



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO  
PROGRAMA DE MAESTRÍA Y DOCTORADO EN INGENIERIA  
INGENIERÍA CIVIL - CONSTRUCCIÓN

LOS CKD'S COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA EL DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA  
INMOBILIARIA

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:  
MAESTRO EN INGENIERÍA

P R E S E N T A:  
CLAUDIA GABRIELA DELGADO ÁVILA

T U T O R  
M.I. MARCO TULIO MENDOZA ROSAS  
FACULTAD DE INGENIERÍA

MÉXICO, CDMX OCTUBRE 2016



## AGRADECIMIENTOS

A mi Alma Mater porque desde mis inicios de preparatoria y hasta la fecha me brindó la oportunidad de formar parte de su comunidad y me permitió adquirir y fortalecer mis conocimientos para formarme como profesionalista.

A mi director de tesis M.I. Marco Tulio Mendoza Rosas por servirme de guía, por brindarme su apoyo, su trabajo, dirección y revisión de este trabajo de investigación y sobre todo por la confianza que ha tenido en mí.

A los académicos del Programa de Construcción por la transmisión de sus enseñanzas que me permitieron fortalecer todos mis conocimientos.

A los miembros de este jurado por sus comentarios los que permitieron enriquecer este trabajo de investigación.

Finalmente a todos mis compañeros de generación por los apoyos, momentos y experiencias compartidos.

## DEDICATORIAS

A mis padres porque juntos han logrado formar una bonita familia a la cual pertenezco.

A mi padre Joel Raymundo Delgado Sánchez porque fuiste un apoyo incondicional, por tu confianza, por tu amor y por ser un maravilloso padre, y aunque ya no estás con nosotros sé perfectamente que estarás feliz de este nuestro logro.

A mi madre Arcelia Ávila Aguilera por ser el pilar de la familia, por tus sacrificios, amor y la confianza que has tenido en mí para concluir con esta etapa.

A mi hijo porque eres la razón de mí ser, para quien vivo y para quién quiero ser un ejemplo a seguir.

A mis hermanos por ser parte de mi vida y su apoyo invaluable.

Al maestro y amigo Marco Tulio Mendoza Rosas por ser quién me impulso para dar este importante paso y me brindó todo el apoyo y confianza.

**A TODOS Y CADA UNO DE ELLOS CON TODO MI AMOR Y GRATITUD.**

# Índice

<b>Índice</b>	<b>iii</b>
<b>Introducción</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo 1. El Desarrollo de Infraestructura Inmobiliaria como Impulsor de la Competitividad de México</b>	<b>4</b>
1.1 Rezago Habitacional	4
1.1.1 Rezago Cuantitativo	5
1.1.2 Rezago Cualitativo	6
1.1.3 Rezago Habitacional y sus Componentes	8
1.1.4 Principales Resultados del Rezago Habitacional 2012-14	8
1.1.5 Características de los Hogares en Rezago Habitacional	9
1.1.6 Rezago Habitacional por Entidad Federativa	11
1.1.7 Nuevas Necesidades de Vivienda	14
1.2 Demanda Habitacional	17
1.2.1 Demanda de Vivienda por Componente	19
1.2.2 Demanda de Vivienda por Entidad Federativa	21
1.2.3 Demanda de Vivienda por Tipo de Crédito o Solución	22
1.2.4 Características de la Demanda de Vivienda	23
1.2.5 Estimación de la Demanda de Vivienda	24
1.2.6 Situación Actual del Mercado Vivienda	24
1.2.7 Indicadores Económicos	27
1.2.8 Nueva Demografía del Mercado de Vivienda	31
1.3 Oferta de Vivienda	36
1.3.2 Oferta de Vivienda con Inicios de Verificación	36
1.3.4 Oferta Registrada de Vivienda por Tipología	37
1.3.5 Oferta Registrada de Vivienda por Segmento de Valor	38
1.4 Competitividad	39
1.4.1 Entorno Macroeconómico Internacional y Nacional	39
1.4.2 La Vivienda Impulsa el Crecimiento Económico	40
1.4.3 La Vivienda es Vehículo para la Creación de Riqueza	40

1.4.4	La Actividad en la Industria de la Vivienda Tiene un Efecto Multiplicador	41
1.4.5	La Inversión en Viviendas Arrendables es una Fuente de Generación de Ingresos par a las Familias	42
1.4.7	Si se Planea la Ubicación de un Nuevo Desarrollo, se Promueve el Funcionamiento de los Sistemas Urbanos y de los Mercados Laborales	42
1.4.9	Organismos que Gestionan la Adquisición de Vivienda	44
<b>Capítulo 2. Opciones de Financiamiento</b>		<b>50</b>
2.1	Financiamiento de la Empresa Inmobiliaria	50
2.1.1	Crédito Puente	52
2.1.2	Bursatilización	55
2.1.2.1	Instrumento Bursátiles	56
2.1.2.2	Mercado de Capitales	56
2.1.3	Mercado de Capitales de Desarrollo	67
2.1.4	Mercado de Deuda	68
2.1.4.1	Gubernamental	69
2.1.4.2	Instrumentos de Deuda a Corto Plazo	70
2.1.4.3	Instrumento de Deuda a Mediano Plazo	70
2.1.4.4	Instrumento de Deuda a Largo Plazo	70
<b>Capítulo 3. Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) como Alternativa de Financiamiento para el Desarrollo de Infraestructura Inmobiliaria</b>		<b>72</b>
3.1	Origen de los CKD's	72
3.2.	Antecedentes en México	73
3.3	Certificados de Capital de Desarrollo	77
3.4	Características de los CKD's	78
3.5	Estructura de un CKD	82
3.6	Fiso o Fideicomiso	82
3.7	Partes del Fideicomiso	83
3.8	Operación del Fideicomiso Emisor	85
3.9	Regulación en Materia de Gobierno Corporativo y Obligaciones de Divulgación de Información Aplicables a las Emisiones de CKD's	87
3.10	Requisitos para la Oferta y Listado	88
3.11	Regulación en Materia de Divulgación de Información	90
3.12	Riesgos Asociados a los CKD's	91
3.13	Consideraciones Fiscales Recientes	93
3.14	Consideraciones de Gobierno Corporativo	95

<b>Capítulo 4. Estudio de Caso</b>	<b>98</b>
4.1 ¿Quiénes invierten en CKD's?	98
4.1.1 Las Afores	99
4.1.2 Las Siefores	101
4.1.3 Participación de las Siefores en CKD's	109
4.2 Caso de Éxito: Colocación de Certificados de Capital de Desarrollo	109
4.2.1 Prospecto de Inversión	111
4.2.2 Contenido del Prospecto CI3CK11	122
4.2.4 Resumen Ejecutivo	124
4.2.4 Estructura de la Emisión	128
4.2.5 Objetivo y Estrategia de las Inversiones	134
4.2.6 Políticas Generales de la Emisión:	135
4.2.7 Protección a los Intereses de los Tenedores	135
4.2.8 Plan de Negocios y Calendario de Inversiones	135
4.2.9 Factores de Riesgo del Prospecto	136
<b>Conclusiones</b>	<b>148</b>
<b>Mesografía</b>	<b>153</b>



# Introducción

---

Un nivel adecuado de desarrollo (riqueza y posicionamiento) de cualquier nación se manifiesta en una eficiente infraestructura en varios rubros: urbano, vivienda, carretero, industrial, turístico, educativo, de salud, aeroportuario, aduanero, agrícola, minero, jurídico, legislativo, científico, etc.

En este sentido, la vivienda representa el satisfactor base multiplicador del desarrollo, y la población, el activo más importante de cualquier país. Sin embargo, en México existe un injusto y peligroso rezago de varios millones de viviendas nuevas “enorme obra que permanece pendiente” por el recurrente déficit que se acumula cada año.

Las necesidades de vivienda de la población son un desafío permanente en toda sociedad. Y lo son porque el ritmo al que se multiplican los hogares y los requerimientos de conservación habitacional, no siempre corresponde a los recursos de inversión disponibles, al potencial productivo de la industria y a la capacidad de compra de las familias.

En el horizonte de 2005-2030, se estima que a los 24.8 millones de hogares existentes se agreguen alrededor de 16 millones que plantearán necesidades de vivienda, con lo que el número de hogares llegará a casi el doble de los registrados en el año 2000. Su ritmo promedio de incorporación oscilará por los 650 mil por año.

Esta demanda, propia de la dinámica demográfica, sumada a los hogares que en 2005 no contaban con vivienda independiente y a las reposiciones que requiere el parque habitacional, representará una necesidad aproximada de 6 millones de financiamientos.

La situación de tensión mundial que se vive hoy obliga al mundo empresarial a buscar fuentes y alternativas de financiamiento que sean cada día más eficientes, con el fin de anticiparse en el tiempo a muchas de las situaciones que puedan alterar en alguna medida el desenvolvimiento de las empresas.

Es de esta manera que tanto las empresas desarrolladoras de vivienda como el gobierno Federal y estatal tienen la consigna de buscar alternativas de financiamiento para hacer frente a la problemática de vivienda. Lo que se traduce en la necesidad de un aumento de inversión que no puede ser sostenido con los recursos actuales, por lo que surge la necesidad de nuevas formas de fondar proyectos.

Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) son títulos fiduciarios creados a partir de esta necesidad del gobierno y de los empresarios, de obtener recursos para proyectos de ambos sectores. Sumando a esto, también surgió la necesidad de mejorar la relación riesgo-rendimiento para los inversionistas institucionales como las Afores, de manera que se les permitirá invertir en proyectos de riesgo con la finalidad de obtener mejores rendimientos.

El producto de estas necesidades sumado al trabajo de varias instituciones y organizaciones interesadas, dieron como resultado los CKD's, estos son instrumentos bursátiles que canalizan recursos de diversos Inversionistas Institucionales como las Afores, para financiar proyectos a largo plazo como lo son los proyectos de infraestructura. Los rendimientos que generan los CKD's son altos, sin embargo, conlleva ciertos riesgos por lo que es necesario profundizar en sus características, ventajas y las desventajas para tener una mejor visión de sus alcances.

***Presentación del contenido de la tesis***

El trabajo que se presenta a continuación se desarrolla en cinco capítulos:

Capítulo 1: En este capítulo se hace análisis de la problemática de la vivienda en México, partiendo del rezago habitacional, la demanda que se presenta, la oferta que se tiene de vivienda y por último la competitividad entorno a la vivienda.

Capítulo 2: En este capítulo se podrá encontrar algunos de los mecanismos de financiamiento a los que las empresas dedicadas a los desarrollos inmobiliarios pueden acceder para llevar a cabo sus estrategias de operación, inversión y financiamiento de sus proyectos.

Capítulo 3: En este capítulo ya como una alternativa para financiar proyectos inmobiliarios se presentan de manera detallada información como características que hacen viables a los CKD's para tal fin.

Capítulo 4: Se expone en este capítulo un caso de éxito en el que se han invertido CKD's.

Capítulo 5: Se da a conocer las conclusiones a que se llegó una vez concluido el trabajo.

***Objetivo:***

Realizar un investigación detallada de la funcionalidad de los CKD's como instrumento bursátil para el financiamiento de proyectos de infraestructura inmobiliaria.

# Capítulo 1.

## El Desarrollo de Infraestructura Inmobiliaria como Impulsor de la Competitividad de México

---

### 1.1 Rezago Habitacional

El rezago o déficit habitacional, es la diferencia entre el número de viviendas adecuadas y el número de familias, de tal manera que cada hogar cuente con una vivienda adecuada.

Definen el rezago habitacional de los hogares:

1. Las características de ocupación de las viviendas (hacinamiento)
2. Los componentes y materiales utilizados en su edificación (materiales inadecuados).
3. El acceso a infraestructura social básica (agua, electricidad o drenaje).
  - a) El **hacinamiento** es la sobreocupación de una vivienda, que puede deberse a que existan hogares sin vivienda, o bien a que el índice de hacinamiento (relación entre el número de personas y cuartos habitables) recomendado por el Centro de Asentamientos Humanos de las Naciones Unidas, sea de 2.5 personas por cuarto.
  - b) Las **viviendas construidas con materiales inadecuados**. Son aquellas viviendas que por el material de sus pisos, paredes o techos tienen mayores probabilidades de requerir reparación, mejora o reposición. En principio, se considera que cualquier vivienda con piso de tierra presenta una carencia. En cuanto a materiales de paredes y techos, la Comisión Nacional de Vivienda (CONAVI) en el documento Indicadores de Carencias 2009 presenta lo que a juicio de los expertos se consideran materiales adecuados e inadecuados para construir una vivienda digna.

- c) Las **viviendas sin acceso a infraestructura social básica**. Son aquellas que no cuentan con alguno de los siguientes servicios: sanitario, agua potable, electricidad o drenaje.

El rezago habitacional se compone de dos dimensiones: la necesidad de viviendas nuevas (cuantitativo) y de viviendas que necesitan mejoramiento (cualitativo).

Es así como primero se calcula el número de hogares que no cuentan con una vivienda y por tanto es necesario construir, o bien la vivienda que ocupan no cumple con las características mínimas de habitabilidad y por tanto es necesario sustituir con una nueva. En un segundo momento, se calcula el número de hogares que a pesar de contar con una vivienda, ésta no cumple con todos los requerimientos y por tanto necesita mejoramiento, reparación, ampliación, etc., es decir, que esa misma vivienda necesita una intervención para considerarse adecuada.

### *1.1.1 Rezago Cuantitativo*

Un cambio introducido en el censo de 2010 es el concepto de “hogar censal” que a diferencia del concepto de “hogar” utilizado en los censos anteriores, se refiere al grupo de personas que ocupan una vivienda, sin importar que tengan arreglos económicos por separado. Por tanto, para el 2010 existen tantos “hogares censales” como el número de viviendas. A diferencia de los cálculos del rezago hechos a partir de censos anteriores, ahora no existen “hogares extra”, o al menos es más difícil distinguirlos de las “extensiones familiares”.

Las diferencias entre estos conceptos se mencionan brevemente. Un “hogar” se refiere al grupo de personas que viven en una vivienda y comparten un gasto, que en términos internacionales se le llama unidad de gasto (spending units); cuando existen dos o más unidades de gasto en una vivienda, se le llama “hogar extra” al segundo, tercero, etc. puesto que son claramente hogares distintos; las “extensiones familiares” comparten el mismo gasto pero son familias distintas a la nuclear, que por razones económicas principalmente, no se pueden independizar; finalmente, el “hogar censal” omite estas distinciones y agrupa a todas las personas que comparten una vivienda.

Debido a la falta de consenso en cómo abordar estos cambios, únicamente se calcula como rezago cuantitativo a aquellas viviendas que necesitan reemplazarse.

Entonces, el rezago cuantitativo o por vivienda nueva básicamente estima la reposición de la vivienda por el estado en el que se encuentra o porque no cumple con las condiciones mínimas para considerarse habitable. Dentro de esta categoría se encuentran las llamadas viviendas inadecuadas que abarcan cuartos de azotea, viviendas móviles, refugios y locales. Este indicador se obtuvo de los Tabulados básicos del Censo de Población y Vivienda 2010.

Otro componente del rezago por vivienda nueva la conforman las viviendas construidas con materiales no durables; se consideran materiales no durables cuando sus muros son de material de desecho, lámina de cartón, metálica, de asbesto, carrizo, bambú, palma, embarro o bajareque.

El último componente de rezago por vivienda nueva es la categoría de reposición de vivienda por término de vida útil. Se considera que la vivienda necesita reposición cuando ha sobrepasado los 50 años de edad. Este dato no fue captado por el Censo de Población y Vivienda 2010. La edad de las viviendas se capta en el proyecto de la ENIGH (Encuesta Nacional de Ingreso Gasto de los Hogares).

En suma, el rezago cuantitativo se compone de las viviendas inadecuadas, más las construidas con materiales no durables en paredes, más las que han superado su vida útil.

### ***1.1.2 Rezago Cualitativo***

El que las familias cuenten con una vivienda exclusiva no es suficiente, puesto que el derecho que estipula la legislación es a una vivienda adecuada, lo cual significa que debe cumplir con funciones no sólo de resguardo, sino de habitabilidad expresada en espacios suficientes para el desarrollo de las actividades cotidianas y la garantía de protección y seguridad, recordando el antecedente a la vivienda adecuada, que es el de un techo digno. El rezago cualitativo o por mejoramiento, como su nombre lo indica no necesita la reposición de la vivienda. Se compone de viviendas con hacinamiento y viviendas con deterioro.

El primer paso es la estimación de aquellas viviendas que no cuentan con los espacios suficientes para satisfacer las necesidades de sus ocupantes. Esta condición se conoce como hacinamiento, y está determinada por el cociente entre el número de cuartos o dormitorios y el número de ocupantes, cuando este cociente es superior al umbral adoptado, se considera que en la vivienda existe hacinamiento y por tanto es necesario ampliar el tamaño de la misma. El umbral adoptado en este documento, es de más de 2.5 personas por cuarto, lo que significa que una vivienda necesita ampliarse cuando cuenta con un solo cuarto y tres o más ocupantes, dos cuartos y seis o más ocupantes y así sucesivamente.

Además de los espacios suficientes, la vivienda debe cumplir las funciones de protección, cosificadas en materiales de construcción durables. Cuando carecen de este aspecto en su forma adecuada, la vivienda necesita mejoramiento a través de reparaciones y/o consolidación, o como hemos estipulado en las paredes, una sustitución total de la vivienda. Es así como se considera que las viviendas con materiales no durables en paredes necesitan sustitución, pero aun teniendo paredes durables, si los techos no comparten esta condición, entonces necesitan mejorarse. Así pues, se consideran viviendas deterioradas, aquellas que presenten las siguientes condiciones en techos: material de desecho, lámina de cartón, lámina metálica, lámina de asbesto, palma o paja y madera o tejamanil.

A pesar de que existen otros aspectos que pudieran ser considerados dentro del análisis de vivienda adecuada, como la seguridad en la tenencia, los servicios básicos, la exposición a riesgos y desastres o la accesibilidad a la ciudad (transporte, equipamiento urbano, etc.), la posibilidad de contar con series de datos que permiten realizar un monitoreo es limitada.

### 1.1.3 Rezago Habitacional y sus Componentes

El rezago habitacional es la suma de tres tipos de condiciones: *hacinamiento* (R tipo 1), viviendas construidas con *materiales deteriorados* (R tipo 2), que a su vez conforman el rezago básico y por último, las viviendas sin acceso a infraestructura social básica (R tipo 3), la suma de los tres tipos de rezago agrupan el rezago habitacional ampliado, que comúnmente se refiere a este último como rezago habitacional (figura 1).

