	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio	Muy satisfactorio	Muy satisfactorio
PTO SANTANA	Muy satisfactorio	Poco satisfactorio	satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio
ENTRE RÍOS	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio	Muy satisfactorio	Muy satisfactorio
CEIBOS	Muy satisfactorio	Poco satisfactorio	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio

Fuente: Elaborado por los Autores.

Tabla 3: Oficinas, Bodegas y Locales Comerciales

SECTOR	DISPONIBILIDAD DE RESTAURANTES	DISPONIBILIDAD DE PARQUEOS	DISPONIBILIDAD DE BANCOS
CENTRO DE LA URBE	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio
URDESA	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Muy satisfactorio
KENNEDY NORTE	Muy satisfactorio	Satisfactorio	Satisfactorio
CDLA. ADACE	Satisfactorio	Muy satisfactorio	Poco satisfactorio
VIA A DAULE	Satisfactorio	Satisfactorio	Poco satisfactorio

Fuente: Elaborado por los Autores.

6.1.2 INVERSIÓN DEL PROYECTO

La inversión de este proyecto se concentrará al inicio de la actividad (comprar inmuebles para luego alquilarlos). No se considerarán inversiones durante la operación, ya que no se reemplazarán los inmuebles durante los 10 años del proyecto.

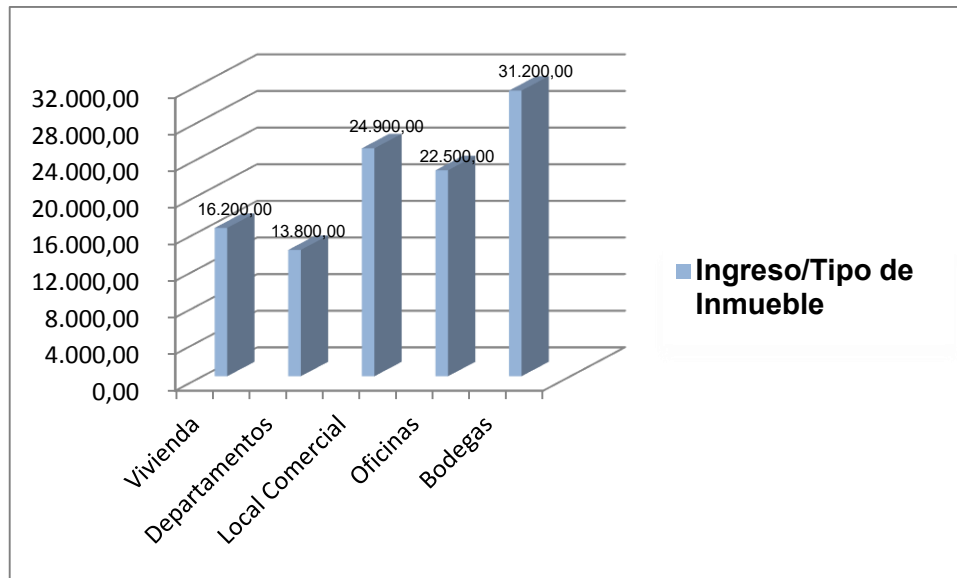
La inversión de \$ 2.133.700,00 representa el costo total de los inmuebles adquiridos, es importante recalcar que este costo incluye solo los inmuebles seleccionados para el proyecto, en este caso, los que reportan mayor rentabilidad e ingresos al Fondo de Inversión, (Ver tabla 4).

Tabla 4: Ingreso/Rentabilidad de Inmuebles elegidos

Tipo de Inmueble	Ingresos anuales \$USD	Rentabilidad Anual
Vivienda	14400	14,30%
	18000	13,25%
Departamentos	21600	14,33%
	6000	14,04%
Local Comercial	7800	7,40%
	42000	8,38%
Oficinas	9000	9,89%
	36000	10,48%
Bodegas	26400	7,12%
	36000	9,71%

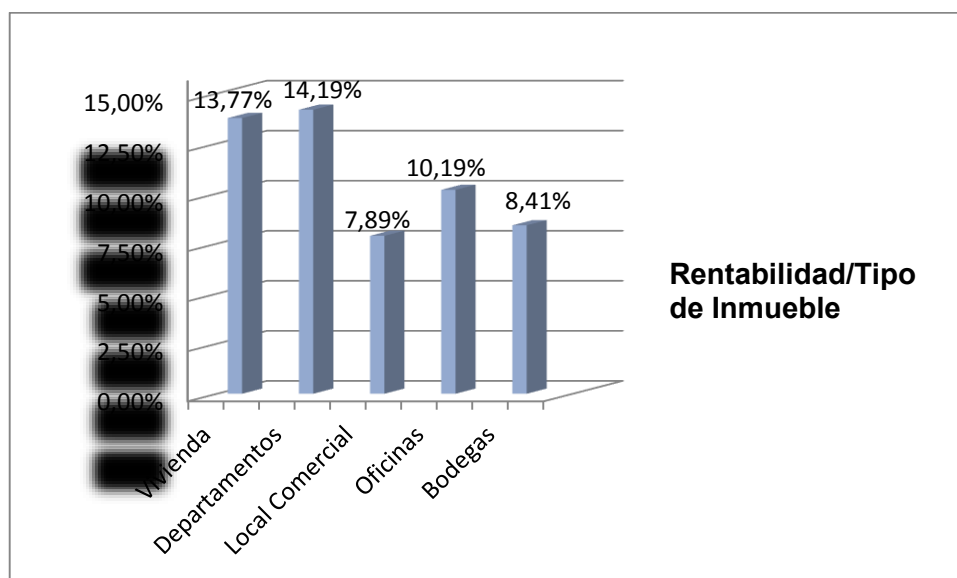
Fuente: Elaborado por los Autores.

