



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

Oficio No. COFEME/14/1119

Asunto: Dictamen Final sobre el anteproyecto denominado "Resolución que modifica las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

México, D. F., a 13 de mayo de 2014



DR. MIGUEL MESSMACHER LINARTAS
Subsecretario de Ingresos
Secretaría de Hacienda y Crédito Público
Presente

Me refiero al anteproyecto denominado **Resolución que modifica las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores**, así como a su respectivo formulario de manifestación de impacto regulatorio (MIR), ambos instrumentos remitidos la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y recibidos en la Comisión Federal de Mejora Regulatoria (COFEMER) a través del portal de la MIR¹, el 9 mayo de 2013. Ello, en contestación al Dictamen Total (No Final) emitido por este Órgano Desconcentrado mediante oficio COFEME/14/0924, de fecha 16 de mayo de 2014. El anteproyecto en comento, acompañado de su respectiva MIR había sido remitido previamente por la SHCP y recibido en la COFEMER los días 3 de abril y 7 de mayo de 2014.

En virtud de lo anterior, se efectuó el proceso de revisión previsto en el Título Tercero A de la Ley Federal de Procedimiento Administrativo (LFPA), por lo que, en apego a los artículos 69-E, fracción II, 69-H y 69-J de esa Ley, este órgano desconcentrado tiene a bien expedir el siguiente:

Dictamen Final

I. Consideraciones generales.

De acuerdo a Mishkin², un sistema financiero cumple la función esencial de canalizar los recursos ociosos a aquellas personas o empresas que tienen oportunidades de inversión productiva. En este sentido, el sistema financiero desempeña un papel importante en el funcionamiento y desarrollo de la economía y está integrado por diferentes intermediarios y mercados financieros, mediante los cuales se conduce el ahorro hacia usos más productivos.

¹ www.cofemermir.gob.mx

² Mishkin, F. S. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Papers, n° 8087.

2



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

Los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS) como parte del sistema financiero son vehículos para el financiamiento de bienes raíces que ofrecen pagos periódicos (rentas) y a la vez tiene la posibilidad de tener ganancias de capital (plusvalía)³, al mismo tiempo que ofrecen una alternativa de financiamiento para los desarrolladores inmobiliarios. Estos instrumentos en México deben invertir al menos el 70% de los activos en bienes raíces destinados al arrendamiento; asimismo, la propiedad construida o adquirida debe tener como fin el arrendamiento y no deben de ser vendida al menos cuatro años después de su adquisición o término de construcción; también, deben realizar distribuciones a los tenedores de Certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios (CBFIs) por lo menos una vez al año, las cuales deben ser al menos del 95% del resultado fiscal⁴.

Por ello, las FIBRAS contribuyen a promover la inversión inmobiliaria doméstica y extranjera en el país y permiten cerrar la brecha competitiva que existe entre México y otras economías emergentes con instrumentos similares.

En Estados Unidos de América existen instrumentos similares conocidos como los Real Estate Investment Trusts (REIT) que operan desde 1960 y han logrado tener gran aceptación en el mercado; sin embargo, para México dichos instrumentos son relativamente nuevos toda vez que fue hasta el 31 de diciembre de 2003 que la autoridad financiera publicó en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley de Impuestos sobre la Renta, en donde se planteó un estímulo fiscal para los fideicomisos cuya única actividad fuera la construcción o adquisición de inmuebles destinados a su enajenación o la concesión de uso o goce temporal de los mismos, así como la adquisición del derecho para percibir ingresos por otorgar dicho uso o goce.

Empero, dicho estímulo fue considerado insuficiente por la autoridad ya que era limitado, además de que se presentaron diversos problemas de interpretación respecto a la figura de las FIBRAS, por lo que no resultaron atractivos para los inversionistas. Para poder atender la autoridad dicha situación, el 29 de diciembre de 2005, publicó en el DOF el Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley de Impuestos sobre la Renta, en donde buscó ampliar la regulación fomentando el desarrollo del mercado inmobiliario; sin embargo, fue hasta el año 2011 cuando FIBRA Uno realizó la primera colocación de CBFIs en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), siendo el primer vehículo de financiamiento de este, con características similares a las de los REIT en América Latina.