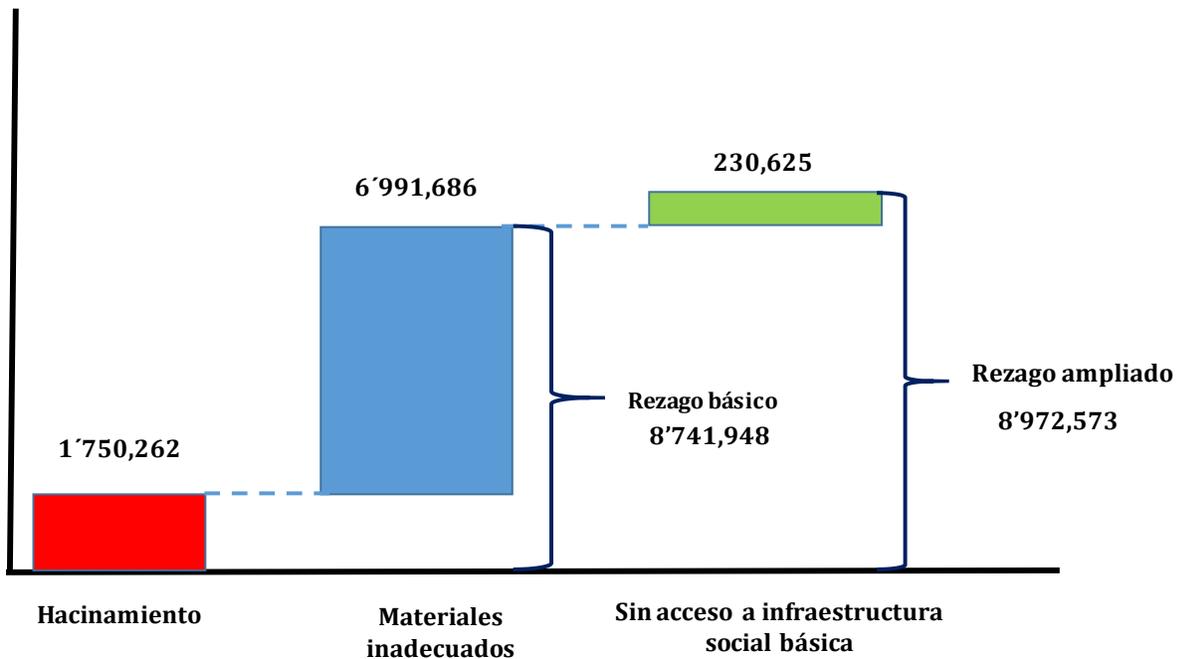


Figura 1. Rezago habitacional y sus componentes

### 1.1.4 Principales Resultados del Rezago Habitacional 2012-14

El rezago tipo 1, hacinamiento, se ubicó en 1'750,262 hogares, mientras que el tipo 2 (deterioro) en 6'991,686 hogares, lo anterior ubica el rezago básico en 8'741,948 hogares. Por su parte, el rezago tipo 3 (materiales regulares) totalizó 230,625 hogares. Así, el Rezago Habitacional Ampliado es de 8'972,573 hogares, que representan el 28.4 % del total de hogares en el país que asciende a 31.6 millones en 2014. Estos resultados comparados con 2012 se pueden revisar en el Cuadro 1.

Rezago ampliado

*Cuadro 1. Rezago habitacional y sus componentes, 2012-2014 (número y porcentajes)*

Componente	2012	2014	Variación porcentual
Número de hogares	30,77	31,58	2.6
Rezago ampliado	9,638	8,972,	(-) 7.3
% de Rezago vs hogares	31.5	28.4	(-) 3.1
Tipo 1 (hacinamiento)	52,08	1,750,	(-) 16.0
Tipo 2 (deterioro)	7,362	6,991,	(-) 5.0
Tipo 3 (sin infraestructura)	237,0	230,6	(-) 2.7

Fuente: elaborado por SHF con MCS 2012, INEGI

- ❖ El Rezago Habitacional pasó de 9.7 a 9.0 millones, es decir, tuvo una disminución de (-) 7.3% en dos años. Los hogares, por su parte, crecieron 2.6 % en el mismo periodo. Debido al incremento más acelerado del total de hogares respecto a los que están en rezago, el porcentaje del rezago con relación al total, tuvo un descenso marginal de (-) 3.1%.
- ❖ El rezago de tipo 1 mostró un descenso de (-) 16.0% respecto a 2012.
- ❖ Los tres tipos de rezago disminuyeron para el caso de materiales bajo en 5.0%, mientras que para el rezago tipo 3 disminuyó (-) 2.7%.

Actualmente 35 millones de personas residen en viviendas que presentan algún tipo de rezago. Este nivel es igual a la población (Estado de México, Distrito Federal, Veracruz (las 3 entidades federativas con mayor población) consideradas de forma conjunta.

### **1.1.5 Características de los Hogares en Rezago Habitacional**

Para disponer de una visión detallada de los hogares que se encuentran en rezago habitacional, se distinguen las siguientes 5 categorías:

- **Actividad laboral:** cerca de 9 de cada 10 hogares son económicamente activos, es decir, realizan algún trabajo o negocio por el cual reciben percepciones monetarias; el restante, los inactivos, son el 10.7% y se mantienen principalmente de transferencias

del Gobierno General o de Organizaciones No Gubernamentales que atienden a los hogares.

- **Asalariados y no asalariados:** los primeros representan 68.2% de los hogares en RH; por su parte, los hogares que no son asalariados constituyen el 31.8% restante.
- **Afiliación:** aquellas familias que cuentan con admisión a alguna institución de seguridad social y que tienen subcuenta de vivienda, significan 15%, mientras que los no afiliados son 85%, o bien, 6.5 millones de hogares.
- **Tamaño de la localidad:** El 37.0% de los hogares en RH están asentados en localidades urbanas, 45.2% se ubican en zonas rurales, mientras que el 17.8% remanente se agrupa en áreas en transición, es decir, de rurales a urbanas.
- **Nivel salarial:** 41.2% de los hogares en RH perciben mensualmente menos de 3 salarios mínimos (SM), 22.8% recibe entre 3 y 6 SM y el 36.0% gana más de 6 SM al mes.

En términos relativos el Rezago Habitacional se muestran en el Cuadro 2.

- Las familias en rezago que residen en localidades urbanas disminuyeron (-)1.5 puntos porcentuales, mientras que las que se ubican en zonas de transición no hubo variación y rurales aumentaron 1.6 puntos porcentuales, en ese orden.
- Los hogares no afiliados mostraron un ligero retroceso de 2012 a 2014 (-) 0.3 pp.
- La población en RH en 2014 recibe mayor ingreso: aquéllos que recibían de 0 a 4 salarios mínimos (SM) aumentaron, y los que reciben más de 4 disminuyeron.
- Por último, la población activa aumentó y la inactiva disminuyó.

*Cuadro 2. Características del Rezago Habitacional, 2012-2014  
(Porcentajes respecto al total para cada categoría)*

Concepto	2012	2014	Variación
<b>Urbano</b>	38	37	(-) 1.5
<b>En transición</b>	17	17	0
<b>Rural</b>	43	45	1.6
<b>Afiliados</b>	15	15	(-) 0.3
<b>No afiliados</b>	84	84	0.2
<b>De 0 a 2 SM</b>	40	40	0
<b>De 2 a 4 SM</b>	30	32	1.3
<b>De 4 a 6 SM</b>	14	14	(-) 0.1
<b>De 6 a 8 SM</b>	6.	6.	(-) 0.3
<b>De 8 a 10 SM</b>	3.	3.	(-) 0.5
<b>10 a más SM</b>	4.	4.	(-) 0.5
<b>Activo</b>	89	89	0.2
<b>Inactivo</b>	10	10	(-) 0.2

Fuente: elaborado por SHF con MCS 2014, INEGI.

### *1.1.6 Rezago Habitacional por Entidad Federativa*

Al analizar el rezago habitacional por entidad federativa, se observa lo siguiente:

Las entidades federativas con mayor rezago, en orden descendente, son las que se visualizan en la Figura 2.

- Aguascalientes (0.22), Tlaxcala (0.51), Colima (0.63), Baja California Sur (0.71), Nayarit (0.90), Quintana Roo (1.00), Querétaro (1.03) Zacatecas (1.05), Durango (1.08), Sinaloa (1.09) y Campeche (1.31) suman el 9.54 % del RH.
- Coahuila (1.43), Yucatán (1.51), Morelos (1.54), Nuevo León (1.60), Hidalgo (2.02), Ciudad de México (2.10) y San Luis Potosí (2.14) agrupan 12.35 % del rezago.
- Tamaulipas (2.24), Sonora (2.65), Jalisco (2.84), Guanajuato (3.14), Tabasco (4.23), Michoacán (4.42) y Puebla (4.86) aportan 24.37% del RH en el país.
- Por último las entidades restantes suman 53.74% del total y son: Chihuahua (5.07), Baja California (5.62), Guerrero (5.63), Oaxaca (6.49), México (7.92), Chiapas (9.41) y Veracruz (13.60).



*Figura 1. México por concentración de rezago habitacional por entidad federativa.*

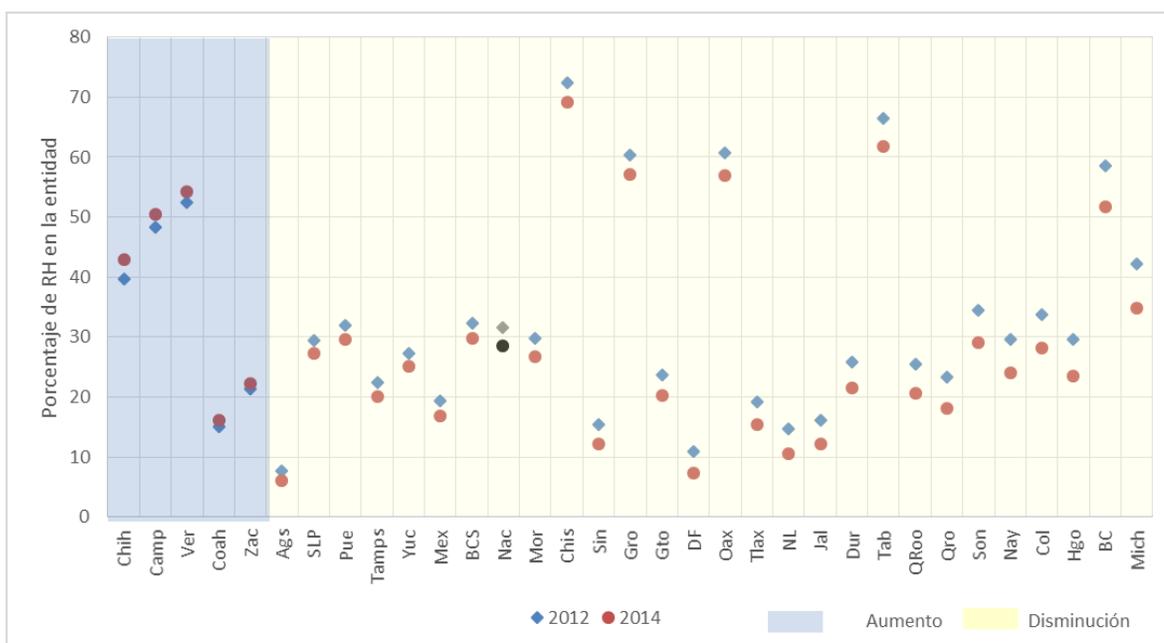
Fuente: elaborado por SHF con MCS 2014, INEGI.

En 27 estados el porcentaje de viviendas en rezago respecto al total de viviendas mostró una disminución de 2012 a 2014. En contraste, en 5 entidades federativas se registró un aumento en la proporción de viviendas en rezago al interior de la entidad (Gráfica 1).

En Michoacán, Baja California, Hidalgo, Colima, Nayarit, Sonora y Querétaro, Quintana Roo, Tabasco, Durango, Jalisco y Nuevo León la reducción del RH fue de más de (-) 4 puntos porcentuales (pp).

En cambio las entidades federativas donde aumentó el rezago fueron cinco y exceptuando Chihuahua que tuvo un crecimiento de 3.3 %, el incremento de éstas fue menor de 2.1 pp.

Gráfica 1. Aumento o disminución del RH por entidad federativa, 2012-2014



\*Están ordenadas descendientemente según el alza/baja

Fuente elaborado por SHF con MCS 2014, INEGI

### ***Rezago Habitacional, una Perspectiva Decenal***

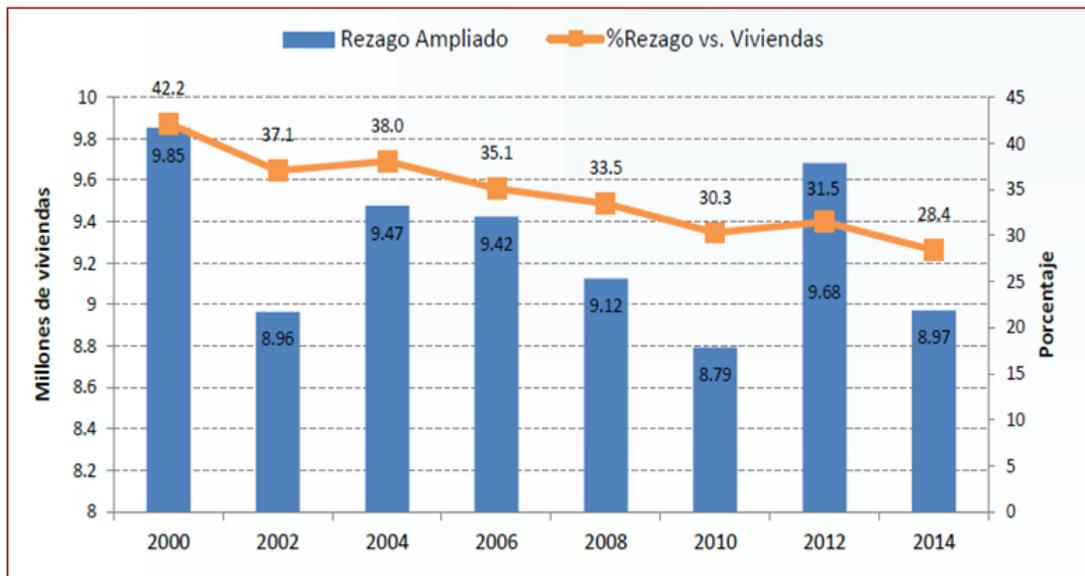
La Sociedad hipotecaria Federal ha realizado el cálculo del Rezago Habitacional desde el año 2000 con observaciones bianuales hasta 2014. De esta manera, en la gráfica 2 se muestra el número de hogares en RH y el porcentaje que representa respecto al total de hogares en el país. Si bien el nivel de hogares en rezago se ha mantenido estable y en 2012 registró el nivel máximo de hogares en esta situación.

En la gráfica 2 se muestra el número de viviendas en RH y el porcentaje que representa respecto al total de viviendas en el país. El número de viviendas —en términos absolutos— en rezago se mantuvo con tendencia a la alza hasta 2012 mostrando en 2014 una reducción significativa.

En términos relativos —respecto al total de los viviendas—, el rezago habitacional muestra una clara tendencia a la baja desde 2004 y registra un descenso de 9.6 puntos porcentuales en los últimos 10 años (Gráfica 2).

- El rezago habitacional como porcentaje del parque habitacional habitado, muestra un descenso casi constante desde el 2000 hasta 2014 de (-) 13.8 %, y en número de viviendas se redujo en más de 700 mil en este periodo, es decir, el RH se comprimió tanto en términos relativos como absolutos. No obstante, actualmente cerca de 35 millones de personas residen en viviendas con algún tipo de rezago.
- Esto sugiere que las políticas públicas aplicadas con mayor profundidad y focalización en la población en rezago están sirviendo.
- La población en RH, cuenta con mayores ingresos —medidos a través de Salarios Mínimos—, por lo que es probable que puedan demandar un crédito para remodelación, autoproducción o adquisición y así contribuir a la reducción del Rezago Habitacional.

Gráfica 2. Rezago habitacional histórico, 2000-2014 (millones de hogares y porcentaje)



Fuente: elaborado por SHF para distintos años, INEGI

### 1.1.7 Nuevas Necesidades de Vivienda

Las nuevas necesidades de vivienda se refieren a aquellas que se van generando con el tiempo, y están determinadas “en primera instancia, por las transformaciones que sufren los

principales componentes de la dinámica demográfica del país (fecundidad, mortalidad, migración) y las consecuencias que éstas tienen sobre la estructura por edad de la población, la formación de los nuevos hogares y la distribución territorial del poblamiento”.

La desaceleración del crecimiento demográfico que se ha presentado en los últimos años, no necesariamente va acompañado en la desaceleración del crecimiento en el número de viviendas.

Por el contrario, a partir de los años setenta la dinámica demográfica del país influye en el ritmo de producción habitacional y, desde entonces, el inventario habitacional ha presentado tasas de crecimiento superiores al de la población. Esto se debe principalmente a la reducción progresiva del tamaño de los hogares.

Para determinar las características de las necesidades habitacionales, es necesario conocer y comprender la composición de las familias y hogares de la región. Específicamente, se ha observado en los últimos años el aumento de la importancia de los hogares unipersonales y de corresidentes, así como la disminución en el número de hijos de las mujeres y la división de familias producto de separaciones y divorcios, por mencionar algunos de los fenómenos más relevantes. Como resultado, se observa una tendencia hacia la disminución del número de integrantes de las familias y el aumento acelerado del número de nuevas familias u hogares, lo que hace aumentar el número de nuevas viviendas necesarias. Luego entonces, la estimación del número de hogares y/o familias es básica para cuantificar las nuevas necesidades habitacionales.

Asimismo, otro fenómeno relacionado con las necesidades de la vivienda a través del tiempo, es la vida útil del bien. Catalogado como un “bien caro” que trae de manera inherente una larga vida útil, no hay que perder de vista que año con año una parte del inventario habitacional se vuelve caduca, es decir, que por la antigüedad de sus materiales de construcción dejan de garantizar la función básica de protección y es necesario sustituirla por una nueva. Aquí también caben los casos de eventos atípicos que ocasionan la destrucción de viviendas, como pueden ser terremotos, inundaciones, deslaves, etc. pero por su dificultad de pronóstico no suele incluirse en las estimaciones.

Finalmente, la movilidad de las personas también representa un aumento en las necesidades de vivienda. Cuando los individuos cambian su lugar de residencia, automáticamente necesitan una nueva vivienda, por tanto estimar la cantidad de personas y mejor aún de hogares, que aumentan en un lugar a causa de la movilidad, ayudará a una mejor estimación de las necesidades habitacionales. Si bien los individuos dejan una vivienda en su lugar de origen, frecuentemente esta se mantiene ocupada por el resto de su familia (parejas, hijos, padres, etc.) y no necesariamente significa una desocupación plena de la vivienda, sino una división de la familia que provoca un aumento en la necesidad de vivienda.

Por tanto, las nuevas necesidades se componen principalmente de los siguientes aspectos:

- Formación de nuevos hogares. Producto de la emancipación de individuos, la formación de parejas o familias y la división de hogares preexistentes a causa de divorcios o separaciones.
- Reposición o adecuación de vivienda previa. Se refiere a la necesidad de reponer las viviendas que concluyen su vida útil, así como las necesidades de reparación por desgaste de los materiales de construcción. También incluye las necesidades de ampliación por el aumento de los miembros del hogar.
- Movilidad. Se refiere a las necesidades producto de la migración. Cuando las personas se mueven de un lugar a otro de forma permanente, lo hacen por motivos de trabajo, de estudio, familiares, de salud, entre las causas más importantes.
- Usos secundarios. renta, inversión, uso vacacional.

### ***Evaluación Cualitativa***

Las preferencias de soluciones habitacionales son distintas y varían por región y nivel socioeconómico. Aunque el crédito para adquisición de vivienda es la preferencia más alta, representa sólo el 50%, aproximadamente. Por otra parte, se prefiere seguir ahorrando, hacer mejoras a la casa, autoconstrucción, rentar con opción a comprar o adquirir un terreno.