Ilustración 5: Ingreso (\$USD) por tipo de Inmueble



Fuente: Información primaria
Elaborado por los Autores.

Ilustración 6: Rentabilidad por tipo de Inmueble



Fuente: Información Primaria
Elaborado por los Autores.

Para la adquisición de los inmuebles se realizará un préstamo bancario por un valor del 30% de la inversión anual, es decir un préstamo de \$640.110,00. La tasa de interés que cobra el banco por el préstamo es de 11%.

Se ha asumido que los inmuebles se deprecian en línea recta a 10 años. La tabla de amortización del préstamo bancario a 10 años, y el desglose de la depreciación se muestra a continuación en las siguientes tablas:

Tabla 5: Amortización

TABLA DE AMORTIZACION DEL PRÉSTAMO (USD\$)				
AÑO	CUOTA	INTERES	AMORTIZACIÓN	PRESTAMO
0				640.110
1	108.691,59	70.412,10	38.279,49	601.830,51
2	108.691,59	66.201,36	42.490,24	559.340,27
3	108.691,59	61.527,43	47.164,16	512.176,11
4	108.691,59	56.339,37	52.352,22	459.823,89
5	108.691,59	50.580,63	58.110,96	401.712,93
6	108.691,59	44.188,42	64.503,17	337.210
7	108.691,59	37.093,07	71.598,52	265.611,24
8	108.691,59	29.217,24	79.474,35	186.136,89
9	108.691,59	20.475,06	88.216,53	97.920,35
10	108.691,59	10.771,24	97.920,35	0,00

Fuente: Elaborado por los Autores.

Tabla 6: Depreciación

Depreciación Anual	
Costo Total de Inmuebles	\$ 2.133.700,00
Años de vida útil	20
	\$ 106.685,00

Fuente: Elaborado por los Autores.

6.1.3 Periodo de Vacancia.

En este siguiente paso se hace referencia a los periodos de vacancia en meses, los cuales tendrán lugar en los primeros meses de haber adquirido el inmueble. El periodo de vacancia indica el tiempo, en meses, en que le inmueble no está en uso, por lo general los primeros meses; es decir del primer al cuarto mes, y una vez cumplidos los tres años o 36 meses, esta variable se repetirá periódicamente durante el transcurso de los 10 años, ya que se ha considerado que se harán contratos cada tres años, lo que indica que los periodos de vacancia se repiten en tres ocasiones haciendo posible denominar estos periodos como inicial, intermedio y final.

Estos periodos de vacancia pueden variar de acuerdo a cada tipo de inmueble, pueden tomar el valor de cero (0) y cuatro (4) meses. En la siguiente tabla, se muestra los meses de vacancia de los inmuebles. Es importante recalcar que en cada uno de estos periodos el inmueble no reporta ingresos.

Tabla 7: Periodo de Vacancia

Inmueble	Periodo inicial	Periodo Intermedio	Periodo Final
<i>Vivienda 1</i>	2	1	0
<i>vivienda 2</i>	3	2	2
<i>Departamento 1</i>	2	1	0
<i>Departamento 2</i>	3	2	2
<i>Local Comercial 1</i>	0	0	2
<i>Local Comercial 2</i>	1	2	2
<i>Oficina 1</i>	0	0	1
<i>Oficina 2</i>	1	2	0
<i>Bodega 1</i>	2	3	0
<i>Bodega 2</i>	0	3	1

Fuente: Elaborado por los Autores.

Para efectos prácticos se ha realizado un modelo desarrollado en Excel, estableciendo un plazo de 10 años debido a que este es el tiempo dentro del cual estimamos la recuperación del capital invertido. Además el tipo de construcción de los inmuebles seleccionados nos permite asegurar una vida útil sin necesidad de grandes remodelaciones dentro de este periodo.

Finalmente, tomamos en cuenta la plusvalía que pueden ganar los inmuebles debido a las zonas residenciales en que se encuentran ubicados.

6.1.4 Valorización y Venta del inmueble

Como siguiente dato de entrada tenemos; el valor de venta de los inmuebles del REIT, la cual se hará en el último periodo, es decir en el año 10. Los alquileres y el valor de venta de todos los inmuebles fueron ajustados anualmente al 6,34%, de esta manera si el inmueble aumenta su valor, lo ideal es que, en estos inmuebles seleccionados, se pueda cobrar un alquiler que vaya a la par. Esta tasa de crecimiento fue estimada a partir de la evolución de los precios promedio de inmuebles.

El cálculo de la valorización para la venta de todos los inmuebles se ha hecho de la siguiente forma; $(1 + 6,34\%)^{10}$ lo que da un resultado de 185%, este porcentaje indica el valor del inmueble en el período 10, es un valor aproximado pero, puede variar con el tiempo debido a muchos factores tales como; desarrollos en infraestructura, desarrollo del sector, construcciones adicionales que podrían incrementar su valor.