No obstante lo anterior, la autoridad ha detectado que las emisoras de estos instrumentos han asumido créditos, préstamos o financiamientos con cargo al patrimonio del fideicomiso que pudieran no resultar adecuados para el cumplimiento de los pagos correspondientes y, además, observó que la información no se revela de manera conveniente y oportuna tanto a los tenedores como al mercado de valores.

³http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_repositorio/_vtp/BMV/20d3_folleteria/_rid/223/_mto/3/FOLLETO_CO_MPLETO_21.pdf

⁴ <http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/fibras>



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

Por ello, la SHCP propone la emisión del presente anteproyecto, a fin establecer límites máximos de endeudamiento, requisitos de liquidez de largo plazo, consecuencias por incumplir dichos requisitos y reglas para evitar algunos conflictos de interés entre los administradores.

En tal virtud, la COFEMER considera positiva la expedición de la presente propuesta regulatoria considerando propicia un marco jurídico sólido y robusto congruente con el principio de revelación de información contenido en la LMV.

Por tales motivos y, conforme a la información presentada por la SHCP, se aprecia que los beneficios promovidos por la regulación cumplen con los objetivos de mejora regulatoria, en términos de transparencia en la elaboración y aplicación de las regulaciones y que éstas generen beneficios sociales superiores a los costos para los particulares.

II. Objetivos regulatorios y problemática.

La SHCP indicó que el objetivo de la regulación propuesta consiste en modificar las Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores (Disposiciones), a fin de robustecer el marco regulatorio al que se encuentra sujetas las emisoras de CBFIs que asuman créditos, préstamos o financiamientos con cargo al patrimonio del fideicomiso.

En ese sentido, la presente propuesta regulatoria para la emisión de CBFIs señala las siguientes condiciones:

- Un límite máximo de endeudamiento y un índice de cobertura de servicio de la deuda, así como las consecuencias a su incumplimiento (presentación por parte del administrador del patrimonio del fideicomiso de un plan correctivo al comité técnico, así como la prohibición de asumir créditos, préstamos o financiamientos adicionales).
- Revelar información periódica, relevante o anual en relación con tales créditos, préstamos o financiamientos.
- Establece las reglas para la prevención de conflictos de interés, tanto en las decisiones del comité técnico u órgano equivalente, como en la asamblea general de tenedores.
- Señalar la metodología para que las emisoras calculen el límite de endeudamiento y el requerimiento de liquidez de largo plazo.
- Ajustar el texto de los anexos H Bis 1, H Bis 2, N Bis 2, W y W Bis para hacerlos consistentes con las modificaciones antes señaladas.
- Adicionar un anexo AA que señala la metodología de cálculo del nivel de endeudamiento y del índice de cobertura de servicio de la deuda.



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

Lo anterior, en razón de la problemática señalada por la SHCP respecto a que ha detectado que las emisoras de estos instrumentos han asumido créditos, préstamos o financiamientos con cargo al patrimonio del fideicomiso que pudieran no resultar adecuados para el cumplimiento de los pagos correspondientes; por lo que resulta necesario establecer un límite de endeudamiento, así como el requerimiento de liquidez de largo plazo, a fin de evitar que estas emisoras se apalancen de manera inadecuada, poniendo en peligro los intereses de sus tenedores y al mercado de valores en su conjunto.

Además, la Dependencia señaló que ha observado que dichas emisoras no han revelado de manera oportuna su información tanto a los tenedores de estos certificados como al mercado de valores, por lo que resulta importante informar tales hechos a efecto de que los interesados cuenten con mayores elementos para sus inversiones.

En tal virtud, esta Comisión considera que la SHCP justificó la problemática de la que surge la necesidad de emitir la regulación propuesta y que esta tiene objetivos que son acordes con los principios de mejora regulatoria plasmados en el Título Tercero A de la LFPA.