## 1.2 Demanda Habitacional

A diferencia de las necesidades habitacionales, la demanda de vivienda no está determinada solamente por la dinámica demográfica y los rezagos acumulados. Se califica a veces de “demanda efectiva” porque se relaciona con la capacidad de pago de los necesitados. Es decir, está relacionada con la oferta de vivienda, determinada en gran medida por las formas de producción habitacional y los mecanismos de financiamiento.

La configuración del mercado habitacional entonces, tiene al menos tres componentes importantes:

- a) Población necesitada con determinada capacidad de pago (relacionada con el ingreso)
- b) Opciones de acceso a vivienda a determinados precios (vivienda nueva o usada, autoconstrucción y vivienda en renta)
- c) Programas de créditos o subsidios hipotecarios (gubernamentales o de la banca comercial).

Queda claro que existe un grupo de la población necesitada que no requiere de financiamientos o subsidios debido a su elevada capacidad de pago. Al mismo tiempo, también existen demandantes sin necesidades habitacionales, pero están en posibilidad de adquirir viviendas con fines de inversión, de segundas casas para descanso o vacaciones, o simplemente porque cuentan con la prestación laboral y están en posibilidad de hacerlo. En todo caso estos pequeños grupos no son objetos centrales las políticas de vivienda aunque sí de ciertos productores habitacionales.

En referencia a las clases media y baja que integran la gran mayoría de la población y por ende de las necesidades de vivienda, puede realizarse estimaciones de la demanda efectiva utilizando variables como el nivel de ingreso, que ayuda a determinar su acceso a cierto tipo de vivienda.

En las últimas décadas, la política de vivienda se ha orientado cada vez más a la promoción de financiamiento, sin embargo, “más de 50% de la población no tiene acceso a las viviendas financiadas con créditos hipotecarios subsidiados o por la banca comercial”. Como resultado, existen grandes grupos de población (de escasos recursos) que tienen que satisfacer sus necesidades de vivienda de forma inadecuada, siendo los medios más comunes la

informalidad y/o la autoconstrucción, que conllevan un largo proceso de consolidación (a veces de décadas), para alcanzar la condición de viviendas dignas, decorosas y adecuadas.

Cuando se habla de la problemática habitacional, generalmente se hace referencia a un fenómeno complejo, en donde la estimación de viviendas necesarias es sólo uno de sus componentes. Uno de los hechos que han impedido o al menos obstaculizado que la problemática habitacional se resuelva gradualmente, es la discordancia entre las necesidades y el mercado. En no pocos casos se produce cierto tipo de vivienda que no responde a las necesidades de la gente, y más aún, a pesar de que cumpla o no con sus requerimientos, no existen los mecanismos adecuados para que toda la población necesitada pueda adquirir una vivienda.

La demanda de vivienda no necesariamente se refiere a una vivienda nueva, ni propia. De hecho existen diferentes “submercados” de vivienda que responden de manera diversa a las diversas necesidades de la población. De manera sintética podemos decir que la demanda de vivienda puede ser por:

- Vivienda completa. Puede ser nueva o de “segunda mano”; con o sin financiamiento; subsidiado o de la banca comercial.
- Vivienda inicial. Puede ser a través de un “pie de casa” o lote con servicios, generalmente en el mercado formal.
- Autoconsumo. Se refiere a la “autoconstrucción” o “autoproducción” de vivienda; puede ser formal o informal; incluye el mejoramiento de una vivienda ya existente.
- Arrendamiento. Se refiere al alquiler de una vivienda a un tercero.

Teniendo en cuenta estas categorías de formas de acceso a vivienda, es posible configurar un mejor panorama de la demanda efectiva, incorporando variables de tipo económico. Puesto que, “el acceso a determinado submercado habitacional depende fuertemente del ingreso de los hogares, de su inserción laboral y de su derechohabencia en algunos de los fondos ‘solidarios’ de vivienda”. De esta manera, la informalidad no puede ser considerada demanda efectiva al no ser objeto de programas de vivienda, ya sean gubernamentales o de la banca comercial.

Así pues, con la configuración de la demanda habitacional, es posible evaluar la pertinencia de los programas habitacionales de los organismos gubernamentales, y así conocer en qué medida el diseño de los programas o productos en el mercado habitacional responden de forma adecuada a las necesidades reales de la población. Por un lado, se pueden detectar a los sectores de la población que no son atendidos por los programas de vivienda, así como también es posible identificar el desajuste entre la producción de los grandes desarrolladores de vivienda y las necesidades de la población.

### ***Demanda total acumulada***

La demanda total es equiparable al total de las necesidades habitacionales, que está compuesto por el rezago habitacional y las necesidades futuras por formación de nuevos hogares. El rezago que se toma en cuenta es el rezago cuantitativo o de vivienda nueva, y las nuevas necesidades se elaboran a partir de una proyección de nuevos hogares que implica fenómenos como la formación de nuevas familias por unión o matrimonio, la emancipación de los jóvenes de sus hogares, la migración y la división de hogares por separación o divorcio, entre los aspectos más importantes.

#### ***1.2.1 Demanda de Vivienda por Componente***

Durante el 2016 se estima que 1'166,872 hogares demanden algún crédito para vivienda; por lo que la demanda tendrá un impacto en poco más de 4.5 millones de personas. La demanda total la constituyen cuatro componentes (Cuadro 3):

- **Rezago habitacional:** El ingreso de estas familias es inferior al promedio nacional; éstos reciben 3.4 Salarios Mínimos(SM), mientras que el nacional es de 5.5. SM. Utilizando la información del marco macroeconómico de la SHyCP así como las elasticidades precio, ingreso y tasa de interés de SHF, se obtiene que 8.1% de los hogares en rezago habitacional tendrán la capacidad económica para una solución de vivienda este año, es decir, 716,168 créditos. Así, este componente presenta un aumento de 0.2% respecto al 2015.

- **Formación de nuevos hogares:** El aumento de la edad promedio para formar un hogar y la mejora en el nivel educativo de este segmento se traduce en mejores condiciones económicas para las familias. Por cada 10 acciones de vivienda 3 se darán para este rubro. De los hogares que se formarán en 2016 más del 50% demandarán un crédito por su nivel de ingreso, localización y ocupación, esto es, 320,774. Representan 1.1% más que el 2015.
- **Movilidad habitacional:** Hace referencia a los hogares que ya tienen una vivienda, pero dada una mejora en su ingreso, demandan una vivienda de mayor calidad. En suma 94,931 familias demandarán una vivienda con mejores atributos comparada con su vivienda actual. La demanda por movilidad aumentará 1.8% con respecto al año anterior.
- **Curas de originación:** Se refiere a aquellos hogares que son rechazados para adquirir un crédito hipotecario en una primera vez, pero que posteriormente se les autoriza como resultado de una mejora en su perfil crediticio. Es el componente que aporta el menor número de hogares a la demanda. La correlación entre ingreso del sector de los hogares y PIB es de 0.72, considerando la expectativa de crecimiento del PIB, la elasticidad ingreso y tasa de interés se estima un incremento de 2.1 en la demanda de curas de originación es decir, será de 35,000 créditos a la vivienda.

En resumen, durante el 2016 se calcula que la demanda tenga una variación positiva mínima de 0.6%, que representa una disminución 7 mil créditos más al compararse con 2015. Este crecimiento es resultado de las proyecciones en el crecimiento de la economía mexicana.

*Cuadro 3. Componentes de la Demanda*

<b>Componente</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>Variación porcentual</b>
<b>Rezago habitacional</b>	716,168	714,522	0.2
<b>Formación de hogares</b>	320,774	317,414	1.1
<b>Movilidad habitacional</b>	94,931	93,252	1.8
<b>Curas de originación</b>	35,000	34,292	2.1
<b>Demanda total</b>	1'166,872	1'159,480	0.6

### 1.2.2 Demanda de Vivienda por Entidad Federativa

A continuación se presenta la demanda de vivienda a nivel estatal (Cuadro 4).

*Cuadro 4. Demanda de vivienda por entidad federativa, 2015*

Entidad Federativa	Adquisición	Mejoramiento	Autoproducción	Demanda por entidad
Aguascalientes	4,669	1,194	1,062	6,925
Baja California	40,134	8,567	4,329	53,030
Baja California Sur	4,406	1,193	1,314	6,913
Campeche	7,325	2,087	1,930	11,342
Chiapas	38,294	12,589	9,062	59,945
Chihuahua	42,639	7,648	1,926	52,213
Coahuila	8,371	23,441	2,033	33,845
Colima	4,361	3,210	339	7,910
Distrito Federal	52,016	8,453	310	60,779
Durango	6,885	8,418	5,012	20,315
Guanajuato	20,443	24,007	4,606	49,056
Guerrero	12,143	25,592	2,434	40,169
Hidalgo	11,389	7,763	1,603	20,755
Jalisco	33,315	15,540	3,190	52,0
México	79,043	23,929	8,655	111,627
Michoacán	21,386	19,053	9,035	49,474
Morelos	10,490	5,047	841	16,378
Nayarit	4,392	5,886	1,266	11,544
Nuevo León	26,434	5,334	1,370	33,138
Oaxaca	15,013	43,855	6,923	65,791
Puebla	21,091	28,208	4,108	53,407
Querétaro	8,803	3,840	1,979	14,622
Quintana Roo	8,790	3,202	920	12,912
San Luis Potosí	7,721	13,366	3,254	24,341
Sinaloa	10,229	5,259	979	16,467
Sonora	18,727	9,914	2,663	31,304
Tabasco	15,945	23,703	4,328	43,976
Tamaulipas	19,548	12,361	1,276	33,185
Tlaxcala	5,860	2,715	299	8,874
Veracruz	45,308	75,237	10,468	131,013
Yucatán	5,028	2,784	514	8,326
Zacatecas	4,911	10,228	2,720	17,859
Nacional	615,109	443,623	100,748	1 159,480

### 1.2.3 Demanda de Vivienda por Tipo de Crédito o Solución

Para los hogares se estimó el número de créditos necesarios (Cuadro 5) y composición porcentual (Gráfica 3) considerando su capacidad de pago, el nivel de ingreso y las características socio demográficas como afiliación y tipo de hogar.

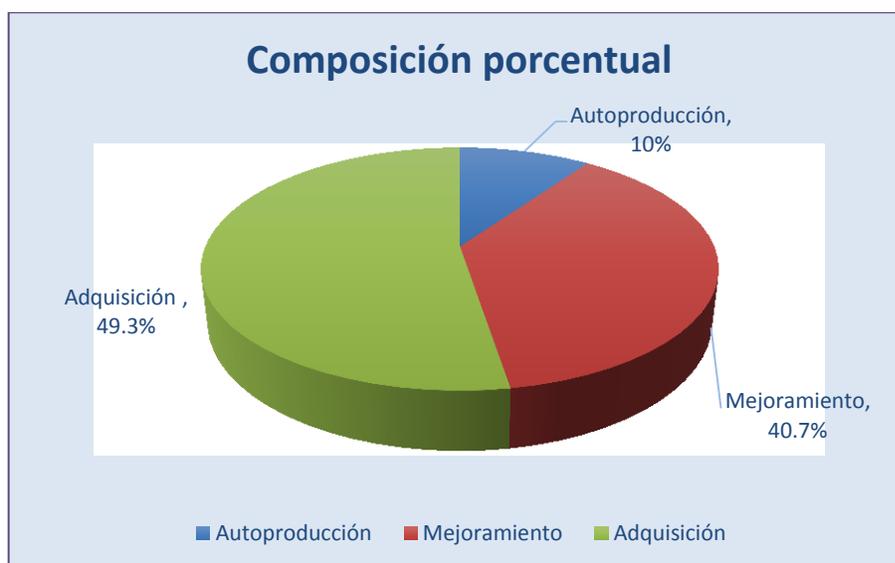
- ❖ **Adquisición:** concentra la mayor cantidad de créditos, con 575,409, es decir, 49.3% de la demanda total para el presente año. Esto muestra un decremento de (-) 6.5%.
- ❖ **Mejoramientos:** se estima que esta solución ascienda a 475,353, que significa 40.7% del total. El aumento de esta solución de 7.2% está relacionado con el impulso recibido por Infonavit y Fovissste. Para esta solución de vivienda se requerirán 20,699 millones de pesos.
- ❖ **Autoproducción:** representa 10.0% de la demanda y totaliza 116,110 soluciones de vivienda con una inversión de más de 10,400 millones de pesos. Esta solución atiende principalmente a las familias residentes en zonas rurales y aumentará en 15.2% considerando el nuevo producto de Infonavit que atenderá este segmento.

*Cuadro 5. Número de créditos o soluciones*

<b>Características</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>Variación porcentual anual</b>
<b>Adquisición</b>	575,409	615,109	(-) 6.5
<b>Mejoramientos</b>	475,353	443,623	7.2
<b>Autoproducción</b>	116,872	116,110	15.2
<b>Total de créditos</b>	<b>1'166,872</b>	<b>1'159,480</b>	<b>0.6</b>

Fuente: Elaborado por SHF.

Gráfica 3. Composición porcentual de la demanda de vivienda



#### Consideraciones

- Para el año 2016 se estima una demanda menor a la de 2015 considerando las previsiones del marco macroeconómico de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el comportamiento del ingreso de los hogares.
- Para atender la demanda se necesitarán más de 246 mil millones de pesos en inversión por todo el sector.

Esta demanda estará impulsada principalmente por el crecimiento esperado del PIB que impactará positivamente en el ingreso de los hogares y su capacidad de endeudamiento, así como la estabilidad de las tasas de interés hipotecarias.

#### 1.2.4 Características de la Demanda de Vivienda

- El 65.0% de la demandas se distribuirá en localidades urbanas, 21.4% en zonas rurales y 13.6% se localizará en zonas de transición.
- Aquellas familias que cuentan con subcuenta de vivienda representan 36.5% de la demanda, mientras que las familias sin afiliación ascienden al 63.5 por ciento.

- c) Los hogares que están pagando una hipoteca no son considerados en la adquisición de vivienda nueva o usada, aunque sí pueden demandar mejoramientos.
- d) Los que tienen ingreso disponible ajustado insuficiente no están en la demanda, porque no tienen capacidad de endeudamiento.
- e) El 93.7% de la demanda está constituida por población que recibe alguna remuneración por trabajo o negocio (económicamente activos), mientras 6.3% son económicamente inactivos, lo que significa que no realizan actividades orientadas al mercado

### ***1.2.5 Estimación de la Demanda de Vivienda***

Estimar la demanda de vivienda en México, depende de múltiples factores como el crecimiento demográfico, la composición de los hogares, el nivel de rezago habitacional, el monto y la distribución del ingreso laboral y familiar, las tendencias hacia una mayor urbanización y las preferencias de los hogares en sus decisiones de inversión, entre otros. Sin embargo, haciendo uso de la información disponible hasta el momento, es posible determinar la demanda potencial de financiamiento a la vivienda.

### ***1.2.6 Situación Actual del Mercado Vivienda***

Cada año cobra mayor relevancia el sector vivienda en nuestro país, ya que la aportación al Producto Interno Bruto Nacional hoy es mayor que la de sectores como el educativo o el agrícola y poco menos que el sector de transportes, correos y almacenamiento.

Destaca que, según datos de la Comisión Nacional de Vivienda (Conavi), la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), incrementó de abril de 2014 a marzo de 2015 el monto de crédito para construcción de vivienda en un 34.1 %, pasando de 7,900 a 10,600 millones de pesos en el mismo periodo del año anterior. Igualmente, la banca comercial incrementó el monto de crédito para edificación de vivienda en el mismo periodo en 12.7 %, pasando de 42,400 a 47,800 millones de pesos.

La cartera de crédito para edificación conjunta de la banca comercial y SHF fue de 58,400 millones de pesos (de abril de 2014 a marzo 2015), lo que significa un incremento de 16.1 % en comparación con el saldo del mismo periodo del año anterior. Asimismo, el monto de los créditos puente se incrementó en 1,100 millones de pesos durante 2015, de los cuales 53.9 % corresponden a la cartera de SHF, generando un aumento en el crédito para la construcción de vivienda y una mayor certidumbre en el mercado.

El sector de la vivienda se posiciona como motor de la economía nacional después de que en 2012 representó el 7 % de aportación al PIB y al cierre de marzo del año en curso, el Registro Único de Vivienda contabilizó 507 mil unidades, lo que representa un crecimiento del 20%. En los próximos 10 años se deberá atender el mayor crecimiento de la demanda de vivienda, por lo que es importante que el financiamiento del sector continúe creciendo.

Derivado de la Política Nacional de Vivienda 2015 y de las Medidas de Impulso para la Construcción de Vivienda anunciadas el 25 de marzo de 2015 por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, podemos afirmar que los indicadores de 2015 para la vivienda son favorables, por ejemplo, se incluye una serie de medidas para facilitar el acceso al crédito e incentivos fiscales para la industria del ramo, con la intención de que los mexicanos alcancen un mejor nivel de vida en 2015.

En enero de 2015 el presidente de México presentó un conjunto de acciones para impulsar la construcción de vivienda en el país, detonando inversiones por 370 mil millones de pesos en este año.

Las acciones se dividen en cuatro rubros: medidas para estimular la compra o la reducción del pago por vivienda; facilitar el acceso a los mexicanos a una vivienda digna; apoyos a sectores especiales y apoyo a la industria de la vivienda.

Los estímulos para facilitar la compra de vivienda incluyen que el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) eliminará el cobro de titulación de las viviendas adquiridas para quienes tienen ingresos menores a 2.6 salarios mínimos; se incrementará el monto del subsidio que otorga la Comisión Nacional de Vivienda (Conavi) a la vivienda vertical y con menores tasas de interés; los créditos hipotecarios del Infonavit

apoyarán la adquisición de ecotecnologías y los mexicanos ya podrán reestructurar su hipoteca y/o cambiarse a otra institución bancaria que ofrezca menores tasas de interés sin gastos adicionales.

Además, a partir de 2015 los nuevos créditos del Infonavit y Fovissste sólo serán en pesos y se apoyará la transición de los créditos actuales denominados en salarios mínimos.

El segundo grupo de medidas, destinadas a que más mexicanos accedan a una vivienda digna, se basa en la reforma hacendaria y en la estrategia “Crezcamos Juntos”, por ello las familias que se integren a la formalidad tendrán dos posibilidades: acceder a un crédito hipotecario tradicional con un subsidio de la Conavi de hasta 30 mil pesos o bien un crédito del Infonavit para la construcción de vivienda en terreno propio, con un amplio programa de supervisión en esta modalidad.

Los afiliados al Fovissste podrán obtener un crédito para adquirir su casa sin ganar el sorteo y quienes califiquen podrán recibirlo de inmediato, incluso con subsidio si su ingreso es menor a 5 salarios mínimos.

Los derechohabientes del Fovissste e Infonavit podrán usar su saldo en la subcuenta de vivienda para un crédito hipotecario con cualquier institución financiera y quienes cotizan en ambas instituciones podrán mancomunar sus créditos.

Por otro lado se otorgan apoyos para sectores a la población vulnerables como jóvenes y jefas de familias, así como discapacitados, migrantes y adultos mayores. Por último se apoyará a la industria de la vivienda con estímulos fiscales a la construcción de vivienda nueva, incluyendo la regularización de los adeudos del Impuesto al Valor Agregado (IVA) que tengan los pequeños proveedores de servicios de construcción.

En 2014 el Infonavit registró 155,000 viviendas subsidiadas y poco más 8,000 millones de pesos en subsidios para la vivienda en renta. Este año la proyección es de 6,000 millones de pesos en este rubro.