Por lo antes mencionado, se ha establecido un porcentaje de valorización que puede estar en el siguiente rango 180% y 190%.

En la siguiente tabla se muestran los datos de la valorización del los inmuebles en el período 10 con sus respectivos porcentajes y valor en pesos al que el inmueble se venderá.

Tabla 8: Valorización

<i>Inflación</i>		3,22%	<i>Total</i>
<i>Valorización</i>		6,34%	185%

<i>Inmuebles</i>	<i>Costo</i>	<i>Valorización</i>	<i>Venta del Inmueble (USD\$)</i>
<i>Vivienda 1</i>	100000	185%	185.000,00
<i>vivienda 2</i>	120000	185%	222.000,00
<i>Departamento 1</i>	150000	185%	277.368,93
<i>Departamento 2</i>	42000	185%	77.663,30
<i>Local Comercial 1</i>	71700	185%	132.582,35
<i>Local Comercial 2</i>	500000	185%	924.563,12
<i>Oficina 1</i>	90000	185%	166.421,36
<i>Oficina 2</i>	320000	185%	591.720,39
<i>Bodega 1</i>	370000	185%	684.176,71
<i>Bodega 2</i>	370000	185%	370.000,00

***Ingreso por venta de los Inmuebles* \$3.631.496,17**

Fuente: Elaborado por los Autores.

6.1.5 Costos de Remodelación.

A partir del año siete se incurre en un costo de remodelación que asciende a \$52.200,00. Para este análisis se han hecho cálculos sobre el costo total que incurriría el fondo de inversión, así como los de remodelación parcial, tal como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla 9: Costos de Remodelación

COSTOS DE REMODELACIÓN DE INMUEBLES NUEVOS

Remodelación Total del Inmueble		Remodelación Parcial (por partes interiores)	
Número de años del Inmueble	Costo de Remodelación (USD\$)	Número de años del Inmueble	Costo de Remodelación (USD\$)
5	5800	5	2000
6	6960	6	2400
7	8120	7	2800
8	9280	8	3200
9	10440	9	3600
10	11600	10	4000

Total: 52200

COSTOS DE REMODELACIÓN DE INMUEBLES USADOS

Remodelación Total del Inmueble		Remodelación Parcial (por partes interiores)	
Número de años del Inmueble	Costo de Remodelación (USD\$)	Número de años del Inmueble	Costo de Remodelación (USD\$)
5	6100	5	2300
6	7320	6	2760
7	8540	7	3220
8	9760	8	3680
9	10980	9	4140
10	12200	10	4600

Fuente: Elaborado por los Autores.

6.1.6 Tasa de Descuento.

Para poder calcular el valor presente del flujo de los REITs se requiere estimar la Tasa de Descuento. Para ello se utilizará el modelo de fijación de precios de activos de capital CAPM (Capital Assets Pricing Model), ver *Forsyth (1964)*

$$E(R_i) = R_f + \beta^L(\text{primaporriesgo}) + \text{Riesgopais} \quad (6.1)$$

Este modelo se ajustará por el riesgo país del Ecuador, dado que los datos tomados para el cálculo del CAPM son referenciales a Estados Unidos.

El CAPM requiere como insumo la medida de riesgo sistemático beta (β). Para obtener el beta de los REITs, se parte del beta referencial del sector:

SECTOR	BETA U
Real Estate Investment Trust	0,72

Para ajustar el beta referencial a las características de la empresa, nivel de endeudamiento, se utilizó la siguiente expresión:

$$\beta^L = \left(1 + (1 + t) \left(\frac{D}{E}\right)\right) \quad (6.2)$$

Dónde: t es el nivel de impuesto que paga el fondo de Inversión, pero dado que los REITs no pagan impuestos, la ecuación se reduce a:

$$\beta^L = \beta^u(1 + D/E) \quad (6.3)$$

Donde D/E es el nivel de apalancamiento máximo, para hacer este análisis se ha recomendado un apalancamiento del 30% que es un nivel de endeudamiento conservador. Haciendo los respectivos cálculos se obtuvo el beta ajustado en la siguiente expresión:

$$\beta^L = 0,72(1 + 30\%)$$

$$\beta^L = 0,94$$

A continuación se presentan los datos macroeconómicos para el respectivo análisis de la tasa de descuento:

Tabla 10: Datos Macroeconómicos del Ecuador

Beta (Ajustado)	0,94	Cálculos del autor
Rf	2.47%	YahooFinance
Prima por riesgo	4.20%	Estimación de Damodaran: promedio geométrico 1928-2012
Riesgo País	6.65%	Fuente: Banco Central del Ecuador

Fuente: Elaborado por los Autores.

$$E(R_i) = R_f + \beta^L(\text{prima por riesgo}) + \text{Riesgo país}$$

$$E(R_i) = 2,47\% + 0,94(4,20\%) + 6,65\%$$

$$E(R_i) = 13,07\%$$

6.2 FLUJO DE CAJA PROYECTADO

Con la finalidad de medir la rentabilidad de los recursos propios invertidos, se ha elaborado un flujo de caja proyectado a 10 años. Para efectos de estudio, el comportamiento del REIT estará basado en la propiedad de inmuebles tales como; 2 viviendas, que tendrán un 10,31 % de participación en el portafolio, 2 departamentos, con una participación de 9%, 2 locales comerciales, con una participación de 26,79%, oficinas con un 19,22% de participación, y por último, bodegas con un 34,68% de participación en el portafolio.