III. Alternativas a la regulación.

La SHCP señaló que la propuesta regulatoria es la mejor opción para atender la problemática existente, toda vez que las Disposiciones son el cuerpo normativo que contiene las normas aplicables a las emisoras en general, por lo que los cambios en la regulación deben hacerse mediante una resolución modificatoria; a fin de contar con un marco regulatorio sólido y congruente con el principio de revelación de información logrando una mayor certeza jurídica tanto a los emisores de CBFIs, como a sus tenedores y al mercado de valores en su conjunto. No obstante lo anterior, la SHCP valoró la implementación de las siguientes alternativas regulatorias y no regulatorias para atender la problemática:

- A. Esquemas de autorregulación.-** La Secretaría señaló que no consideró viable la emisión de esquemas de autorregulación, ya que este tipo de régimen no permitiría la estandarización de las normas aplicables a las emisoras.
- B. No emitir regulación.-** La SHCP indicó que no es factible no emitir regulación alguna, en razón de que las normas que se contienen en el anteproyecto son de carácter dinámico y van evolucionando conforme lo requiere el sistema financiero, por lo que resulta necesario actualizarlas en función del dinamismo del mercado bursátil.
- C. Esquemas voluntarios.-** Esa Secretaría señaló que no es óptima esta alternativa, toda vez que de aplicarse este esquema existirían dos normas aplicables generando incertidumbre jurídica.
- D. Incentivos económicos.-** La Dependencia no consideró esta opción viable, en razón de la expedición de un instrumento jurídico distinto a las Disposiciones daría lugar a incertidumbre jurídica en cuanto a la aplicación de la regulación correspondiente.

2



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

E. Otro tipo de regulación.- La SHCP señaló que no consideró factibles otras alternativas, ya que el marco regulatorio secundario aplicable a las emisoras ya se encuentra previsto en las Disposiciones, por lo tanto su actualización necesariamente debe llevarse a través de las mismas.

Al respecto, la COFEMER estima que esa Dependencia efectivamente analizó distintas alternativas de política pública que pueden atender a la problemática y objetivos antes descritos; sin embargo, y a fin de evaluar todas las alternativas existentes, esta Comisión en el citado Dictamen Total (No Final), consideró importante que la SHCP analizara otras prácticas nacionales e internacionales con el fin de que eligiera la opción que generara una mejor relación beneficio-costos y el máximo beneficio para la sociedad; a manera de ejemplo, se mencionó que podrían indicar si valoraron la regulación aplicable a los REIT que son instrumentos similares a los CBFIs.

En respuesta, la autoridad señaló que con la presente versión de la propuesta regulatoria se evaluó la regulación internacional específicamente el caso de los REIT; derivado de lo anterior, observó que para dichos instrumentos se realiza un cálculo de servicio de la deuda. Por ello, en el anteproyecto propuesto incorporó el índice de servicio de cobertura de la deuda, a fin de medir la capacidad de la emisora para cubrir sus obligaciones derivadas de la asunción de créditos, préstamos o financiamientos.

Asimismo, la SHCP manifestó que dicho índice es utilizado por distintas instituciones calificadoras de valores respecto de los REITs. Por ello, la autoridad consideró que el índice de cobertura del servicio de la deuda que se incorpora en el anteproyecto, es la mejor alternativa para medir la capacidad de los CBFIs de cumplir con sus obligaciones de pago derivados de los préstamos, créditos o financiamientos; además, de que la revelación de esta información es útil para el mercado en general y los inversionistas.

En virtud de lo anterior, la COFEMER observa que la Secretaría efectivamente analizó las distintas alternativas de política pública que pueden atender a la problemática y objetivos antes descritos, con lo que se garantiza la emisión de regulaciones que generen el máximo beneficio social, en concordancia con el mandato conferido a esta Comisión por el Título Tercero A de la LFPA.