En apoyo al sector, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) en marzo de 2015 anunció un estímulo fiscal que consiste en el descuento del 100 % del IVA para proveedores y prestadores de servicios en la construcción de viviendas.

Esta medida, además de impulsar el crecimiento del sector, permitirá que el costo de una vivienda disminuya entre 1 y 3 %.

Los proveedores obtendrán un descuento del 100 % del pago del IVA, para que ese costo no se traslade a los desarrolladores y por lo tanto no encarezca el costo de la vivienda, reduciendo de manera significativa el precio final al comprador.

### ***1.2.7 Indicadores Económicos***

En el segundo trimestre del 2015 el Producto Interno Bruto (PIB) registró una tasa de crecimiento real de 2.18% a tasa anual, con lo cual liga 22 trimestres de variaciones porcentuales positivas. Durante el 2015 la economía nacional se continúa desacelerando respecto al último trimestre del 2014. En los últimos tres trimestres el PIB ha mostrado una clara tendencia a la baja.

En cuanto a las actividades económicas del PIB, las actividades del país en el segundo trimestre de 2015 el sector primario creció 2.66%, durante el mismo período el sector secundario apenas creció registrando una tasa de 0.55% anual y el sector terciario mantiene tasas de crecimiento en ascenso desde 2014 teniendo una variación porcentual de 3.06% en términos reales.

### ***Empleo***

Al segundo trimestre del 2015, la población mayor de 15 años en el país fue de 88.2 millones de personas, de las cuales el 59.67% correspondió a la Población Económicamente Activa (PEA).

En mayo del año en curso, la tasa de desocupación abierta se ubicó en 4.41% de la PEA. El 95.65% de la PEA estuvo ocupada en el trimestre de referencia. Durante la primera mitad del 2015, la mayor proporción de la PEA ocupada se encontró en el sector terciario, empleando a 30.8 millones de personas (61.33 % de los ocupados), le sigue el sector secundario con 12.4 millones (24.66 % de la PEA ocupada), y por el último el sector primario con 6.7 millones de personas (13.45 % de la PEA ocupada), las 280 mil personas restantes (0.56 % de la PEA ocupada) se ocupó en sectores de

### ***Tasa de Inflación***

La conducción de la política monetaria en México se ha enfocado en propiciar una convergencia eficiente de la inflación a la meta permanente de 3%, es decir, al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. A finales de 2013 y principios de 2014, debido a la ocurrencia de algunos choques de oferta y la entrada en vigor de nuevas medidas fiscales en 2014, la inflación en México presentó un incremento, posteriormente, ésta retomó su tendencia descendente a medida que los efectos de algunos de estos choques comenzaron a disiparse. Para el mes de agosto del 2014 la tasa de inflación anualizada, medida con el INPC, se situó en 4.1%. No obstante este resultado, el Banco Central estima que la inflación se reducirá a niveles cercanos a 3% a partir de 2015.

### ***Confianza del Consumidor (ICC)***

Durante julio del 2015, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en 92.17 puntos; con esta cifra, la confianza del consumidor creció en 1.82% a tasa anual, de esta manera, se vincular nueve meses de variaciones positivas tras haber permanecido doce meses en números rojos.

### ***Tasa de Interés Hipotecaria***

La tasa de interés hipotecaria y crédito a la vivienda y a la construcción durante 2015. A pesar del entorno incierto en el sector financiero algunos indicadores de este sector han mostrado una evolución favorable tal es el caso de la de interés hipotecaria que paso de 14.15% en enero del 2005 a 10.59% en junio del 2015. Es así que la tasa de interés hipotecaria ofrece una perspectiva favorable para la asequibilidad de un crédito para la vivienda.

### ***Costo Anual Total (CAT)***

El CAT (que permite a los consumidores comparar los costos financieros de un crédito hipotecario) presenta una tendencia decreciente. De tal manera que las tasas de interés hipotecarias y el CAT continúan a la baja, por lo que se espera que favorezca al sector de la construcción y la adquisición de créditos hipotecarios

### ***Sector de la Construcción e Indicadores que Inciden en el Desempeño del Mercado***

El sector de la construcción representa el 8.0 % de la economía global en México y el 61.2 % de la formación bruta de capital fijo o inversión fija. La industria de la construcción es uno de los sectores más importantes de la economía, ya que está relacionada con la creación de infraestructura en distintos ámbitos y tiene un impacto sobre alrededor de 176 de las 262 ramas productivas.

PIB de la construcción en 2015: 1,309,474 billones. El acumulado que presentó, el sector correspondiente al primer bimestre del año 2016, se ubicó en un crecimiento de 3.7% a tasa anual comparado con el mismo periodo del 2015. El crecimiento fue impulsado por mayores obras relacionadas con la Edificación (obra privada) que durante el primer bimestre del año 2016, creció a una tasa de 4.5% con relación al mismo mes de 2015. Asimismo, la obras relacionadas con el subsector de Trabajos especializados aumentaron 1.4% y las Obras de Ingeniería Civil (Obra pública) registró crecimiento de 2.4% con relación al mismo periodo del año 2015.

### ***PIB de la Vivienda***

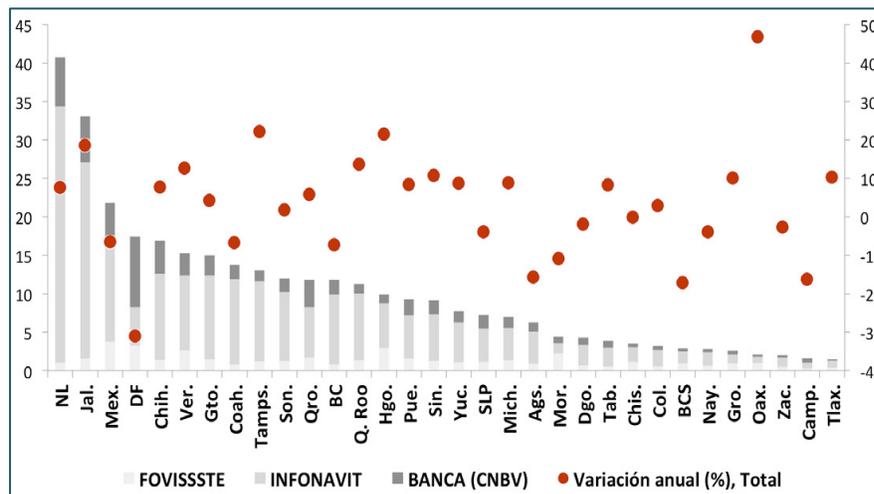
A pesar de la crisis que sufrió el sector de la vivienda durante los últimos tres años, hoy esta industria se consolida como un motor de la economía nacional. El PIB de esta industria es de 67 mil 832 millones de dólares y contribuye con 5.9 % respecto al PIB total del país.

Es preciso comentar que la vivienda impacta directamente en otras 78 actividades económicas del país, propiciando una generación de más de tres millones de puestos de trabajo, que equivalen a 7.3 por ciento del total de empleos en México. El 94.9 por ciento está ligado a la construcción.

### ***Colocación de Vivienda***

El número de acciones totales para la adquisición de vivienda en el periodo de enero a julio de 2015 ascendió a 325,588 respecto a las 317,883 que hubo en el periodo de enero a julio de 2014, lo que representa un incremento de 2.4%. Del total de créditos en el periodo enero-julio 2015, el 66.8% de las acciones fueron del Infonavit, 20.1% de la Banca comercial y un 13.1% del Fovissste.

Por entidad federativa, Nuevo León ocupó el primer lugar seguido por Jalisco y el Estado de México con 40,760, 33,088 y 21,812 acciones respectivamente. Siendo Campeche y Tlaxcala las que menos acciones tuvieron con un total de 1,622 y 1,504 respectivamente.

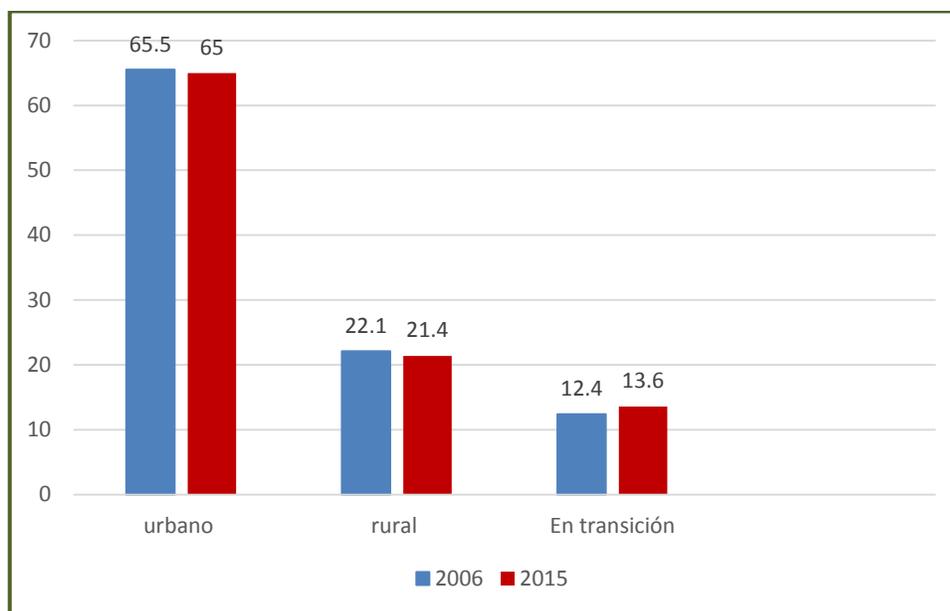


### 1.2.8 Nueva Demografía del Mercado de Vivienda

El número de viviendas particulares habitadas en México pasó de 25.9 millones en 2006 a 28.5 en 2015, aumentando 9.8 de punta a punta con una tasa promedio anual de 2.4%, ritmo superior al de la población. La antigüedad modal de las viviendas se ubica en los 20 años de construcción y agrupa 26.0% del stock.

Por tamaño de localidad las viviendas se concentran en zonas urbanas (65.0%), seguidas por las rurales (21.4%) y por último en localidades de transición (13.6%).

Entre 2006 y 2015 se observa un incremento de 1.2 puntos porcentuales en el número de viviendas en localidades en transición entre lo urbano y lo rural. Con base en esta distribución, las ciudades o zonas urbanas generan el 86.5% del PIB del país, mientras que las zonas rurales el 13.5 restante (gráfica 4).

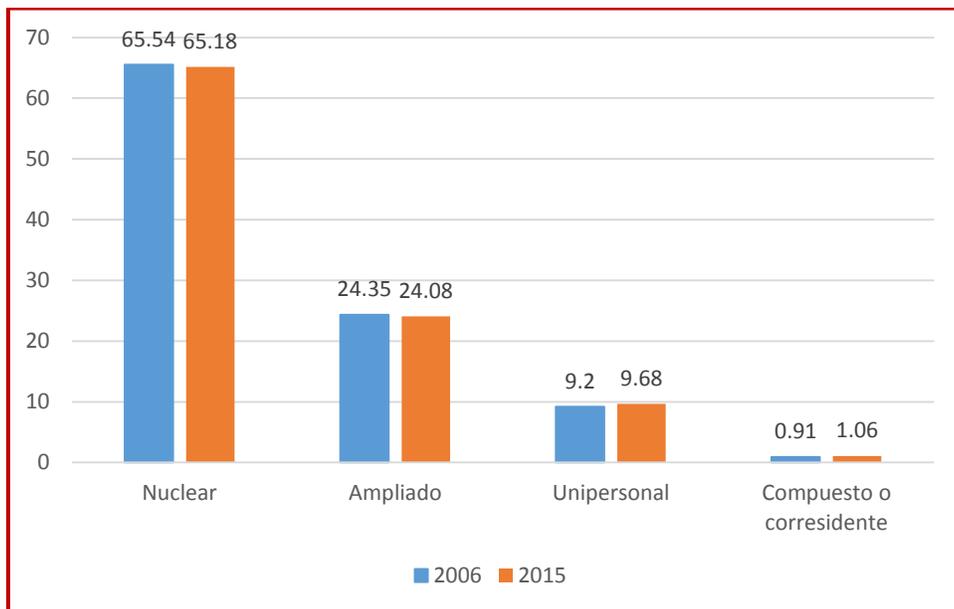


Gráfica 4. Viviendas por tamaño de localidad: 2006-2015 (%)

Para atender eficazmente la demanda por viviendas es fundamental establecer el tipo de hogares o familias que las habitan. Así, el 65% son habitadas por hogares nucleares, es decir, los padres e hijos, mientras que los hogares ampliados (nucleares más otras personas sin

parentesco) ascienden al 24.1%, los hogares unipersonales 9.7% y los compuestos (Los hogares compuestos se forman de un hogar nuclear o ampliado con personas sin parentesco con el jefe del hogar), mientras que los corresidentes son el jefe del hogar y otra(s) persona(s) sin parentesco con éste significan el 1.1%.

Las 2 tipologías de hogares de mayor concentración muestran descensos entre 2006 y 2015, mientras que los unipersonales, compuestos y corresidentes tuvieron incrementos (gráfica 5). Estas tendencias muestran la necesidad de construir vivienda para personas que residen solas (generalmente mayores de edad) y para familias grandes que dispongan de suficientes dormitorios y baños.



Gráfica 5. Distribución de vivienda por tipología de hogar 2006-2015 (%)

Al interior de los hogares las principales características son las siguientes:

- ✚ De 2006 a 2015 la jefatura masculina en el hogar aumentó marginalmente de 75.0% a 75.4%, mientras que los hogares encabezados por mujeres descendieron.
- ✚ En Promedio, el número de residentes por hogar se mantuvo en 3.9% personas durante el período referido.

- ✚ La edad del jefe del hogar promedio, en 2015, fue de 48.3 años, mientras que en 2006 era de 47.0 años, resultado de la transición demográfica hacia una población de mayor edad.
- ✚ El número de perceptores de ingreso por hogar aumentó de 2.1 a 2.3 personas de 2006 a 2015.
- ✚ Por último, el nivel de educación modal mostró una mejoría.

### *1.2.9 Composición de la Población por Edades, Potencial del Bono Demográfico*

Una consecuencia de la transición demográfica es que la población en edad laboral se incrementa a una tasa más acelerada que aquella población que es económica dependiente, lo que ofrece un potencial productivo para el país a través del bono demográfico (figura 3).

De esta forma, la razón de dependencias disminuyó de 0.59 a .055 entre 2006 y 2012, este cambio se debe al aumento de población entre 15 y 64 años, así como a la de más de 65 años y a la reducción de la población menor de 14 años.

#### ***Bono Demográfico***

En los próximos años México experimentará un fenómeno demográfico caracterizado por una tasa de dependencia baja, la cual alcanzará su valor mínimo cerca la década 2030-2040. Este hecho implica que la pirámide poblacional será más rectangular, es decir, habrá una concentración mayor de la población que puede adquirir una vivienda, que a su vez generará una mayor riqueza para las familias (figuras 4 y 5).

Se pueden perder los beneficios del BD, o incluso convertirse en un pagaré ante eventuales choques en la economía y el mercado laboral como:

- ⦿ Recesiones, aumento del desempleo, disminución de la clase media o baja productividad laboral y de la inversión.
- ⦿ Los cambios demográficos se traducirán en un incremento en la demanda de vivienda, en la densidad poblacional y una mayor actividad en los mercados de tierra. Para el sector de la vivienda en particular se presentan las siguientes tendencias:

- El número de viviendas se incrementará por un factor de 1.5 entre 2010 y 2040, pasando de 28.5 a 42.7 millones, es decir, 475 mil viviendas al año.