Tabla 11: Participación en el portafolio de Inversión

Inmuebles	Costo (USD\$)	Participación en el portafolio
Viviendas	220000	10,31%
Departamentos	192000	9,00%
Local Comercial	571700	26,79%
Oficinas	410000	19,22%
Bodegas	740000	34,68%
Total:	2133700	100%

Fuente: Información Primaria.

Elaborado por los Autores.

Se ha estimado un egreso anual equivalente al 2% de los ingresos por gastos varios, tales como; gastos en el periodo de vacancia (no ocupación del inmueble).

Por otro lado, se incurren en gastos de administración los cuales aumentarán al 5% anual, por efectos de aumentos salariales esperados. Es importante mencionar que ante un aumento de la cantidad de inmuebles, la cantidad de personal no necesariamente aumentará en la misma proporción, dado que hay economías de escala en la administración, como ocurre en el mercado Fiduciario en donde se pueden administrar varios Fideicomisos simultáneamente que tienen un mismo esquema de operación.

Los gastos en publicidad son \$8000,00 y \$7500,00 para el primer año, y para los siguientes años, respectivamente.

Los impuestos prediales para todos los inmuebles elegidos también aumentarán en la misma tasa a la crece el arriendo anual, es decir en un 6,34%.

Los ingresos obtenidos tanto de las ventas de los inmuebles, como del alquiler están exentos de impuestos. El Servicio de Rentas Internas del Ecuador exonera el pago de impuestos a los ingresos provenientes de las actividades de los fondos de inversión “Ley de Régimen Tributario Interno. Art 9 Exenciones” Como se ha dicho anteriormente, la propuesta para el fondo de inversión no pagará impuestos.

Luego de construir el flujo de caja, se procede a calcular el valor actual de los flujos futuros proyectados a partir del primer periodo de operación.

Tal como se muestra en el Anexo D, el Flujo de Caja Proyectado muestra un Valor Actual Neto positivo de \$ 135.070,36

Este valor es la ganancia que obtiene el fondo de inversión inmobiliario después de haber recuperado la inversión inicial con una tasa del 13,07% (CAPM) y una TIR del 14,27%.

Una vez identificado los costos, gastos e ingresos se procede a hacer el flujo de caja el cual se detalla a continuación:

Tabla 12: Estructura del Flujo de Caja

Ingresos:

Ingreso por Arriendo

Ingreso por venta del Inmueble

(-) Gastos Operativos:

Costos Prediales

Costos de Publicidad

Depreciación

Gatos Administrativos

(=) Ingreso Operativo Neto

(-) Gastos en Mejora del Inmueble

(-) Gastos Varios

(=) Flujo de Caja Antes de Interés

(-) Interés

(-) Amortización de la deuda

(+) Depreciación

(+) Préstamo

(-) Inversión Inicial

(+) Recuperación del Capital de Trabajo

(=) Flujo de Caja después de Interés

Fuente: Elaborado por los Autores.

6.3 PERIODO DE RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN (Payback)

Para medir el tiempo en el cual se recupera la inversión inicial de los inmuebles, se ha utilizado el criterio de “Payback”. En el cual los flujos de caja se suman al desembolso inicial. Debido a la elevada inversión al inicio de la actividad, en el último año (2023) los flujos de caja superan a la inversión, este es el periodo en el cual se recupera la inversión inicial:

Tabla 13: Periodo de Recuperación de la Inversión

Período de Recuperación de la Inversión (Payback) USD\$

PERIODO (AÑO)	FLUJO DE CAJA TOTAL ANUAL	FLUJO DE CAJA ACUMULADO
0	-1.493.590,00	-1.493.590,00
1	76.366,41	-1.417.223,59
2	89.359,55	-1.327.864,05
3	102.657,41	-1.225.206,63
4	116.811,66	-1.108.394,98
5	115.649,24	-992.745,74
6	130.655,79	-862.089,95
7	77.172,28	-784.917,67
8	145.280,42	-639.637,25
9	143.863,17	-495.774,09
10	3.719.591,06	3.223.816,97

Periodo en el cual se recupera la Inversión Inicial

Fuente: Elaborado por los Autores.

6.4 SENSIBILIZACIÓN DE LOS REITs.

La siguiente tabla muestra la sensibilización del REIT a dos variables claves en su factibilidad:

1. La escala del Fondo, es decir; la cantidad de inmuebles de similares características a los seleccionados en el caso base (escala =1).
2. La tasa de revalorización de los inmuebles.