IV. Impacto de la regulación.

A propósito del análisis costo-beneficio del anteproyecto de mérito, la Secretaría señaló en la MIR que la propuesta regulatoria generará diversos efectos favorables para las emisoras de CBFIs que asuman créditos, préstamos o financiamientos con cargo al patrimonio del fideicomiso; para los tenedores de dichos certificados y para el mercado en general, por lo siguiente:



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

➤ Tenedores de CBFIs.

Toda vez que tendrán la seguridad de que la emisora deberá cumplir un índice de liquidez, lo que generará mayor confianza con respecto al apalancamiento de los CBFIs.

Asimismo, podrán tomar mejores decisiones de inversión al contar con información relacionada con eventos relevantes.

Aunado lo anterior, con el establecimiento de reglas para prevenir conflictos de interés en la toma de decisiones del comité técnico u órgano equivalente, así como en la asamblea general de tenedores, se pretende que se alcancen resoluciones o acuerdos en el interés general de todos los tenedores de los certificados y no sólo de unos cuantos.

➤ Emisoras de CBFIs que asuman créditos, préstamos o financiamientos con cargo al patrimonio del fideicomiso.

Con la relevación de información relacionada con la asunción de pasivos para reflejar el límite máximo de endeudamiento y requerimiento de liquidez, así como la capacidad de la emisora para seguir operando con dichos niveles, se verán beneficiadas las emisoras ya podrán dar seguimiento adecuado, puntual y oportuno a los límites de endeudamiento y de requerimiento de liquidez y se procurará mantener un equilibrio entre los activos y pasivos. De esa forma, las emisoras mantendrán las mejores prácticas en materia de relevación de información.

➤ Al mercado en general.

En razón de que se procurará tener un marco jurídico sólido, robusto y que genere certeza jurídica, en congruencia con el principio de revelación de información contenido en la LMV que podrá tener como consecuencia un mercado de valores más profundo, transparente y eficiente.

Por su parte, la COFEMER considera benéfica la aplicación del anteproyecto, toda vez que establece un marco regulatorio sólido para que estos instrumentos sigan funcionando en un marco de legalidad y transparencia.

En relación a los costos, la SHCP manifestó en la MIR que se generarán para emisoras por los siguientes conceptos:

- Por la entrega de información para la inscripción de sus valores.
- Por la elaboración de un informe en caso de incumplir el índice de liquidez establecido en la regulación, así como su plan correctivo.
- Por la elaboración y presentación de información relacionada con:



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

- Los niveles de endeudamiento que mantengan y el índice de liquidez de largo plazo;
 - Las características de los créditos, préstamos o financiamientos relevantes asumidos, los intereses y la existencia, en su caso, de garantías o características relevantes, y
 - Los estados financieros proforma de la emisora.
- Por la obligación de divulgar como evento relevante cuando éstas excedan por cualquier causa el nivel de endeudamiento y el requerimiento de liquidez a largo plazo, así como incumplimiento en el plan correctivo.
- Por establecer las reglas para la prevención de conflictos de interés, tanto en las decisiones del comité técnico u órgano equivalente, como en la asamblea general de tenedores de dichos títulos.
- Por implementar que un comité o subcomité tenga la facultad de vigilar el establecimiento de mecanismos y controles que permitan verificar que la contratación o asunción de créditos, préstamos o financiamiento con cargo al patrimonio del fideicomiso se apegue a lo previsto en la normativa aplicable y a las Disposiciones.

Por otra parte, en el citado Dictamen Total (No Final), la COFEMER consideró importante que la autoridad dimensionara el impacto que generará a las emisoras la implementación de un requerimiento de liquidez, y se proporcione un estimado de la probable pérdida de rendimientos que estas pudiesen incurrir por la obligación de mantener activos líquidos.