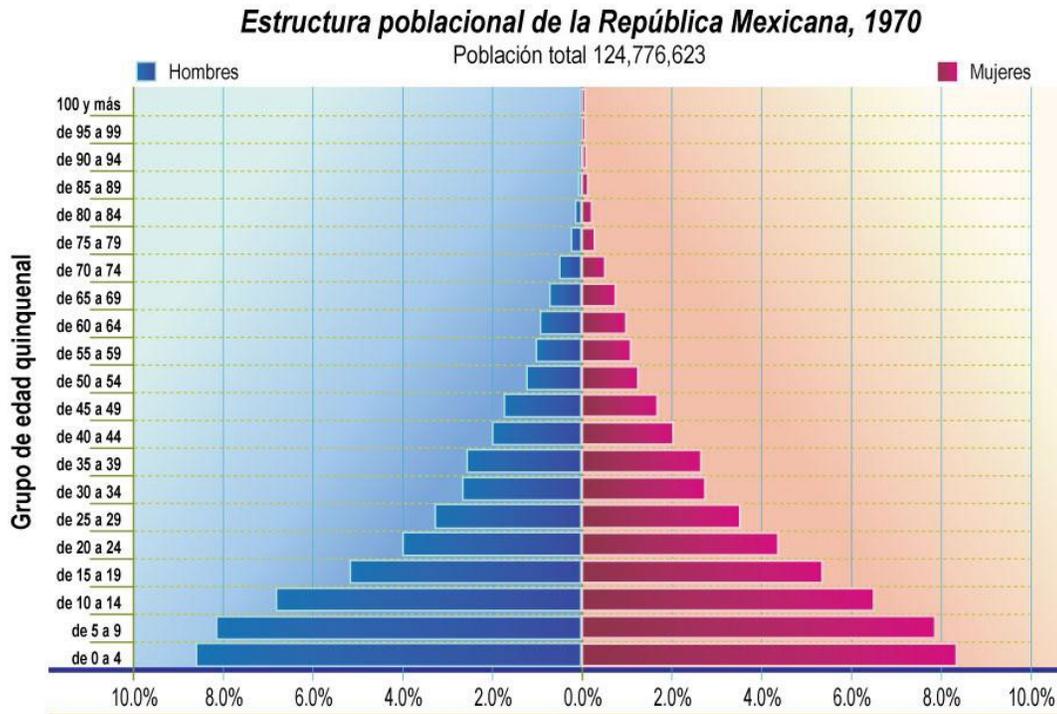


Figura 2. Transición y pirámide de edades en México, 1970-2040

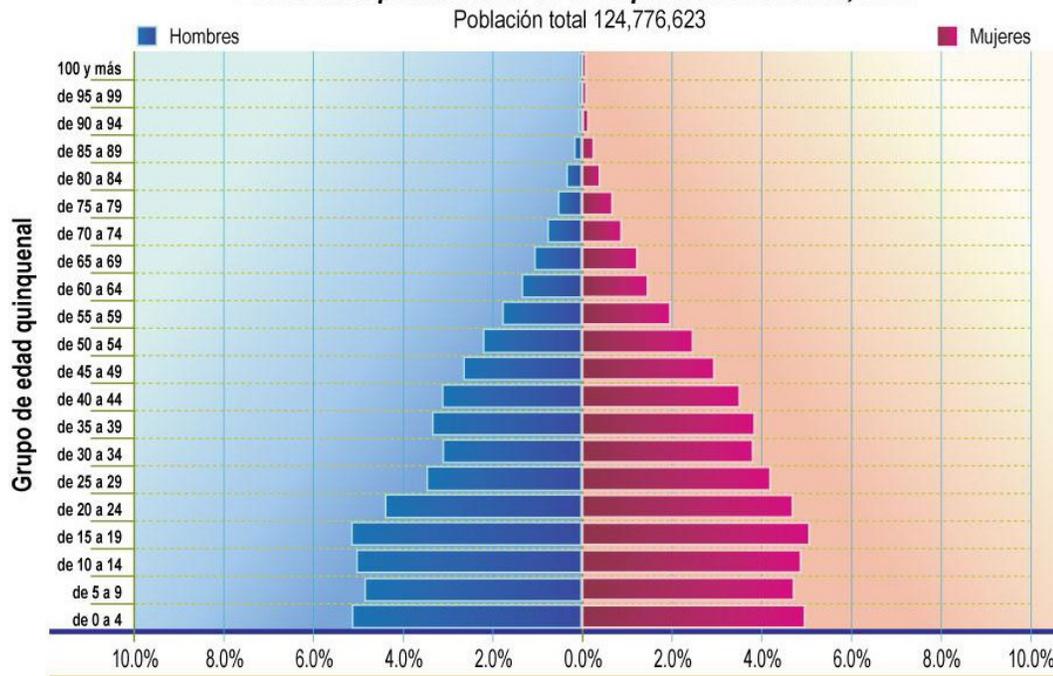


Figura 3. Estructura poblacional de la República Mexicana, 2010

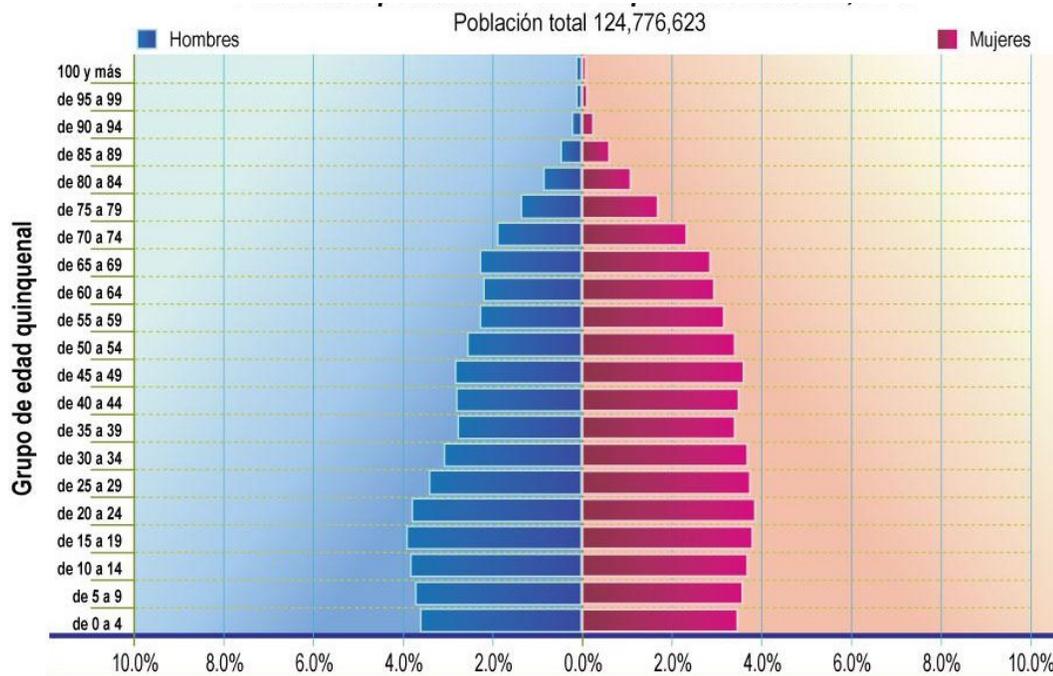


Figura 4. Estructura poblacional de la República mexicana, 2040

Fuente: Elaborada por SHF con información de INEGI.

Nota: 2010-2040 son estimaciones.

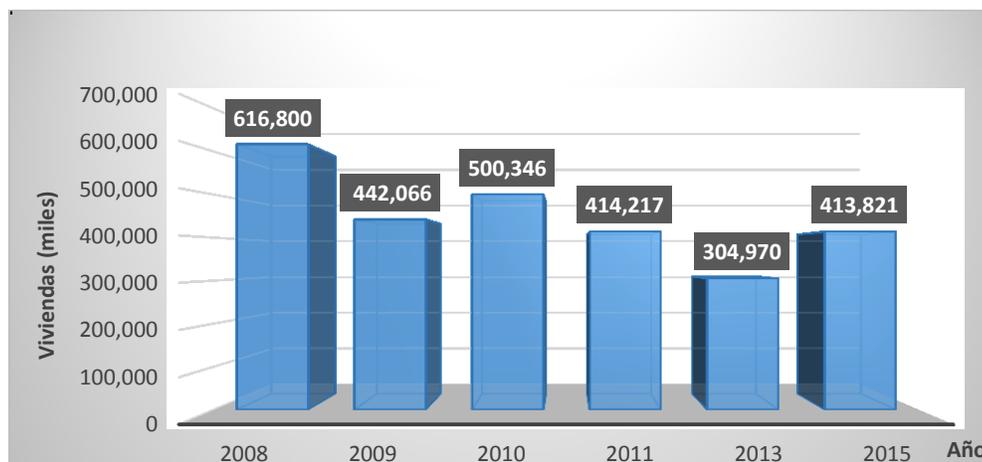
### 1.3 Oferta de Vivienda

La oferta está constituida por el acervo de la vivienda de calidad que existe en un momento dado y la construcción de vivienda que se incrementa cada año.

La industria de la vivienda atraviesa actualmente por un proceso de ajuste importante. Se ha reducido el volumen de construcción, aunque el tipo de vivienda construida también se ha venido modificando, lo mismo que las empresas que participan en la industria. En buena medida, estos cambios reflejan la necesidad de restablecer el balance entre el tipo de vivienda que el mercado requiere y el gobierno promueve, y la oferta que se construye, especialmente en el segmento que recibe apoyos por la parte del gobierno.

#### 1.3.1 Oferta de Vivienda Registrada

Durante el 2015, se registraron en el Registro Único de Vivienda (RUV), un total de **413,821** viviendas (Gráfica 6). El 59.9% de esta oferta corresponde al segmento de valor “Popular” (128 a 200 VSM).

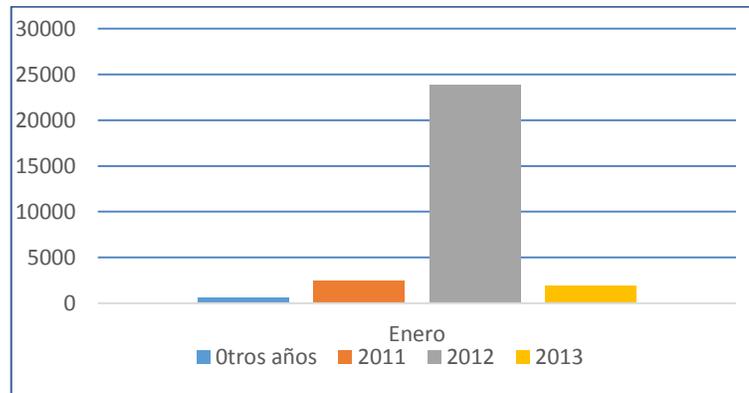


Gráfica 6. Oferta de vivienda registrada (2015)

#### 1.3.2 Oferta de Vivienda con Inicios de Verificación

Durante el mismo período, iniciaron su proceso de construcción, 46,564 viviendas, de éstas sólo el 42% (19,655) fueron registradas en 2013, el 51% (23,866) provenían de proyectos

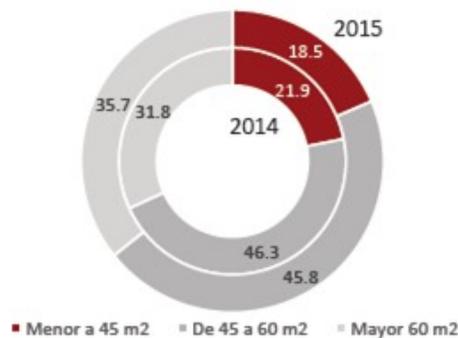
registrados en 2012; 5% (2,456) se registraron en 2011 y 1% restante (587) se registraron en otros años (Gráfica 7).



Gráfica 7. Oferta de vivienda con inicios de verificación, 2013

### 1.3.3 Oferta Registrada de Vivienda por Tamaño

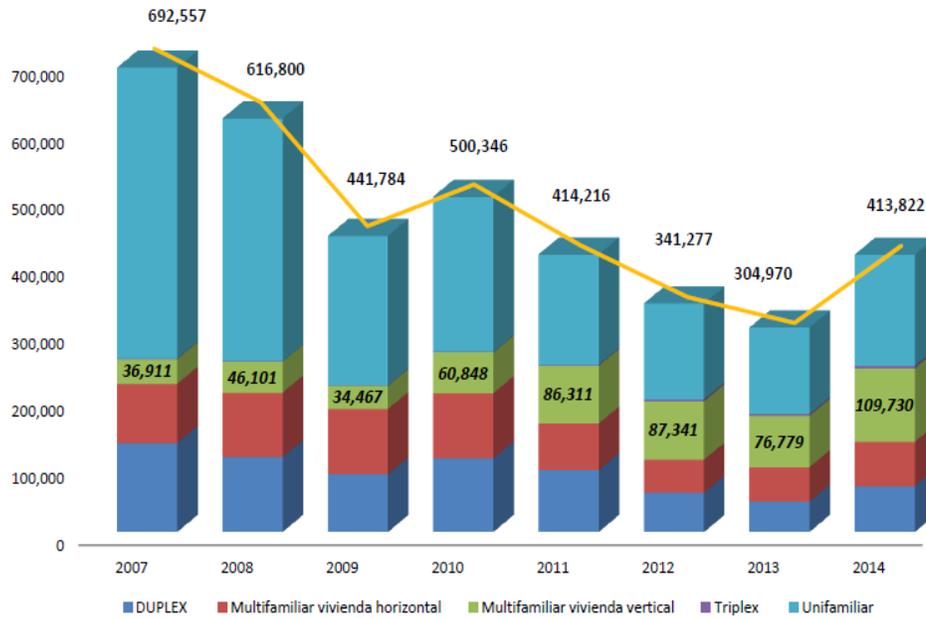
En cuanto a superficie, el mayor porcentaje lo ocupa la oferta de vivienda entre 45 y 60m<sup>2</sup> con el 38% la ocupa la oferta de vivienda mayor a 60m<sup>2</sup>, este segmento ha tenido un crecimiento constante en los últimos 5 años (Gráfica 8).



Gráfica 8. Oferta registrada de vivienda por tamaño (2015)

### 1.3.4 Oferta Registrada de Vivienda por Tipología

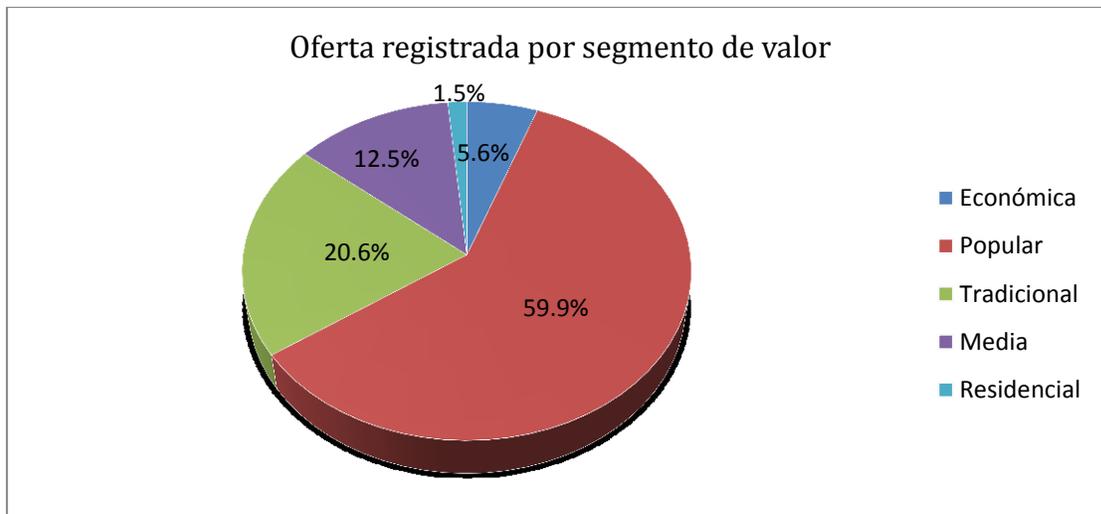
La tipología, con el mayor porcentaje de oferta es la Unifamiliar, con el 40%, sin embargo ha decrecido año con año, en contraste con el crecimiento que se observa en la vivienda vertical (Gráfica 9).



Gráfica 9. Oferta registrada de vivienda por tipología. 2014

### 1.3.5 Oferta Registrada de Vivienda por Segmento de Valor

La oferta de vivienda con mayor crecimiento porcentual es el segmento “Popular” (Gráfica 10). El Segmento residencial aún no es representativo del mercado, pues no es requisito el registro en RUV para originar este tipo de vivienda.



Gráfica 10. Oferta registrada de vivienda por segmento de valor (2015)  
Fuente: Gerencia de Vivienda y Desarrollo Urbano con datos del RUV

## 1.4 Competitividad

### 1.4.1 Entorno Macroeconómico Internacional y Nacional

Luego de un difícil 2009, en el que la economía global se contrajo en 0.7%, en 2010 se observa un proceso de recuperación, aunque con fuertes diferencias entre regiones: los países emergentes continúan avanzando aceleradamente, en tanto que los industrializados se mantienen rezagados.

Entre los del primer bloque –liderados por China, Brasil, India y Rusia–, el crecimiento ha sido apoyado principalmente por la demanda interna, al punto de que la preocupación versa sobre los riesgos de un sobrecalentamiento (o demanda excesiva que genera presiones inflacionarias), y de ahí la necesidad de ir aplicando políticas restrictivas en lo fiscal y lo monetario. En contraste, en los países industrializados, la reactivación se ha fundamentado principalmente en los estímulos fiscales y monetarios, y el temor es que retirarlos en forma anticipada podría generar un nuevo periodo de estancamiento; aunque, al mismo tiempo, los abultados déficits presupuestarios y las presiones de deuda pública en dichos países obligan a un ajuste en el gasto.

La elevada volatilidad financiera internacional durante el primer semestre de 2010 puede explicarse en buena medida por la desconfianza de los inversionistas en cuanto a la capacidad de algunas economías europeas para hacer frente a sus vencimientos de deuda. El retorno a la estabilidad financiera requiere una reestructura de esta actividad a escala global, aunque el proceso podría tomar algún tiempo y reducir la capacidad de la banca para el otorgamiento de crédito, sobre todo ante medidas regulatorias que obligan a las instituciones financieras a niveles de capitalización y liquidez más elevados.

En cuanto a la economía mexicana, la recuperación –iniciada en el segundo semestre de 2009–, ha sido desigual entre sectores, pues el impulso a la actividad ha provenido de la demanda externa, en tanto que en lo interno, el consumo privado se recupera con lentitud. La debilidad de este componente de la demanda agregada tiene su explicación en la evolución del ingreso, que depende tanto del empleo como del salario real. El primero, si bien alcanzó a

mediados de 2010 los niveles previos a la crisis, la recuperación se ha dado sobre todo en actividades de baja calificación.

En cuanto al salario, aunque en términos nominales se ha mantenido al alza, el incremento ha estado por debajo de la inflación; es decir, en términos reales, el salario.

#### ***1.4.2 La Vivienda Impulsa el Crecimiento Económico***

Los gobiernos nacionales y locales, las ONGs y los estudiosos del mundo desde hace mucho han reconocido que la vivienda es una industria que impulsa el crecimiento económico, pero no solo por el valor monetario de los bienes físicos, sino porque contribuye a la productividad de los hogares y el bienestar socio.-económico de las familias, zonas y ciudades, pero apenas empieza a comprenderse la total contribución del sector a la economía general, al bienestar financiero y físico de las familias y comunidades y al funcionamiento eficiente de los mercados laborales locales y de los sistemas urbanos.

Poner al alcance de las familias mexicanas la vivienda que requieren, no sólo satisface una demanda social, sino también impulsa el crecimiento de la economía y del empleo y derrama recursos que —cerrando un círculo virtuoso— permiten a la familia hacerse de una casa.

Desde principios del siglo, el sector de la vivienda registró una importante reactivación que le convirtió en una actividad moderna y en expansión sostenida, gracias a lo cual ha logrado cumplir con el rol social de donde obtiene su sentido esencial: producir una oferta de vivienda para cada vez más familias y generar más empleos directos para los mexicanos.

#### ***1.4.3 La Vivienda es Vehículo para la Creación de Riqueza***

La propiedad de una casa es una fuente predominante de riqueza familiar en muchos países, especialmente para los propietarios de ingreso más bajo que con poca probabilidad tendrán otros bienes

El aumento del valor del bien subyacente aumenta el patrimonio de la familia; dicho aumento de la riqueza se puede realizar a través de la venta de la casa o, con productos crediticios apropiados, las familias también pueden acceder a esta riqueza pidiendo un crédito sobre la propiedad.

Para que las familias se beneficien de la re-expresión del valor de sus bienes, tiene que haber un mecanismo que evalúe el valor de las propiedades, un mercado que funcione para facilitar la reventa de las casas que incluya escrituras seguras y aseguradas, así como información sobre los precios que se pagan en las operaciones del mercado que debe observarse libremente.

En México, las restricciones sobre la reventa legal de las propiedades, incluyendo problemas con la escrituración y el traslado de dominio, el financiamiento y altos costos de la operación, llevan a un escaso volumen de transacciones legales y observables que, a su vez, hace difícil evaluar el valor de mercado de las propiedades. El aprovechamiento de la riqueza doméstica también requería tener acceso a productos crediticios sobre bienes patrimoniales – dado el alto nivel de mejoras que muestra el mercado de auto-construidas hay un fuerte interés en permitir a los propietarios solicitar créditos sobre ese patrimonio para que estos dineros puedan reinvertirse en sus casas existentes.

#### ***1.4.4 La Actividad en la Industria de la Vivienda Tiene un Efecto Multiplicador***

A través de enlaces verticales y horizontales, la industria de la vivienda detona la actividad de otros sectores económicos. Fomenta la construcción, la manufactura de materiales de construcción, los pagos familiares sobre rentas, servicios públicos, el mantenimiento, la reparación y ampliación de las unidades existentes, así como los bienes y mobiliario doméstico. Se reconoce el valor de la actividad de la construcción residencial en México.

La medición probablemente sub-calcula su valor real porque algunas actividades relacionadas no se capturan en su totalidad, en especial, el ingreso por arrendamiento por medio de arreglos informales y gastos en mejoras y ampliación de las casas (tanto en el mercado formal como en el auto-construcción).

#### ***1.4.5 La Inversión en Viviendas Arrendables es una Fuente de Generación de Ingresos par a las Familias***

Tener una vivienda arrendable puede representar una fuente de ingreso para las familias de ingresos medios. En Estados Unidos, por ejemplo, la propiedad residencial arrendable es una forma común de invertir. Las pruebas anecdóticas sugieren que esta es también una fuente bastante común de ingreso en México, que incluye la renta de un cuarto dentro de la casa familiar, así como unidades habitacionales independientes.

Los códigos de construcción y las herramientas financieras que permiten y fomentan la inversión en viviendas arrendables podrían aumentar las oportunidades de generar ingresos entre los pequeños inversionistas.