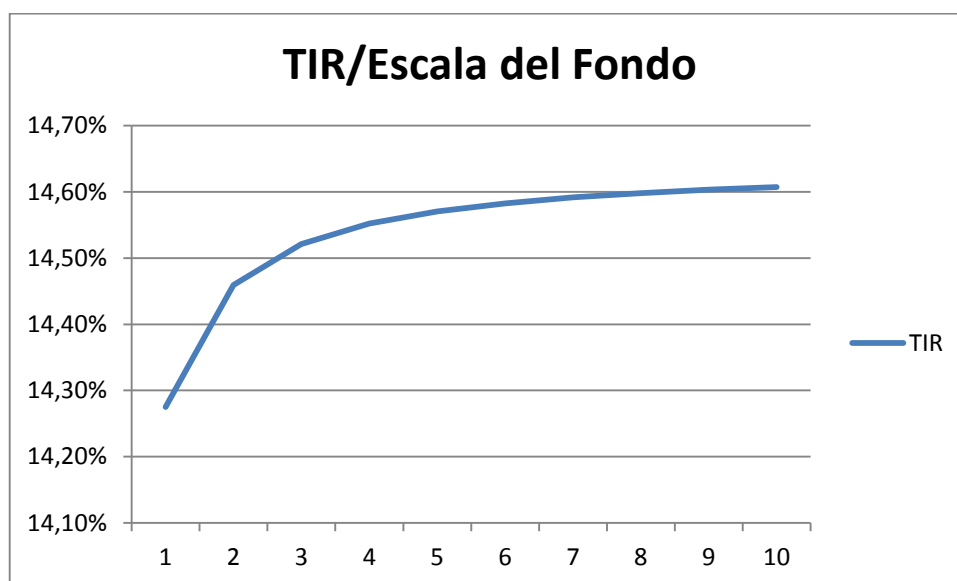
Tabla 14: Sensibilización de los REITs.

<i>TIR</i>	<i>Sensibilización</i>					
14,27%	4%	5%	6%	6,34%	7%	8%
1	13,54%	13,85%	14,17%	14,27%	14,49%	14,82%
2	13,72%	14,03%	14,35%	14,46%	14,67%	15,01%
3	13,78%	14,09%	14,41%	14,52%	14,74%	15,07%
4	13,81%	14,12%	14,44%	14,55%	14,77%	15,10%
5	13,83%	14,14%	14,46%	14,57%	14,79%	15,12%
6	13,84%	14,16%	14,47%	14,58%	14,80%	15,13%
7	13,85%	14,16%	14,48%	14,59%	14,81%	15,14%
8	13,86%	14,17%	14,49%	14,60%	14,81%	15,14%
9	13,87%	14,18%	14,49%	14,60%	14,82%	15,15%
10	13,87%	14,18%	14,50%	14,61%	14,82%	15,15%

Fuente: Información Primaria.

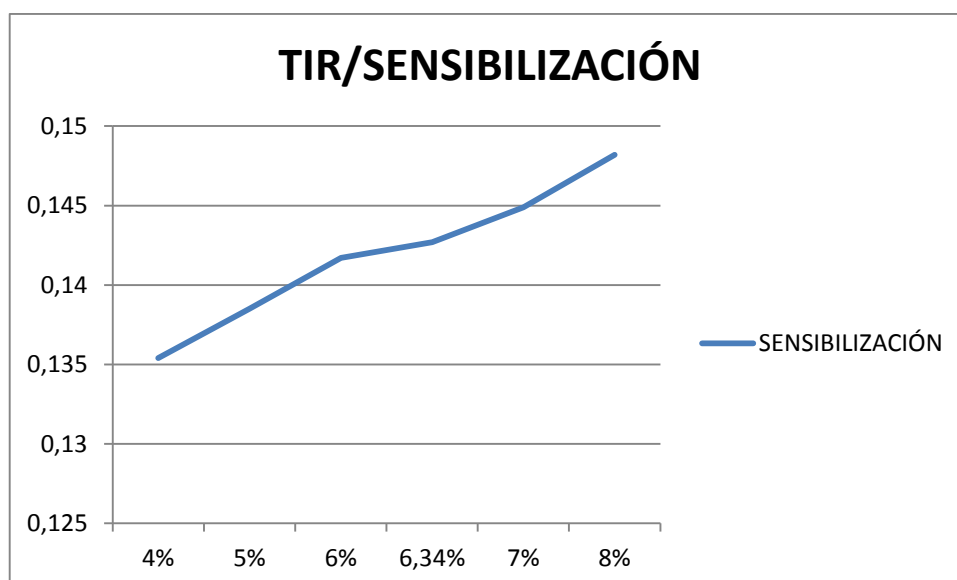
Elaborado por los Autores.

Como se detalla en la tabla, si se triplica el tamaño, la TIR pasaría de 14,27% a 14,52%. De igual manera, si se reduce la tasa de revalorización al 4%, la TIR bajaría a 13,54%. La tabla muestra qué tanto la escala del Fondo afecta positivamente su rentabilidad, lo que implica que se pueden aprovechar economías de escala. Por otro lado, como era de esperarse, el aumento en la revalorización impacta positivamente su rentabilidad.

Ilustración 7: Escala del Fondo

Fuente: Información Primaria

Elaborado por los Autores.

Ilustración 8: Sensibilización

Fuente: Información Primaria

Elaborado por los Autores.