En este sentido, esta Comisión observa que se elimina del anteproyecto la implementación de un requerimiento de liquidez y, en su lugar incorporará un índice de cobertura de servicio de la deuda; con lo anterior, se pretende establecer una estimación utilizada en el mercado mundial entendido por las agencias calificadoras, inversionistas y analistas, para que de esta forma la regulación se encuentre con la mecánica operativa de los títulos fiduciarios.

Cabe señalar que el anteproyecto propuesto en comparación con la versión recibida el 3 de abril de 2014 presenta algunos cambios derivados de los comentarios de los particulares señalados en la sección V. *Consulta Pública* de este oficio. Dichos cambios de manera enunciativa más no limitativa se señalan a continuación en:

- Se precisó que la propuesta regulatoria únicamente será aplicable a aquellos títulos fiduciarios cuando en los documentos de la oferta se establezca la obligación de distribuir el 95% de las utilidades.
- Para la remoción o sustitución del administrador del patrimonio del fideicomiso se señaló que el requerimiento del voto del 66% de los tenedores de los CBFIs en circulación para la remoción o sustitución del administrador del patrimonio del fideicomiso representará un máximo dejando a la libre voluntad de la emisora pactar otro menor.



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

- Para los casos en que la asamblea general de tenedores deberá reunirse para aprobar la adquisición o enajenación de activos, bienes o derechos, de adiciona que dicha adquisición o enajenación deberá tener un valor igual o mayor al 5% del patrimonio del fideicomiso; asimismo, se elimina que en caso de que los recursos de la emisión se destinen a realizar la inversión en los bienes o derechos a que se refiere el artículo 63 Bis 1, fracción II de la Ley del Mercado de Valores, la aprobación de la asamblea deberá obtenerse para adquisiciones o enajenaciones de activos, bienes o derechos con valor de hasta el 19.99 % del patrimonio del fideicomiso, y contar con el voto favorable de la mayoría de los miembros independientes del comité técnico u órgano equivalente.
- Se establece un porcentaje máximo para permitir que la emisora pacte cualquier porcentaje de tenencia de títulos fiduciarios.
- Se sustituyen el requerimiento de liquidez por el índice de cobertura por el servicio de la deuda.

Cabe destacar que el requerimiento de liquidez previsto en la versión anterior del anteproyecto no podía ser menor a 1 y se calculada de la siguiente forma.

$$\text{Requerimiento de liquidez de largo plazo} = \frac{\text{Financiamiento estable disponible}}{\text{Activos no líquidos}}$$

$$\text{Financiamiento estable disponible} = \sum_{i=1}^n [(\text{Factor de Ponderación}_i)(\text{Monto de Financiamiento}_i)] + (\text{Monto de los Certificados Bursátiles Fiduciarios Inmobiliarios en Circulación a valor contable} * 1.00)$$

Donde:

<i>I</i>	<i>Factor de Ponderación</i>	<i>Monto de Financiamiento</i>
1	1.10	• Monto de Financiamientos cuyo vencimiento remanente sea mayor a 20 años.
2	1	• Monto de Financiamientos cuyo vencimiento remanente sea mayor a 10 años y menor o igual a 20 años.
3	0.85	• Monto de Financiamientos cuyo vencimiento remanente sea mayor a cinco años y menor o igual a 10 años.
4	0.75	• Monto de Financiamientos cuyo vencimiento remanente sea mayor a tres años y menor o igual a cinco años.
5	0.65	• Monto de Financiamientos cuyo vencimiento remanente sea mayor a un año y menor o igual a tres años.
<i>I</i>	<i>Factor de Ponderación</i>	<i>Monto de Financiamiento</i>
6	0.35	• Monto de Financiamientos cuyo vencimiento remanente sea mayor a seis meses y menor o igual a un año.
7	0	• Cualquier otro Monto de Financiamientos distinto a los señalados anteriormente.



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

Monto de Financiamientos: El monto correspondiente a cada amortización de capital de acuerdo a las fechas de vencimiento pactadas en cada uno de los Financiamientos y la Deuda Bursátil definidos en el numeral 1 anterior.