#### ***1.4.6 La Vivienda da un Lugar para Instalar Micro-Empresas***

Para las personas autoempleadas y para los empresarios, la vivienda es un lugar desde el que se pueden hacer negocios. Por datos anecdóticos, dichos negocios familiares son comunes en México, en las áreas urbanas y rurales: pequeñas bodegas, talleres de reparación de autos, servicios de corte de pelo y pequeños negocios similares que frecuentemente operan desde las casas de los propietarios. De hecho, algunas viejas comunidades auto-construidas en la periferia urbana sirven como centros comerciales diversos e integrados y evita que las familias tengan que transportarse a gran distancia a los grandes centros de ventas al detalle del centro de la ciudad. Actualmente, la micro-empresa doméstica es ilegal bajo los programas de financiamiento de la vivienda, pero aparentemente se están cambiando las disposiciones para permitir algún desarrollo de uso mixto.

#### ***1.4.7 Si se Planea la Ubicación de un Nuevo Desarrollo, se Promueve el Funcionamiento de los Sistemas Urbanos y de los Mercados Laborales***

El uso del suelo predominante en las áreas urbanas es el residencial. Así, la ubicación y la condición de las casas existentes, así como los nuevos desarrollos, dan forma a los patrones

físicos de crecimiento y declinación urbanos. La proximidad de las familias a los patrones y la disponibilidad de la infraestructura del transporte afectan la operación de los mercados laborales urbanos. La política hacia asentamientos auto-construidos más viejos (es decir, el reacondicionamiento de los servicios urbanos y la escrituración) establece incentivos que influyen en el comportamiento futuro de inversiones en casas. Algunas de las ciudades más grandes de México, en especial el Distrito Federal, están teniendo costos para el ambiente y el tiempo de la expansión. Si se planean adecuadamente los desarrollos y se exige el uso del suelo designado, se puede disminuir la apariencia negativa de las casas en lugares inapropiados.

#### *1.4.8 El Financiamiento de la Vivienda está Íntimamente Unido al Sistema Financiero*

Puesto que la mayoría de las familias no puede adquirir casas a través de operaciones únicas en efectivo, la conversión de la demanda potencial a demanda efectiva requiere que las familias tengan acceso a capital prestado. La medida y la eficiencia de la infraestructura financiera afectan la capacidad que tienen las familias de comprar casas que valen más que su ingreso actual y sus ahorros.

México ha desarrollado instituciones financieras cuyo propósito primario de financiar la vivienda, con lazos limitados con el resto del sistema financiero, pero algunas están recurriendo a los mercados de capital.

Este período ofrece una estabilidad macro-económica relativa y más disponibilidad de capital global, creando así el potencial de tener más acceso al capital que en tiempos pasados. Una vivienda segura, limpia, adecuada, produce una imagen positiva al mejorar la salud y el bienestar de las familias y las comunidades. La vivienda adecuada, que incluye el acceso a agua potable, sistemas de saneamiento y otros servicios urbanos, contribuye a una mejor salud y seguridad de los residentes.

### ***1.4.9 Organismos que Gestionan la Adquisición de Vivienda***

A principios de los años 2000, el sistema de financiamiento de la vivienda en México estaba aún emergiendo del periodo ensombrecido por la crisis del peso a mediados de los años 90. Al tiempo que los créditos por parte de los organismos cuasi públicos comenzaron a crecer, la necesidad para el financiamiento de viviendas sobrepasó en gran medida la capacidad de estos organismos. El crédito hipotecario fue también casi exclusivamente dirigido a las viviendas recién construidas para los trabajadores afiliados a uno de los fondos de vivienda nacionales. Con el fin de cubrir de la mejor manera las necesidades de vivienda del país.

La Política Nacional de Vivienda tiene como objetivo incrementar el financiamiento de viviendas a los sectores de clase baja, y de proyectos de construcción que se lleven a cabo con planeación previa de manera sustentable con estrategias, como el registro público de propiedades, para potenciar el valor de su patrimonio; así como el mejoramiento de la vivienda existente y el aumento de las opciones de financiamiento.

En la primera mitad de la década de los 90's, se inició la consolidación de los organismos nacionales de vivienda como entes financieros.

Según el cuarto Informe de Ejecución 2010, en el sector de la construcción y la vivienda el número de financiamientos se incrementó a 1.142.035, lo que superó la meta en un 4%, y los subsidios otorgados por el programa para el desarrollo de zonas prioritarias aumentó el 6% respecto al año anterior.

Actualmente existe una diversidad amplia de opciones para adquirir una vivienda, entre las que se encuentra la banca comercial, las instituciones gubernamentales. A continuación se muestran algunas opciones así como las características más importantes de cada una de ellas.

#### ***Organismos Gubernamentales***

Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores. El INFONAVIT administra las aportaciones con la doble obligación de otorgar rendimientos a la subcuenta de vivienda y operar un sistema de financiamiento para los trabajadores, con la finalidad de adquirir, construir, reparar, ampliar o mejorar sus habitaciones, así como cubrir el pago de

pasivos. Este Instituto está dirigido a trabajadores asalariados del sector privado, con ingresos desde 1 Vez el Salario Mínimo (Vsm).

***Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores al Servicio del Estado***

Se integró en 1972 como un órgano desconcentrado del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (ISSSTE). Cada empleado público tiene una subcuenta de vivienda que administra el Fondo de la Vivienda del ISSSTE.

El FOVISSSTE administra las aportaciones de las dependencias y entidades públicas afiliadas al ISSSTE, destinadas al otorgamiento de créditos para la adquisición, reparación, ampliación o mejoramiento de las viviendas de los trabajadores del Estado.

Además otorga créditos a los trabajadores al servicio del Estado que coordina y financia programas de vivienda con recursos propios y con la participación de entidades públicas y privadas.

El Fondo está destinado a trabajadores públicos federales y a algunos gobiernos y dependencias estatales y municipales, así como los de la mayoría de las universidades públicas del país, con ingresos desde 1Vsm.

***Sociedad Hipotecaria Federal***

Constituido en 1963 inicialmente como Fondo de Operación y Financiamiento Bancario a la Vivienda (FOVI) y transformado en 2001 como Sociedad Hipotecaria Federal. La SHF impulsa el desarrollo de los mercados primarios y secundarios de crédito a la vivienda mediante el otorgamiento de crédito y garantías destinadas a la construcción, adquisición y mejora de vivienda - preferentemente de interés social - así como al incremento de la capacidad productiva y el desarrollo tecnológico, relacionados con la vivienda a través de intermediarios financieros. La SHF está dirigido preferentemente a la población de ingresos medios y bajos.

### ***Comisión Nacional de Vivienda***

Creada en 2001 como Comisión Nacional de Fomento a la Vivienda, se convirtió en 2006 en Comisión Nacional de Vivienda. Es un organismo descentralizado de utilidad pública e interés social. No está sectorizado y cuenta con personalidad, entidad jurídica y patrimonio propio.

El programa considera el otorgamiento de un subsidio atado a un crédito, por lo que el monto máximo de éste dependerá de los criterios que apliquen las entidades ejecutoras. El subsidio varía según la entidad ejecutora y no aplica un plazo de pago porque el apoyo se otorga en forma inmediata por única vez.

### ***Fideicomiso del Fondo Nacional de Habitantes Populares***

Se constituyó en 1981 como fideicomiso, sectorizado en SEDESOL. El FONHAPO atiende a la población en situación de pobreza patrimonial. Es la instancia que proporciona únicamente subsidios a través de los programas de ahorro y subsidio “Tu Casa” para personas en zonas urbanas y “Vivienda Rural” para hogares rurales e indígenas.

### ***Desarrolladores***

En las décadas de 1970 y 1980, surgió una serie de empresas dedicadas a realizar conjuntos habitacionales que se caracterizaron principalmente por estar en la periferia de las zonas urbanas, por ofrecer vivienda para un segmento de la población y por ser iguales entre sí.

### ***Sociedades Financieras***

Al lado de los organismos gubernamentales y las bancas privadas, existen sociedades financieras que también proporcionan créditos. Estos créditos son otorgados a personas que no cuentan con un empleo formal ni con un seguro social. Existen dos tipos de sociedades.

### ***Sofomes (Sociedad financiera de objeto múltiple)***

Las Sofomes son sociedades anónimas, cuyo objeto social principal es el otorgamiento de crédito y/o la celebración de arrendamiento financiero. Conforme a la Ley, son entidades financieras que para operar no requieren la autorización de las autoridades financieras.

- Sofomes Er: Si tales entidades financieras mantienen vínculos patrimoniales con instituciones de crédito o sociedades controladoras de grupos financieros -de los que formen parte instituciones de crédito- se denominarán “Sociedad financiera de objeto múltiple regulada”.
- Sofomes Enr: Si las entidades financieras no mantienen los mencionados vínculos con instituciones de crédito o sociedades controladoras de grupos financieros, se denominarán “Sociedad financiera de objeto múltiple no regulada” nivel de equipamiento comunitario. Estas deficiencias conllevan a que en un futuro la plusvalía de la vivienda y de la zona urbana se vea afectada.

Cabe mencionar que, aparte de los costos en la construcción, existen otros factores que alteran la densidad de vivienda, como son la migración, los ciclos económicos, la creciente concentración en ciudades medianas y grandes y, en menor medida, la violencia actual en el país. Del 2005 hasta el 2011 el número de viviendas deshabitadas en México creció un 16%.

### ***Sofol (Sociedad financiera de objeto limitado)***

La principal diferencia que existe entre una Sofol y un Banco es que la primera sólo se dedica a un giro determinado, por ejemplo: hipotecarios, al consumo, automotrices, agroindustriales, microcréditos, a pymes, bienes de capital, transporte, etc.

Las fuentes de fondeo -de donde proceden los recursos que se otorgan a los clientes son otra importante diferencia entre un banco y una Sofol, ya que un banco cuenta con una mayor cantidad de giros donde se obtienen tales recursos, mientras que una Sofol sólo obtiene fondos de ahorro nacionales, extranjeros y de sus propios accionistas y capitalistas.

Uno de los sectores más beneficiados con la introducción de las Sofoles fue la industria de la construcción, en particular el mercado de la vivienda. Con la creación de la Sociedad

Hipotecaria Federal en 2001, se canalizaron recursos complementarios a los ofrecidos por Infonavit y Fovissste a través de créditos para el sector inmobiliario. En la (Figura 6) se muestran los organismos que gestionan la producción de vivienda.

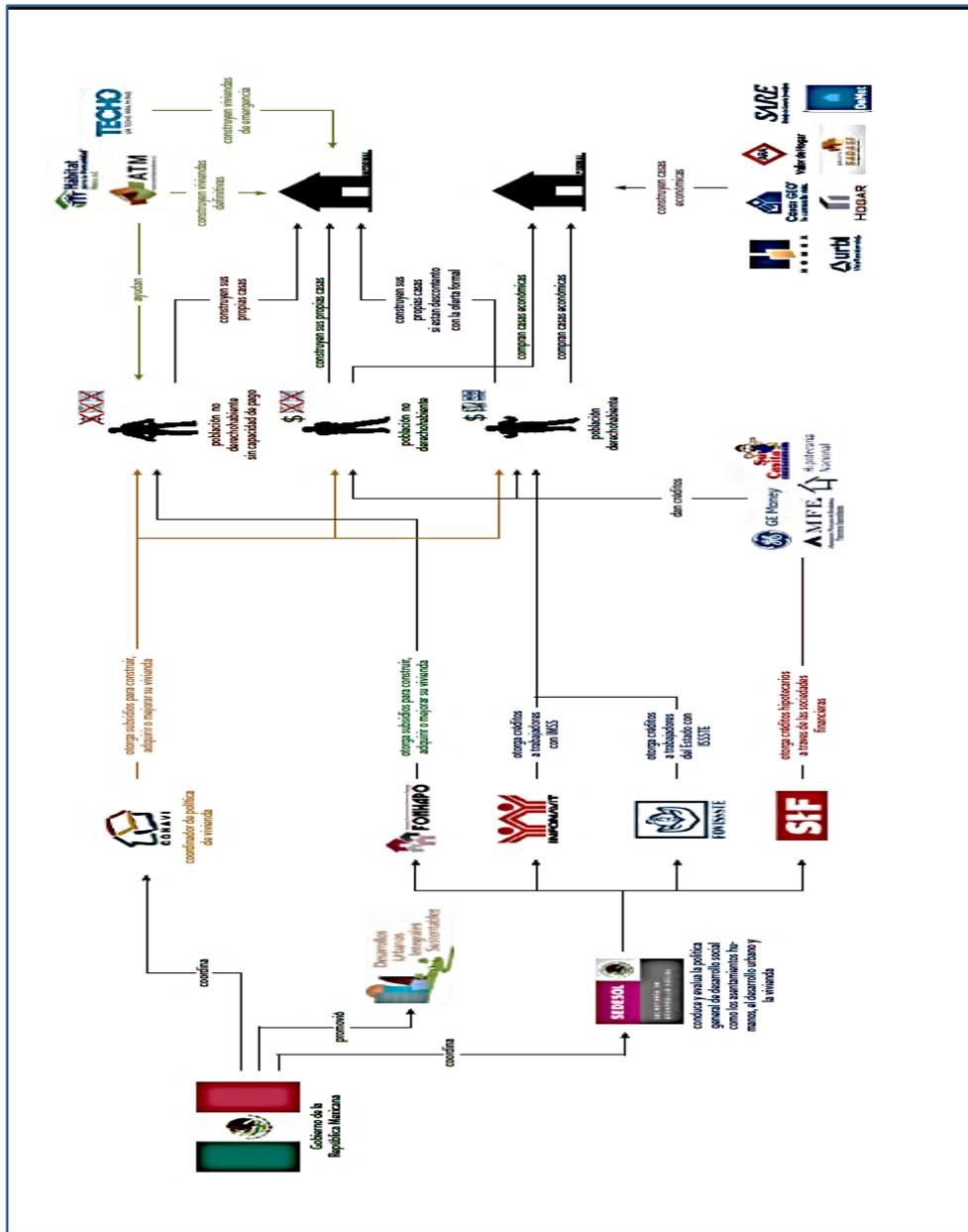


Figura 5. Organismos que gestionan la producción de vivienda



# Capítulo 2.

## Opciones de Financiamiento

---

### 2.1 Financiamiento de la Empresa Inmobiliaria

El comportamiento de las empresas mexicanas para obtener financiamiento está viviendo un sustancial cambio, en virtud de que el mismo entorno económico ha propiciado un análisis más serio de la “Estructura Financiera” de los negocios, toda vez que el costo de los recursos se incrementa día con día.

Las empresas necesitan financiamiento para llevar a cabo sus estrategias de operación, inversión y financiamiento, dichas estrategias permiten abrir más mercados en otros lugares geográficos, aumentar la producción, construir o adquirir nuevas plantas, hacer alguna otra inversión que la empresa vea benéfica para sí misma o aprovechar alguna oportunidad que presente el mercado.

La forma en que las empresas realizan financiamiento es a través de instrumentos de deuda o vía capital, que también es utilizable para reducir pasivos con vencimiento a corto plazo y los de largo plazo que llegan al final de su tiempo de gracia. Este modo de operar lo podemos observar en cualquier lugar ya sea en economías muy industrializadas o emergentes.

Esta búsqueda de financiamiento básicamente se da por dos motivos:

1. cuando la empresa tiene falta de liquidez necesaria para hacer frente a las operaciones diarias, por ejemplo, cuando se necesita pagar deudas u obligaciones, comprar insumos, mantener el inventario, pagar sueldos, pagar el alquiler del local, etc.

2. cuando la empresa quiere crecer o expandirse y no cuenta con el capital propio suficiente como para hacer frente a la inversión, por ejemplo, cuando se quiere adquirir nueva maquinaria, contar con más equipos, obtener una mayor mercadería o materia prima que permita aumentar el volumen de producción, incursionar en nuevos mercados, desarrollar o lanzar un nuevo producto, ampliar el local, abrir nuevas sucursales, etc.

La combinación de capital propio y ajeno es el financiamiento que en mayor o menor grado tiene toda empresa y su aplicación en inversiones fijas o circulantes obedece a toda una estrategia financiera.

El Financiamiento es entonces, el abastecimiento y uso eficiente del dinero, líneas de crédito y fondos de cualquier clase que se emplean en la realización de un proyecto o en el funcionamiento de una empresa.

Veamos a continuación cuáles son las principales fuentes de financiamiento a las cuáles podemos recurrir en búsqueda de aquel dinero que podríamos necesitar ya sea para seguir funcionando como empresa, o para invertir y hacerla crecer:

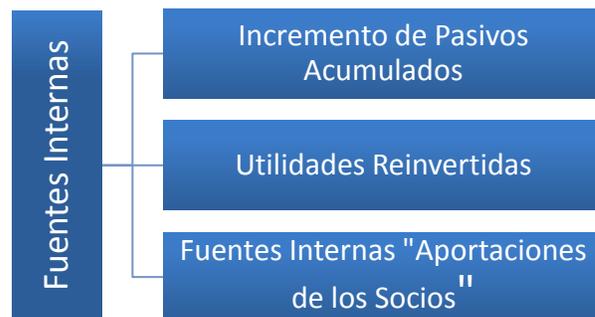
### ***Tipos de Fuentes de Financiamiento***

#### ***Dependiendo del plazo:***

- Corto
- Mediano
- Largo Plazo

#### ***Dependiendo de su origen***

- **Fuentes internas:** Son fuentes generadas dentro de la misma empresa, como resultado de sus operaciones y promoción.



- **Fuentes externas:** (Pasivo) son aquellas otorgadas por terceras personas y son de deuda o Mercado de capitales



Dentro de las fuentes externas se encuentra un financiamiento muy socorrido entre los desarrolladores de vivienda que es el Crédito Puente y la Bursatilización.

### 2.1.1 Crédito Puente

Específicamente el crédito hipotecario puente es un financiamiento de mediano plazo diseñado especialmente para el desarrollador, para financiar la construcción e individualización de sus conjuntos habitacionales de interés social (Sociedad Hipotecaria Federal, Infonavit vivienda económica, Infonavit línea II, además vivienda Media Residencial y Plus), así mismo el

crédito puente es otorgado para el financiamiento de otro tipo de Desarrollos de carácter público o privado, tales como hospitales, edificio de condominio, hoteles, etc.

Las Instituciones financieras establecen una serie de requisitos que avalen principalmente la capacidad Técnico-Financiera del proyecto ejecutivo a desarrollar, siendo esto el estudio de factibilidad.

Es importante mencionar que existe un organismo que regula y respalda estas operaciones y se basa en el principio de proporcionar apoyo para el desarrollo de la vivienda; la Sociedad Hipotecaria Federal, (SHF) es una institución financiera perteneciente a la Banca de Desarrollo, creada en el año 2001, con el fin de propiciar el acceso a la vivienda de calidad a muchos que la demandan, y establece las condiciones para que se destinen recursos públicos y privados a la oferta de créditos hipotecarios.

Mediante el otorgamiento de créditos y garantías, SHF promueve la construcción y adquisición de viviendas preferentemente de interés social y medio, incluyendo para fraccionamientos de tipo Residencial.

En la actualidad SHF no otorga los recursos directamente para la construcción de vivienda. Lo que hace es garantizar el pago oportuno a los acreedores de los Intermediarios Financieros respecto de los créditos destinados al financiamiento para la construcción de viviendas en caso de incumplimiento por parte del promotor.

Por lo anterior, el trámite, evaluación, otorgamiento y contratación de un crédito puente tendrá que realizarse ante algún Intermediario Financiero registrado ante SHF.