CAPÍTULO 7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

7.1 CONCLUSIONES

- De acuerdo a los factores de éxito y fracaso a nivel mundial, se puede aseverar que el momento propicio para el lanzamiento de un REIT es cuando el ciclo económico de un país se encuentra en expansión.
- Al disfrutar los REITs de ventajas fiscales y tener una política de dividendos de al menos el 90%, el inversionista encuentra mayor atractivo al momento de invertir.
- Al no existir causalidad entre REITs y burbujas inmobiliarias, no se verá afectado el precio de los bienes inmuebles a corto plazo.
- El crecimiento de la economía sumado al crecimiento de los créditos hipotecarios, ha permitido el desarrollo del mercado inmobiliario.
- Guayaquil, considerada como la capital económica de Ecuador, caracterizada por su alto nivel de actividad comercial, resulta muy atractiva en la inversión de locales comerciales, oficinas y bodegas; además, al ser la ciudad más poblada, ha tenido un incremento sostenido en construcción de viviendas y departamentos.
- Dado que el sector inmobiliario muestra una baja correlación con respecto a los demás sectores que aportan de manera significativa al PIB ecuatoriano, se considera que la implementación de un REIT reduce el riesgo del portafolio de inversión.
- Se puede concluir que estas rentabilidades observadas son buenas, considerando que los Fondos de Inversión bancarios rinden alrededor del 6 a 7% en promedio. Claro está, que este tipo de inversión (REIT) tiene una estructura de menor liquidez que un Fondo de Inversión tradicional, ya que requiere que los montos se mantengan invertidos por mayor cantidad de tiempo.

7.2 RECOMENDACIONES

1. Si bien, en esta proyección se ha previsto la venta de los inmuebles en el año 10, siempre que exista la opción de venderlo antes, dependiendo de la valoración en el mercado. Es decir, en la medida que el precio supere la expectativa de flujos futuros, se podrá realizar lo que se denominan "ventas de oportunidad" lo que finalmente redundará en mayor rentabilidad para el Fondo y permite hacer desembolsos por retiros anticipados de algunos de los partícipes.
2. Antes de la implementación de los REITs es necesario tener información en cuanto al ciclo económico en el cual se encuentra el país para poder pronosticar la futura acogida por parte de los inversionistas.
3. Invertir en un REIT es una muy buena opción para diversificar el riesgo de un portafolio de inversión, dada la baja correlación que existe entre el sector inmobiliario y otros sectores atractivos para la inversión.
4. Para la compra de bienes inmuebles hay que tomar en cuenta la antigüedad de los mismos, puesto que mientras más antiguo es el bien, representará mayor gasto en remodelaciones y reparaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- Block, Ralph. (1997). *The Essential Reit. A Guide to Profitable Investing in Real Estate Investment Trust*, pág. 145.
- López, C. (2013). *Teoría de Cartera*. Obtenido de Datos Financieros: www.marcelodelfino.net
- Macías, W., Solórzano, G., & Villacox. (2011). *¿Existe una burbuja de precios en el Mercado Inmobiliario ecuatoriano?* Guayaquil.
- Moral Hazard and the Financial Crises. (14 de Enero de 2009). *Burbuja Inmobiliaria*. Recuperado el 23 de julio de 2013, de www.gerencie.com
- Neffa, G. (17 de Julio de 2013). *Sala de Inversión*. Recuperado el 23 de Julio de 2013, de www.saladeinversion.com
- Sharpe, F. (1964). *Capital Assets Pricing Model*.
- Sociedad Calificadora de Riesgo. (2007). *Prospecto de Colocación: Programa de Emisión y Colocación del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias*. Bogotá.
- Viñuales Sanabria, L. (2010). *REITs a nivel mundial*. Barcelona, España.
- Viñuales, L. (2010). *Reit de nueva generación: Estudio comparado*. Recuperado el Julio de 2013
- Viñuales, L. M. (2010). *Reits a nivel mundial*. Barcelona.
- Viñuales, Luis . (2010). *(Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios)*. Barcelona.
- Diario El Universo . (12 de Marzo de 2013). Inversiones Inmobiliarias "BIESS". *Cuestionamiento en Inversiones Inmobiliarias*, pág. 3.
- Ecuador-Times. (20 de Mayo de 2013). Obtenido de www.ecuadortimes.net
- El confidencial. (2013). *Sector Inmobiliario de Estados Unidos*. Obtenido de www.elconfidencial.com
- Financial News. (19 de Marzo de 2013). *Regulacion de Reits Hipotecarios*. Recuperado el Agosto de 2013, de www.efinancialnews.com
- Gestion Corporativa*. (s.f.). Recuperado el 2010, de www.deceval.com.co
- Gestion Corporativa*. (s.f.). Recuperado el 2010, de www.deceval.com.co
- www.investinreits.com. (29 de Febrero de 2008). Recuperado el 17 de Junio de 2013, de www.investinreits.com: www.investinreits.com/learn/reitstory.pdf

Wikipedia. (18 de Junio de 2013). Recuperado el 27 de Junio de 2013, de Wikipedia:
<http://es.wikipedia.org/wiki/REIT>

Wikipedia. (13 de Junio de 2013). Recuperado el 27 de Junio de 2013, de Wikipedia:
www.wikipedia.org/wiki/Inmueble

ANEXOS

Anexo A: Preguntas frecuentes:

1. ¿Cómo invertir en un REIT?

Las personas pueden invertir en un REIT mediante la compra de acciones a través de un corredor de valores. Se puede contratar a un agente, asesor de inversiones o un planificador financiero para ayudar a analizar sus necesidades de Inversión financiera.

Inversionistas bien informados pueden contactar a un REIT directamente para solicitar una copia de su informe anual, el folleto y otra información financiera. Los inversores menos experimentados pueden encontrar información en los sitios web financieros o REITs de investigación en las bibliotecas locales.