Por otra parte, el índice de cobertura de servicio de la deuda se estima de la siguiente manera:

$$ICD_t = \frac{AL_t + \sum_{t=1}^8 UO_t + LR_t}{\sum_{t=1}^8 I_t + \sum_{t=1}^8 P_t + \sum_{t=1}^8 K_t + \sum_{t=1}^8 D_t}$$

Donde:

ICDt = Índice de cobertura de servicio de la deuda al cierre del trimestre t.

ALt = Activos líquidos al cierre del trimestre t, incluyendo efectivo e inversiones en valores y el Impuesto al Valor Agregado (IVA) por recuperar en el trimestre estimado de recuperación t, pero no efectivo restringido.

UOt = Utilidad Operativa estimada después del pago de dividendos para el trimestre t.

LRt = Líneas de Crédito Revolventes vigentes, irrevocables y no dispuestas en el trimestre t.

It = Amortizaciones estimadas de intereses derivadas de financiamientos para el trimestre t.

Pt = Amortizaciones programadas de principal de financiamientos para el trimestre t.

Kt = Gastos de capital recurrentes estimados para el trimestre t.

Dt = Gastos de desarrollo no discrecionales estimados para el trimestre t.

Dichos cambios permitirán que se realice una estimación más exacta y acorde con la mecánica operativa de estos títulos fiduciarios, permitiendo mantener sus rendimientos.

Por tales motivos y, conforme a la información presentada por la SHCP, se aprecia que los beneficios aportados por la regulación cumplen con los objetivos de mejora regulatoria, en términos de transparencia en la elaboración y aplicación de las regulaciones y que éstas generen mayores beneficios que costos de cumplimiento para los particulares.

V. Trámites.

No se omite señalar que, en términos de lo dispuesto por el artículo 69-N de la LFPA, la SHCP deberá proporcionar a esta Comisión, dentro de los 10 días hábiles siguientes a que entre en vigor el anteproyecto en comento, la información prevista en el artículo 69-M de ese ordenamiento legal, respecto de los trámites que se crean y modifican en atención a la pregunta 6 de la MIR en comento.



Comisión Federal de Mejora Regulatoria
Coordinación General de Mejora Regulatoria Sectorial

VI. Consulta Pública.

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 69-K de la LFPA, este Órgano desconcentrado hizo público el anteproyecto de mérito a través de su portal electrónico desde el día en que lo recibió. Al respecto, la COFEMER recibió los días 11 y 14 de abril de 2014 diversos comentarios por parte de los particulares, los cuales se adjuntaron al citado Dictamen Total (No Final) a efecto de que la SHCP los valorara y, en su caso, efectuara las modificaciones al anteproyecto o comunicara las razones por las cuales no considera pertinente efectuarlas.

Sobre el particular, esta Comisión observa que la SHCP dio contestación a los comentarios referidos mediante la MIR de fecha 9 de mayo de 2014 y, derivado de los mismos, realizó algunos cambios al anteproyecto que se describieron en el inciso IV. *Impacto de la Regulación* de este oficio.

Por todo lo expresado con antelación, la COFEMER resuelve emitir le presente Dictamen Final, que surte los efectos respecto a lo previsto por el artículo 69-L, segundo párrafo de la LFPA, por lo que la SHCP puede continuar con las formalidades necesarias para la publicación del referido anteproyecto en el DOF.

Lo anterior se notifica con fundamento en los preceptos jurídicos mencionados, así como en los artículos 7, fracción I, 9, fracción XI y último párrafo, y 10, fracción VI del Reglamento Interior de la Comisión Federal de Mejora Regulatoria, así como Primero, fracción I del Acuerdo por el que se delegan facultades del Titular de la Comisión Federal de Mejora Regulatoria a los servidores públicos que se indican, publicado en el DOF el 26 de julio de 2010.

Sin otro particular, aprovecho la ocasión para enviarle un cordial saludo.

Atentamente
El Coordinador General

JULIO CÉSAR ROCHA LÓPEZ

ALUB/IAVV