Para iniciar el trámite para la obtención de un crédito puente con algún Intermediario Financiero, se debe de cumplir con algunos requisitos básicos, los cuales constan de los documentos inherentes a la empresa y al propio proyecto a desarrollar, siendo los principales:

- ✓ ***Carpeta legal.*** Deberá contener todos los documentos legales de la empresa, tales como: actas, poderes, identificaciones, etc., así como los documentos legales de proyecto: Escritura de la Propiedad, Régimen de Propiedad en Condominio, Uso de suelo, Alineamiento y número oficial, Factibilidades (agua, drenaje, vialidad, etc.)

✓ ***Carpeta técnica.***

- *Urbanización.* Deberá de tener los planos Topográficos, de lotificación, desembrado, de vialidades, hidráulico, sanitario, instalaciones eléctricas, señalización, equipamiento, urbanización, arborización y de detalle constructivo.
  - *Edificación.* Deberá contener los planos arquitectónicos, estructurales, acabados, eléctrico, gas, hidrosanitario, instalaciones especiales.
- ✓ ***Carpeta financiera.*** Que contiene la información financiera histórica de la empresa solicitante del crédito, así como los flujos de efectivo del proyecto (corrida financiera) y sus premisas de elaboración en base a un estudio de mercado y presupuestos

Estos requisitos podrán variar de acuerdo con el Intermediario Financiero con el que se esté tramitando el crédito.

Las condiciones financieras de los créditos en cuanto a tasa de interés y comisiones, varían de acuerdo a cada Intermediario.

Una vez que se tiene el total de la documentación solicitada al desarrollador, y ha sido revisada la institución financiera llegara a una conclusión dando como resultado un Dictamen Técnico; un avalúo tipo y un cuadro valuatorio proyectado que validen la viabilidad del proyecto.

Después de autorizado el crédito puente por parte del Intermediario Financiero, este turnará el proyecto para su registro en SHF y obtención de la garantía de pago oportuno.

Una vez formalizado el crédito puente generalmente se otorga un anticipo por parte del Intermediario para iniciar el proyecto.

Las demás ministraciones se dan conforme al avance de obra. Los créditos individuales con los cuales se liquidará el crédito puente se pueden canalizar a través de este Intermediario Financiero u otro elegido por el adquirente.

La supervisión Técnica para los avances de obra una vez autorizado el proyecto regularmente corre a cargo de la misma institución con su propio equipo técnico, en algunas ocasiones se contrata un equipo externo para estos procedimientos, más adelante se analizara cual podría resultar más conveniente.

En este proceso se verifica lo siguiente:

- ✓ Calidad de los materiales según especificaciones proporcionadas por el constructor.
- ✓ Calidad de la ejecución de los sistemas constructivos empleados de acuerdo a las normas según planos autorizados.

Tiempos de ejecución de acuerdo a los programas previamente autorizados.

- ✓ Levantamiento Topográfico.
- ✓ Solicitud de pruebas de laboratorio.

Con esta información se emite el reporte de avance de obra, el estado financiero para la aprobación del suministro de recursos.

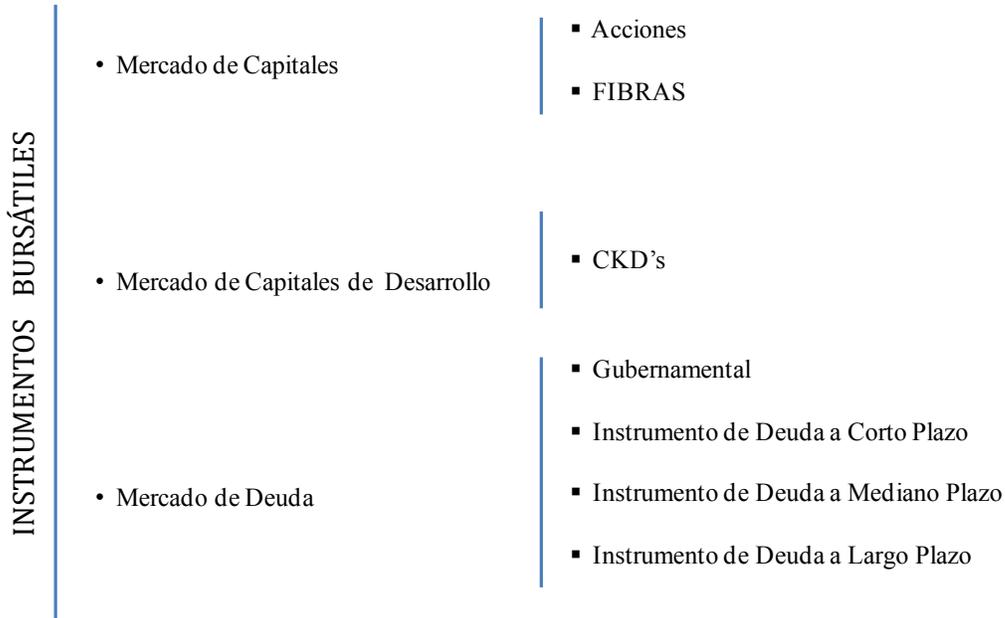
### **2.1.2 Bursatilización**

La bursatilización básicamente consiste en obtener dinero mediante la venta de títulos bursátiles a través de la Bolsa de Valores, los cuales van dirigidos a diferentes tipos de inversionistas, estos títulos representan un compromiso por parte del emisor en el que se obliga a restituir el capital más intereses y rendimientos convenidos y establecidos previamente, en una fecha de vencimiento dada.

El financiamiento a través de la bursatilización puede ser utilizado por empresas mercantiles establecidas como Sociedades Anónimas y por el Gobierno, los cuales acuden al Mercado de Valores para participar como emisores de títulos para recaudar recursos. El costo por este tipo de financiamiento puede variar según las características del título que se haya

emitido entre otras variables. La bolsa de valores cuenta con una variedad de Instrumentos Bursátiles o títulos para distintas necesidades.

### 2.1.2.1 Instrumento Bursátiles



### 2.1.2.2 Mercado de Capitales

#### A) Acciones

Son títulos que representan parte del capital social de una empresa de carácter privado. La financiación por este medio consiste en recaudar fondos por la venta de participaciones en una empresa, lo que implica que la posesión de las acciones otorga a sus compradores los derechos de un socio. El rendimiento para el inversionista se presenta de dos formas, por dividendos generados por la repartición de las utilidades, o por ganancias de capital vendiendo los títulos.

El plazo en este valor no existe, pues la decisión de vender o retener los títulos reside exclusivamente en el tenedor (inversionista). El precio está en función del desempeño de la empresa emisora y de las expectativas que haya sobre su desarrollo lo cual implica un riesgo de pérdidas por un mal desempeño de parte de la empresa. Asimismo. En el precio de los títulos también influyen elementos externos que afectan al

mercado en general. En el mercado accionario se considera que la obtención de ganancias es a un largo plazo aunque no necesariamente sucede. *Tipos de acciones:*

- Acciones comunes: Confieren iguales derechos y son de igual valor (también se les conoce como ordinarias).
- Acciones preferentes: También llamadas de voto limitado. Solo posee el derecho a voto en asambleas extraordinarias.
- Acciones de goce: Son aquellas que pueden ser entregadas a los accionistas a quienes se les hubieren amortizado sus acciones con utilidades repartibles y sus tenedores tendrán derecho a las utilidades líquidas, así como derechos de voto en las asambleas, según lo contemple el contrato social.

### ***¿Dónde se compran y se venden las acciones?***

Por su capital, las empresas se clasifican en dos tipos: empresas privadas, en las que los dueños o accionistas son congregados solamente por invitación y ningún externo puede ser accionista; y, empresas públicas, donde cualquier persona puede comprar o vender las acciones de la compañía.

En el caso de las empresas públicas, el intercambio de acciones se realiza en mercados organizados que operan con reglas transparentes y están abiertos al público inversionista, es decir, cualquier persona o entidad que cumpla con los requisitos establecidos por dichos mercados puede participar en ellos. Estos mercados organizados se conocen como mercados accionarios y existen en todo el mundo. Los mercados accionarios más importantes por su tamaño se localizan en Nueva York (New York Stock Exchange, y National Securities Dealers Automated Quotations, NASDAQ), Londres (London Stock Exchange), y Japón (Tokyo Stock Exchange ). En México, el mercado accionario forma parte de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

## **B) FIBRAS**

### ***Origen y comportamiento de la FIBRAS***

Las FIBRAS o Fideicomiso de Infraestructura y Bienes Raíces es un instrumento legal, financiero y fiscal que surgió a finales del siglo XIX en la ciudad de Boston, bajo el nombre “The Massachusetts Trust” o El fideicomiso de Massachusetts, a través del cual permitía a las empresas invertir en bienes raíces. Este fideicomiso fue sumamente atractivo debido a las características que tenía y a los estímulos fiscales con los que contaba:

- La emisión de acciones negociables representativas del derecho de propiedad.
- Responsabilidad limitada para los tenedores de estas acciones.
- La administración de los inmuebles a cargo de expertos inmobiliarios.
- La exención de impuestos a los ingresos que obtenía el fideicomiso.
- La exención sobre ganancias de capital para los inversionistas.

### ***Definición de las FIBRAS***

Es un fideicomiso o una Sociedad Mercantil integrado por infraestructura, es decir se encarga de la adquisición o construcción de bienes inmuebles, el cual ofrece la oportunidad a los inversionistas de participar en la propiedad o en el financiamiento de bienes raíces, otorgando un rendimiento por su inversión.

El inversionista o propietario aporta bienes inmuebles (terrenos, edificios, naves industriales, entre otros), en fideicomiso con el fin de emitir CPO's (Certificado de Participación Ordinario de libre suscripción; estas acciones otorgan derechos de voto restringido) en el mercado de capitales, los cuales se encuentran respaldados por los bienes inmuebles.

Sin embargo se puede definir la estructura de una FIBRA de manera muy general de la siguiente forma:

- ⊕ Una FIBRA es una compañía o un fideicomiso que posee, y en la mayoría de los casos, opera con propiedades inmobiliarias tales como departamentos, centros comerciales, oficinas, hoteles, almacenes e instalaciones industriales.

- ✦ Son estructuras que ofrecen a los inversionistas la oportunidad de participar en la propiedad o financiamiento de bienes raíces.
- ✦ Las acciones de la mayoría de las Fibras se negocian libremente, generalmente en la Bolsa de Valores.

Una FIBRA está compuesta de tres ingredientes básicos (tabla 2.1):

- El inmueble, es decir quién aporta la inversión para desarrollar el inmueble o quien brinda directamente el inmueble.
- El fideicomiso, que es responsable de la administración del inmueble para generar flujos de efectivos y
- La emisión, que es la bursatilización de esos flujos de efectivo a través de CPO's

*Tabla 1. Elementos que conforman una FIBRA*

<b>Ingredientes de una FIBRA</b>	
	<b>Inmueble</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Propiedad de persona moral o física</li> <li>• Rentado con alto % de ocupación</li> <li>• Inquilinos solventes y</li> <li>• Contratos a largo plazo</li> </ul>
	<b>Fideicomiso</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asegura la permanencia del inmueble administrado y operado por medio de un tercero</li> </ul>
	<b>Emisora</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Empresa tenedora de CPO's y emisora de acciones</li> <li>• Cumple con circular única y reglamento de la BMV.</li> </ul>

Actualmente existen diferentes tipos de FIBRAS (ver tabla 1) cada una con características particulares que involucran la forma de adquisición de los bienes inmuebles, así como el uso que les dan a los mismos, ya sea para financiamiento de proyectos, o para llevar un control sobre archivos estratégicos o bien una manera de generar utilidades.

Tabla 2. Tipos de FIBRAS

	Modelo de Negocio	Estructura a considerar
<b>FIBRA Tipo 1</b>	Fondo Inmobiliario/infraestructura	FIBRA Tipo Sociedad Mercantil SIBRAS
	Sociedad Mercantil (generando utilidades.)	
<b>FIBRA Tipo 2</b>	Busca de un vehículo de salida	
	Bienes Raíces privados (Familias/partes relacionadas)	Fideicomiso Listado: FIBRAS
	Venta definitiva de un paquete de inmuebles	
	Los dueños originales valoran el anonimato ("listar los activos, no la familia")	
	Flexibilidad de acomodar su "estrategia inmobiliaria familiar"	
	Este modelo es altamente recomendable también para estructuras inmobiliarias (Incluidas S.A.) altamente apalancadas que no generan utilidades	
<b>FIBRA Tipo 3</b>	Empresas que su actividad fundamental de negocios	Sale and Lease Back: FIBRA S&L
	NO es bienes raíces, pero que poseen activos inmobiliarios significativos	
	Sale-and-lease-back	
	Mantener "control" sobre archivos estratégicos	
<b>FIBRA Tipo 4</b>	Financiamiento de Proyectos (Project Financing)	Fideicomiso hipotecario:
	Proyectos de Vivienda y de Bienes Raíces	FIBRA-H

Sin embargo para poder identificar qué tipo de FIBRA es la que se está manejando se cuentan con factores como: el inmueble a ser desarrollado, los recursos financieros para desarrollar el inmueble y la técnica para administrar y mantener el inmueble. (ver tabla 2)

Tabla 3. Elementos que identifican tipo de Fibra

Elementos que determinan el tipo de FIBRA
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aportado</li> <li>• Comprado</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aportado</li> <li>• Prestado</li> <li>• Por ingresos provenientes del desarrollo</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aportado</li> <li>• Subcontratado</li> </ul>

Además de estos factores existen otras circunstancias que determinan el tipo de FIBRA las cuales son:

- Financiamiento.
- Construcción.
- Autorizaciones Gubernamentales.

Para la conformación de una FIBRA se encuentran involucrados siete actores:

- Fideicomitente u Originador: es una persona Física o Moral que aporta los bienes inmuebles al fideicomiso con el objetivo de financiar o participar en un proyecto de desarrollo inmobiliario.
- Agente colocador o Broker: es un banco o una casa de bolsa que será la encargada de estructurar el financiamiento, por medio del cual se colocarán los CPO's entre el público inversionista; los cuales se encuentran relacionados con el valor del inmueble.
- Agente Administrador: es la persona o grupo de personas que tiene a su cargo la administración de la FIBRA. Deberá ser una persona experta en la materia ya que se debe de encargar de la cobranza de las rentas y de la administración y de la operación del inmueble.
- Instituciones calificadoras: se encargan de calificar el riesgo de repago de los títulos de valor, en el caso de las FIBRAS, califican que el activo bursatilizado pueda producir los flujos suficientes para solventar los títulos a su vencimiento.
- Representante común: es el encargado de representar los interés, derechos y obligaciones de todos los tenedores de CPO's.
- Asesores legales externos: son instituciones jurídicas que se encargan de verificar que todos los documentos para la constitución de la FIBRA y emisión de los CPO's estén en orden.
- Inversionistas: son agentes económicos que buscan diversos instrumentos financieros con la finalidad de obtener mayores rendimientos.

Los actores anteriormente citados participan de manera directa o indirecta en la conformación de la primera fase de la FIBRA, la cual consiste en la elaboración del fideicomiso, ya sea aportando capital para el desarrollo del inmueble o bienes inmuebles al fideicomiso o administrándolo, para que posteriormente se bursatilicen. En la figura 7 se muestra como se constituye una FIBRA y el papel de cada uno de los actores:

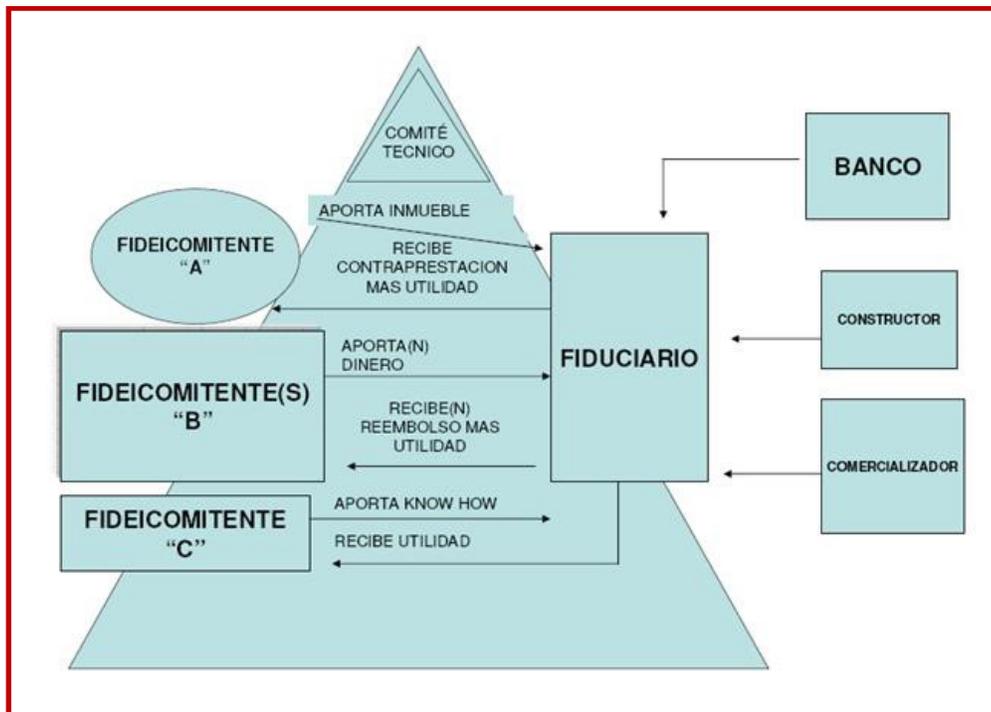


Figura 6. Esquema para la formación del fideicomiso

En la figura 7 se muestra la participación de cada actor ya sea como fideicomitente aportando recursos económicos, bienes inmuebles o tecnología a un agente administrador el cual se encarga de administrar dichos recursos para obtener una ganancia distribuible entre los fideicomitentes.

En la figura 8 se observa más detalladamente el proceso de la operación de una FIBRA, desde que el inmueble (ya sea construido o aportado) se aporta al fideicomiso, que es constituido por un fiduciario, se administra y posteriormente se bursatiliza a través de CPO's mediante una casa de bolsa en el mercado de capitales (proceso que comprende una evaluación financiera, legal y corporativa por parte de la CNBV, BMV y de las instituciones

calificadoras), siendo estos últimos adquiridos por el público inversionista. Dichos inversionistas al adquirir CPO's, inyectan liquidez para nuevos proyectos bajo el esquema de FIBRAS, además de obtener un dividendo por su inversión en los CPO's.