Al igual que con otros valores que cotizan en bolsa, los inversores pueden comprar acciones comunes, acciones preferentes o títulos de deuda. También se puede diversificar su cartera mediante la compra de acciones de los REIT en fondos de inversión o fondos cotizados.

2. ¿Qué efectos tendrá a ubicación del inmueble al momento de colocar los fondos?

Según los expertos: ubicación. Hay que tener cuidado con la zonificación del sector donde se quiere comprar porque el día de mañana pueden construir un edificio frente al inmueble que se ha adquirido y podrían arruinar la vista. Las probabilidades de que esto pase son cada vez más bajas, pero no se puede predecir lo que pasará de aquí a 20 años.

3. ¿Qué es lo relevante para un inversionista al momento de invertir en bienes raíces?

Hay que tener cuidado de varias cosas.

- a) Se debe buscar un sector que tenga verdadera demanda de vivienda primaria, por que al haber verdadera demanda de vivienda primaria, muy probablemente habrá verdadera demanda de vivienda secundaria y la inversión estará segura.
- b) Es importante en qué sectores están las casas donde se quiere comprar el inmueble.
- c) El estado del inmueble al momento de invertir en él, puesto que si es un mueble usado, probablemente en el futuro habrá mayor costo asociado a reparación y remodelación.

Anexo B: Análisis de Activos a Invertir:

Tabla 15: Análisis de Activos a Invertir

Zona	ESTADO	Antigüedad	Metros cuadrados de construcción	Metro cuadrado de terreno	Costo por metro cuadrado de construcción \$USA	Costo por metro cuadrado de terreno	Costo del Inmueble \$US	Gasto predial por m2 \$USD	Costos de Remodelación	Alquiler por metro cuadrado	Alquiler Total \$USA	Ingreso Anual	RENTABILIDAD
VIVIENDAS													
Barrio Centenario	Bueno	8	145	177	827,59	677,97	120000	180	2000	3,95	700	8400	5,18%
Urdesa	Muy Bueno	3	380	420	631,58	571,43	240000	108		4,05	1700	20400	8,46%
Urdesa	Muy Bueno	3	192	297	520,83	336,7	100000	102		4,04	1200	14400	14,30%
Urdesa	Muy Bueno	4	315	400	507,94	400,00	160000	102		4,00	1600	19200	11,94%
Ceibos	Bueno	5	238	273	504,20	439,56	120000	102	2000	5,49	1500	18000	13,25%
Urdesa	Muy Bueno	5	300	350	500,00	428,57	150000	108		4,00	1400	16800	11,13%
Ciudad Celeste	Muy Bueno	2	150	182	860,00	708,79	129000	230		4,67	850	10200	7,73%
Entre Ríos	Muy Bueno	2	429	512	769,23	644,53	330000	260		6,35	3250	39000	11,74%
Kennedy	Bueno	5	195	235	1102,56	914,89	215000	240	2000	4,04	950	11400	4,26%
Urdesa	Muy Bueno	3	179	235	921,79	702,13	165000	132		4,04	950	11400	6,83%
DEPARTAMENTOS													
Urdesa	Muy bueno	3	220	-	581,82	-	128000	102		2,41	1400	16800	13,05%
Urdesa	Muy bueno	3	168	-	625	-	105000	108		1,76	1100	13200	12,47%
Urdesa	Muy bueno	3	280	-	535,71	-	150000	102		3,36	1800	21600	14,33%
Urdesa	Muy bueno	3	243	-	884,77	-	215000	240		1,75	1550	18600	8,54%
Urdesa	Muy bueno	3	236	-	550,85	-	130000	102		2,72	1500	18000	13,77%
Kennedy norte	Bueno	4	150	-	2000	-	300000	480	3800	0,80	1600	19200	4,97%
Garzota	Muy bueno	2	68	-	617,65	-	42000	102		0,81	500	6000	14,04%
Terraza del Paraíso	Muy bueno	2	126	-	738,1	-	93000	120		0,75	550	6600	6,97%
Puerto Santana	Bueno	4	70	-	2208,86	-	154620	490	3800	0,38	850	10200	3,82%
Portón de las Lomas	Muy bueno	2	135	-	740,37	-	100000	240		1,49	1100	13200	12,96%
LOCAL COMERCIAL													
Alborada	Bueno	3	42	-	1707,14	-	71700	96	2400	0,38	650	7800	7,40%
Av. Las Aguas	Muy bueno	3	455	-	1098,9	-	500000	96		3,19	3500	42000	8,38%
Urdesa	Muy bueno	2	760	-	657,89	-	500000	72		4,26	2800	33600	6,71%
OFICINAS													
Centro Comercial Colón	Muy bueno	2	56	-	1607,14	-	90000	96		0,47	750	9000	9,89%
City Plaza	Muy bueno	2	36	-	1944,44	-	70000	360		0,23	450	5400	7,20%
Zona Bancaria	Muy bueno	2	106	-	1792,45	-	190000	84		0,73	1300	15600	8,17%
Kennedy Norte	Bueno	3	380	-	842,11	-	320000	72	2400	3,56	3000	36000	10,48%
BODEGAS													
Vía Daile	muy bueno	1	873	-	2061,86	-	1800000	72		2,18	4500	54000	3,00%
Vía Daile	Bueno	10	5000	-	300,00	-	1500000	65	4000	13,33	4000	48000	2,93%
Vía Daile	Muy bueno	A estrenar	400	-	925,00	-	370000	65		2,38	2200	26400	7,12%
Cdla Adace	Bueno	10	2300	-	630,43	-	1450000	68	1500	5,55	3500	42000	2,79%
Vía Daile	Bueno	6	600	-	850,00	-	510000	65	1200	3,29	2800	33600	6,34%
Vía Daile	Bueno	10	2555	-	371,82	-	950000	65	2500	9,41	3500	42000	4,15%
Vía Daile	Muy bueno	A estrenar	480	-	770,83	-	370000	65		3,89	3000	36000	9,71%
Vía Daile	Bueno	10	1500	-	350,00	-	525000	65	1500	9,14	3200	38400	7,02%

Anexo B: Tipos de Inmuebles por categoría

Tabla 16: Inmuebles por Categoría "A"

CATEGORÍA "A"

INMUEBLE	ZONA	COSTO TOTAL \$USD
VIVIENDAS	<i>Barrio Centenario</i>	<i>120000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>240000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>160000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>150000</i>
	<i>Cuidad Celeste</i>	<i>129000</i>
	<i>Entre Ríos</i>	<i>330000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>165000</i>
DEPARTAMENTOS	<i>Urdesa</i>	<i>128000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>105000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>150000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>215000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>130000</i>
	<i>Terraza del Paraíso</i>	<i>93000</i>
	<i>Puerto Santana</i>	<i>154620</i>
LOCAL COMERCIAL	<i>Av. Las Aguas</i>	<i>500000</i>
	<i>Urdesa</i>	<i>500000</i>
OFICINAS	<i>Centro Comercial Colón</i>	<i>90000</i>
	<i>City Plaza</i>	<i>70000</i>
	<i>Zona Bancaria</i>	<i>190000</i>
	<i>Kennedy Norte</i>	<i>320000</i>

Fuente: Elaborado por los Autores.

Tabla 17: Inmuebles por Categoría "B"

CATEGORÍA "B"		
INMUEBLE	ZONA	COSTO TOTAL \$USD
VIVIENDAS	<i>Urdesa</i>	<i>100000</i>
	<i>Ceibos</i>	<i>120000</i>
	<i>Kennedy</i>	<i>215000</i>
	<i>Kennedy norte</i>	<i>300000</i>
	<i>Garzota</i>	<i>42000</i>
LOCAL COMERCIAL	<i>Alborada</i>	<i>71700</i>

Fuente: Elaborado por los Autores.

Anexo C: Flujo de Caja Proyectado

Tabla 18: Flujo de Caja Proyectado

	Años										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos		\$ 217.200,00	\$ 230.970,48	\$ 245.614,01	\$ 261.185,94	\$ 261.185,94	\$ 277.745,12	\$ 277.745,12	\$ 295.354,17	\$ 295.354,17	\$ 3.945.575,79
Arriendos de Inmuebles		217.200,00	230.970,48	245.614,01	261.185,94	261.185,94	277.745,12	277.745,12	295.354,17	295.354,17	314.079,62
Venta de Inmuebles											3.631.496,17
(-) Costo Prediales		898,00	954,93	1.015,48	1.079,86	1.148,32	1.221,12	1.298,54	1.380,87	1.468,42	1.561,52
Gasto anual en publicidad		8.000,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00	7.500,00
(-) Depreciación (activos Fijos)		106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00
Gastos Administrativos		18.900,00	19.845,00	20.837,25	21.879,11	22.973,07	24.121,72	25.327,81	26.594,20	27.923,91	29.320,10
(=) Ingreso Operativo Neto		82.717,00	95.985,55	109.576,28	124.041,97	122.879,55	138.217,28	136.933,77	153.194,10	151.776,84	3.800.509,17
(-) Gastos Varios		4.344,00	4.619,41	4.912,28	5.223,72	5.223,72	5.554,90	5.554,90	5.907,08	5.907,08	78.911,52
(-) Gasto en mejora del inmueble								52.200,00			
Flujo de Caja Antes de Interés		78.373,00	91.366,14	104.664,00	118.818,25	117.655,83	132.662,38	79.178,87	147.287,01	145.869,76	3.721.597,65
(-) Interés		70.412,10	66.201,36	61.527,43	56.339,37	50.580,63	44.188,42	37.093,07	29.217,24	20.475,06	10.771,24
(-) Amortización		38.279,49	42.490,24	47.164,16	52.352,22	58.110,96	64.503,17	71.598,52	79.474,35	88.216,53	97.920,35
(+) Depreciación (activos fijos)		106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00	106.685,00
Préstamo	\$ 640.110,00										
Inversión Inicial	2.133.700,00										
Recuperación del Capital de trabajo											
Flujo de Caja Después de Interés	-\$ 1.493.590,00	\$ 76.366,41	\$ 89.359,55	\$ 102.657,41	\$ 116.811,66	\$ 115.649,24	\$ 130.655,79	\$ 77.172,28	\$ 145.280,42	\$ 143.863,17	\$ 3.719.591,06

VAN (13,07%)	\$ 135.070,36
TIR	14,27%

Fuente: Elaborado por los Autores.