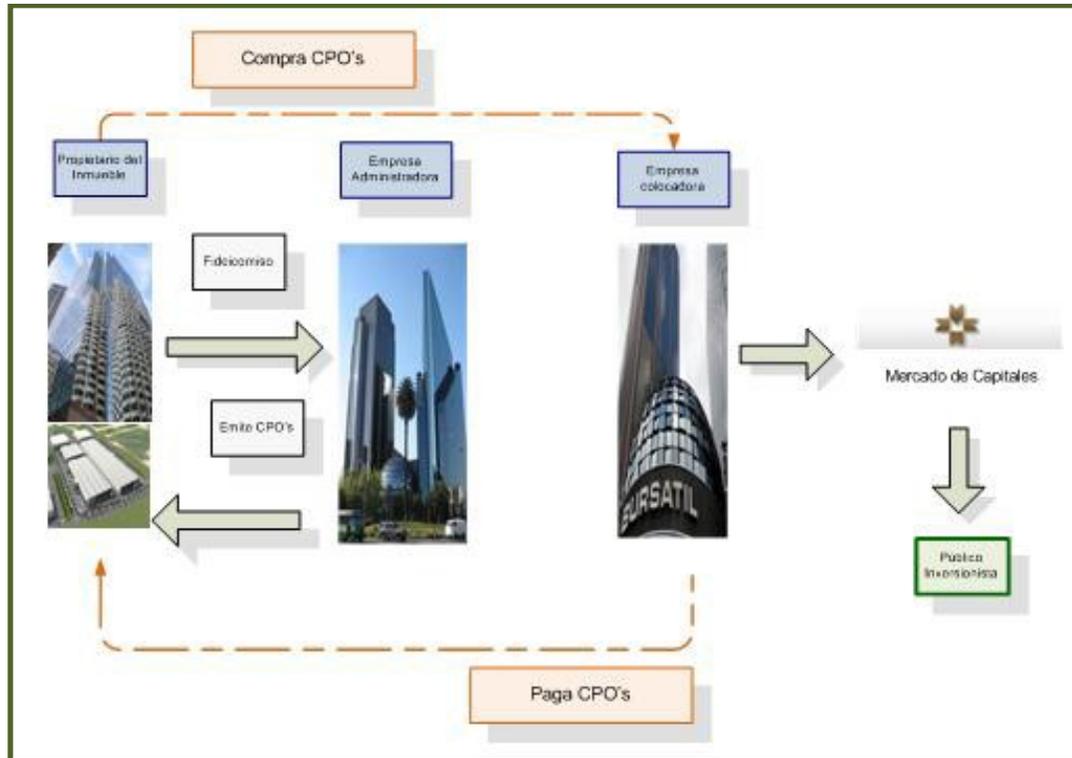


Figura 7. Proceso de Operación de una FIBRA

Al bursatilizar las rentas generadas por el bien inmueble, se emiten Certificados de Participación (CPO's) que son los instrumentos que adquieren los inversionistas o público en general. Los CPO's generan una ganancia a su tenedor a través de los flujos de efectivo que genera el arrendamiento del inmueble y su infraestructura; los CPO's tiene que estar colocados por un periodo mínimo de tres años.

Los Certificados de Participación (CPO's), de acuerdo a los artículos 228-A al 228-V de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito: “Son títulos de crédito que representan el derecho a una parte alícuota de los rendimientos que produzcan bienes en fideicomiso, el derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad de bienes en fideicomiso, el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de bienes en fideicomiso, el

importe: El monto total nominal de una emisión será fijado mediante dictamen NAFINSA o BANOBRAS según sea que verse sobre bienes muebles o bienes inmuebles.” existen muchos tipos de certificados sin embargo para este tipo de FIBRAS se utilizan los Certificados de Participación Inmobiliaria (CPI's) los cuales para su emisión se requiere autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Los certificados de participación cuentan con las siguientes características:

- Nominativos.
- Podrán ser negociables.
- Podrán hacer constar el derecho del tenedor a una cantidad fija.
- La institución emisora podrá garantizar el pago de un certificado, cuando se haga constar en los mismos el derecho a una cantidad fija.
- Las instituciones fiduciarias sólo serán responsables de la existencia de los bienes de la legitimidad del crédito.
- Los certificados harán constar la participación de distintos copropietarios, en bienes, títulos o valores.
- En el caso anterior es condición, para hacer constar la participación, que los bienes, títulos o valores se encuentran en el poder de una institución.
- Los certificados también podrán hacer constar la participación de los acreedores en las liquidaciones.
- En el caso anterior, es condición que la institución fiduciaria tenga el carácter irrevocable de liquidador o síndico.
- En la materia que nos ocupa que es la de fideicomisos los certificados son ordinarios es decir son bienes muebles dados en fideicomisos.

Sin embargo para la emisión de los CPO's debe de existir una calificación previa que otorgue seguridad y tranquilidad a todos sus tenedores por lo que antes de emitir los CPO's, la FIBRA y los CPO's a emitir deben de estar calificados por una Institución Calificadora la cual brinda su opinión a través de una evaluación a la información financiera, leal y corporativa para emitir una calificación; acerca de la seguridad y confiabilidad del instrumento financiero a bursatilizar.

Las Instituciones Calificadoras; de acuerdo al artículo 334 de la Ley del Mercado y Valores, son las empresas encargadas de analizar y evaluar la calidad crediticia de los títulos de valor que se emitan y así aumentar su confiabilidad; para el caso de las FIBRAS, se encargan de evaluar la capacidad del inmueble para generar los flujos necesarios que respalden los títulos de valor (CPO's) emitidos en el mercado de capitales.

En el Diario Oficial de la Federación (DOF) establece que, en México existen cuatro instituciones calificadoras y cada uno de ellas emite su evaluación para respaldar la rentabilidad de los instrumentos financieros.

### ***Las FIBRAS en México***

El objetivo de las FIBRAS en México es fomentar el desarrollo del mercado de fideicomisos inmobiliario, impulsando proyectos y desarrollos inmobiliarios de gran escala.

Por lo tanto debido al éxito que había tenido este fideicomiso en Estados Unidos, en el año 2004 fue cuando México comenzó con la inclusión de esta figura en la Ley de Impuesto Sobre la Renta, otorgando 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”.

Sin embargo, no fueron planteados de la manera correcta ya que los estímulos fueron sumamente limitados y contenían grandes problemas de interpretación.

Debido a esto fideicomisos inmobiliarios no fueron muy atractivos para los inversionistas ni para los grandes desarrolladores inmobiliarios.

Sin embargo, en el 2006 entró en vigor una Reforma a la LISR, la cual buscó ampliar la regulación, fomentando el desarrollo del mercado inmobiliario y obteniendo financiamiento para aquéllos que cuentan con activos inmobiliarios para el desarrollo de proyectos. Lo anterior fue un avance para el desarrollo de proyectos a través de FIBRAS, ya que estableció un marco normativo que reguló los beneficios fiscales y jurídicos de la aportación de los

bienes al fideicomiso por parte del Originador, las obligaciones del fiduciario y de los tenedores de CPO's. Sin embargo, no se tenían en cuenta los impuestos locales en materia de adquisición de inmuebles, por lo cual la transmisión secundaria de CPO's estaba grabada, por lo que muchos inversionistas se alejaron del esquema. A través de una Reforma a la LISR y al Código Financiero para el Distrito Federal lograron delimitar aún más el marco legal y fiscal, estableciendo a los REIT's (FIBRAS) como se encuentran en la actualidad.

A pesar de contar con un mercado inmobiliario tan amplio y con incentivos fiscales, en México el esquema de las FIBRAS no ha crecido como se esperaba y los pocos casos han tenido resultados fallidos.

### ***Aspectos Legales y Fiscales de las FIBRAS y SIBRAS en la Actualidad.***

Los principales aspectos legales de las FIBRAS y SIBRAS en México son para fomentar la inversión de capital para el desarrollo del mercado inmobiliario, impulsando proyectos y desarrollos de gran escala y que le den certeza, seguridad y rendimientos atractivos a dichas inversiones.

Es por esta razón que la base de su estructura legal permite tener una revisión clara y transparente de las operaciones dentro de los fideicomisos y las empresas por parte de todos los actores que participan en el mismo y cuyo principal objetivo es el desarrollo inmobiliario y el usufructo que se puede tener de los activos que se desarrollan.

Por otra parte, promueve la correcta distribución de los CPI's y acciones en varios inversionistas, ya que la ley prohíbe que una sola persona física o moral tenga más del 20.00% (veinte por ciento) del total de acciones ó CPI's, evitando así los monopolios en la inversión.

Dado que la componente principal de estas sociedades son bienes inmuebles y que se debe facilitar el intercambio comercial de las acciones de la SIBRA o de los CPO's de la FIBRA, la ley obliga a que los mismos permanezcan dentro de la empresa por un plazo mínimo de cuatro años antes de poder ser transmitidos a terceros sin que generen Impuesto Sobre la Renta (ISR) e impuestos locales como lo es el Impuesto Sobre Adquisición de Inmuebles (ISAI).

Esto es fundamental para que el rendimiento a los tenedores de las acciones o los CPI's sea competitivo respecto a los rendimientos que dan los instrumentos del mercado accionario de la Bolsa Mexicana de Valores, los cuales tienen la misma concesión en lo que respecta al ISR y por su naturaleza no generan el ISAI.

El objetivo es que el respaldo inmobiliario de estos instrumentos de mayor certidumbre al inversionista y mejores rendimientos a fin de promover la inversión en activos tangibles que a su vez promueva el crecimiento de la economía por la generación de empleos y de ramos relacionados como lo es el de la industria de la construcción.

Actualmente en México sólo los gobiernos del Estado de México y el Distrito Federal han realizado las modificaciones necesarias a sus leyes para exentar el cobro del ISAI en la transacción de los CPI's de las FIBRAS o las acciones de las SIBRAS, por lo que es necesario que los demás estados promuevan los cambios requeridos a fin de promover este tipo de inversión inmobiliario en sus entidades.

### ***2.1.3 Mercado de Capitales de Desarrollo***

Al igual que el mercado de dinero que se utiliza para la inversión y financiamiento a corto plazo, existe el mercado de capitales que su característica es la inversión o financiamiento a largo plazo.

En el mercado de capitales existe el mercado primario y el mercado secundario.

El primario corresponde al mercado en donde se compran y se venden nuevos valores por primera vez, es decir, emisiones nuevas.

En cambio el mercado secundario es un mercado de intercambio de títulos previamente emitidos y que ya figuran en posesión de los inversionistas. Permite que los mercados provean liquidez a los activos financieros, haciéndolos más atractivos al público inversionista. Normalmente en el mercado de capitales, existen las ofertas públicas de valores, suscripciones privilegiadas y colocaciones directas.

### **A) CKD'S**

Los certificados de Capital de Desarrollo (CKD) son títulos o valores fiduciarios diseñados por la Consar y la CNBV y están orientados al financiamiento de uno o varios proyectos de inversión que se desarrollen en el país. Nacen con la idea de satisfacer una necesidad creciente de capital, fundamentalmente en el sector de infraestructura, así como darle la posibilidad a las afores de invertir en proyectos que podrán generar rendimientos de largo plazo.

Los rendimientos de este tipo de certificados son variables y dependen de los resultados de cada uno de los proyectos, no pagan intereses ni garantizan el pago del capital principal.

Existen dos tipos de CKD:

- Aquellos vinculados a inversiones en acciones de una sola empresa o proyecto.
- Aquellos asociados a más de un proyecto o empresa

Los proyectos a financiar pueden estar tanto en etapa de desarrollo e incluso no haber realizado todavía inversiones (*greenfield*) como proyectos ya en operación (*brownfield*).

En cualquier caso, los certificados no tienen especificada una tasa de interés o rendimiento garantizado y solo otorgan derechos sobre los rendimientos que pueda generar el activo subyacente, así como a los ingresos que puedan generarse por la disposición de dichos activos. En consecuencia, estos rendimientos son variables, es decir, el riesgo asociado a los CKD es similar al que tienen las acciones.

#### **2.1.4 Mercado de Deuda**

El Gobierno Federal, los gobiernos estatales o locales y las empresas paraestatales o privadas pueden necesitar financiamiento, ya sea para realizar un proyecto de inversión o para mantener sus propias actividades. Estas entidades pueden conseguir los recursos a través de un préstamo; solicitando un crédito a un banco o a través de la emisión de un instrumento de deuda. El mercado de deuda es la infraestructura donde se emiten y negocian los instrumentos de deuda.

### ***Instrumentos de Deuda***

Los instrumentos de deuda son títulos, es decir documentos necesarios para hacer válidos los derechos de una transacción financiera, que representan el compromiso por parte del emisor (en este caso la entidad) de pagar los recursos prestados, más un interés pactado o establecido previamente, al poseedor del título (o inversionista), en una fecha de vencimiento dada.

#### ***2.1.4.1 Gubernamental***

Los instrumentos gubernamentales son título de crédito al portador emitidos por el Gobierno que tienen como propósito principal el de financiar gasto público o regular la oferta monetaria entre otros. Actualmente se cuenta con los siguientes títulos gubernamentales.

*Cuadro 6. Clasificación de Instrumentos de deuda*

<b>EMISOR</b>	<b>INSTRUMENTO</b>
<b>Gobierno Federal</b>	Certificados de la Tesorería (cetes) Bonos de Desarrollo (Bondes) Bonos M Bonos denominados en UDIs (Udibonos) PIC FARAC BONOS BPAS
<b>Instituto para la Protección al Ahorro Bancario</b>	Bonos IPAB (BPA, y BPAT y BPA182)
<b>Banco de México</b>	Bonos de Regulación Monetaria (BREM)
<b>Empresas paraestatales e instituciones públicas</b>	Certificados bursátiles y bonos
<b>Banca comercial</b>	Aceptaciones bancarias Certificados de depósito Bonos bancarios Certificados bursátiles Obligaciones bancarias y pagarés
<b>Empresas privadas</b>	Papel comercial Obligaciones Privadas Certificados de Participación Ordinaria (CPO y CPI) Pagarés Certificados bursátiles
<b>Gobiernos estatales y municipales</b>	Certificados bursátiles

*2.1.4.2 Instrumentos de Deuda a Corto Plazo*

- ✓ Aceptaciones bancarias
- ✓ Papel comercial
- ✓ Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento
- ✓ Certificado bursátil de corto plazo

*2.1.4.3 Instrumento de Deuda a Mediano Plazo*

- ✓ Pagaré a mediano plazo

*2.1.4.4 Instrumento de Deuda a Largo Plazo*

- ✓ Las obligaciones
- ✓ Certificados de participación inmobiliaria
- ✓ Certificados de participación ordinarios
- ✓ Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento a plazo mayor a un año
- ✓ Certificado bursátil



# Capítulo 3.

## Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) como Alternativa de Financiamiento para el Desarrollo de Infraestructura Inmobiliaria

---

### 3.1 Origen de los CKD's

Las bolsas de valores de diversos países han desarrollado instrumentos cuyo fin es financiar distintos sectores e impulsar y propiciar el crecimiento nacional de sus respectivas economías, tarea que se ha hecho más difícil en la actualidad debido a la magnitud y complejidad de los proyectos por lo que dichos instrumentos, han tenido que diversificarse y evolucionar para adaptarse a las necesidades actuales como es el caso de los CKD's.

La emisión de los CKD's en México, principalmente se basan en la experiencia internacional de cuatro bolsas de valores de mercados con mayor desarrollo los cuales desarrollaron instrumentos semejantes a los CKD's.

- **Estados Unidos** - Bolsa de Valores de Nueva York: Special Purpose Acquisition Company (SPAC). Es utilizado por compañías sin operaciones para recaudar fondos, por medio de una emisión, para adquirir otra compañía, o alguna posición accionaria importante. A finales de 2008 existían 158 SPACs listados, y desde el 2003 se han emitido aproximadamente 20.4 billones de dólares a través de estos vehículos. Desde principios de 2008 a la fecha se han listado alrededor de 39 SPACs.

- **Canadá** - Bolsa de Valores de Toronto: Income Trusts. El apartado de la Bolsa de Valores de Toronto en el cual se listan instrumentos de capital, se basa en un fideicomiso que invierte en compañías o activos productivos. Su estructura permite el flujo directo de ingresos a tenedores de unidades. El total de Income Trusts emitidos en la Bolsa de Valores de Toronto es de 163, con una capitalización de mercado de 130.7 billones de dólares (a diciembre de 2009). Las inversiones de este tipo de instrumentos son principalmente en el sector energético (petróleo y gas), bienes raíces, logística, salud y minería.
- **Australia** - Bolsa de Valores de Australia: Infrastructure Funds. Vehículos de inversión equiparables a los CKD's debido que los fondos invierten directamente en infraestructura pública como carreteras, 80 aeropuertos, oleoductos, etc. Al cierre de abril de 2009 existen 21 fondos de infraestructura listados, con un valor de capitalización de 23,897 millones de dólares australianos.
- **Inglaterra** - Bolsa de Valores de Londres, Specialist Fund Market. Es un apartado altamente especializado, enfocado a títulos de inversión y dirigido a inversionistas calificados o institucionales. Durante el 2009 se listaron cuatro fondos especializados, cuyo valor de capitalización ascendieron a 165 millones de libras esterlinas. Los principales sectores e industrias beneficiadas son los de servicios y manufactura. En esta clasificación, entran los conjuntos habitacionales, edificios de condominios, oficinas, usos múltiples para negocios como el World Trade Center, plazas, centros comerciales y recreativos, cines, teatros, centros culturales, auditorios, estadios deportivos, centrales de abasto, parques industriales y otras edificaciones con diversos tipos de servicios.

### 3.2. Antecedentes en México

#### *Proyecto Santa Genoveva*

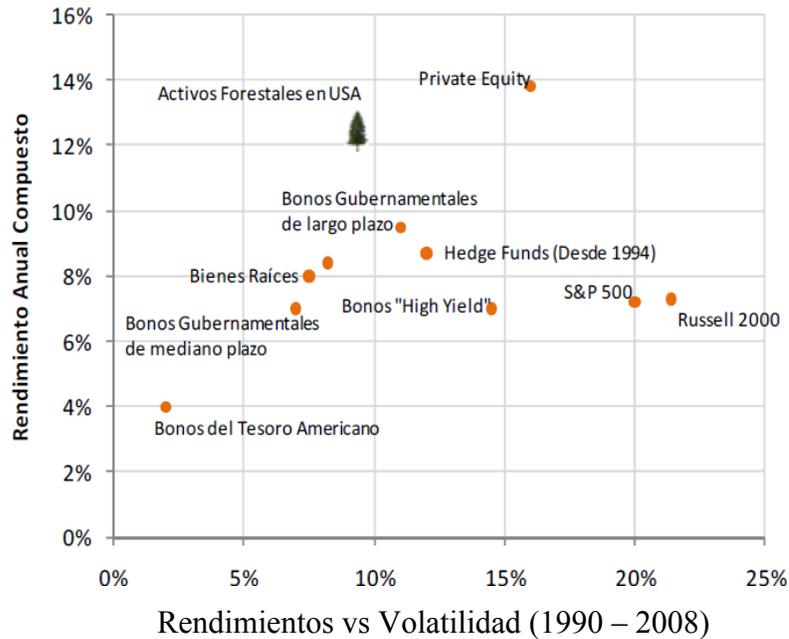
Los Certificados Bursátiles de Santa Genoveva son los antecedentes directos de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's), ya que estos certificados fueron modificados

de tal manera que dieron origen a los actuales CKD's, por lo que estos Certificados no se consideran plenamente como CKD's.

Estos certificados fueron promulgados y aprobados en julio de 2007 aunque a causa de algunos imprevistos se emitieron hasta julio del 2008 con el fin de financiar un proyecto forestal de la empresa AGROPECUARIA SANTA GENOVEVA S.A. DE C.V. la cual se ubica en el estado de Campeche cerca de la frontera con Guatemala. El proyecto consiste en plantar 1,200 hectáreas de teca por año hasta alcanzar las 19,560 hectáreas, las cuales se cortan y asierran en el mismo lugar para la exportación de su madera a los Estados Unidos de Norteamérica principalmente.

Santa Genoveva inició el uso de biotecnología para obtener árboles de Teca, originarios de la India y Myanmar; estos árboles son altamente demandados por la dureza de su madera su durabilidad y color; características que las han llevado a cotizar en 1,200 dólares el metro cúbico, valor que hace de este proyecto una gran oportunidad para obtener altos rendimientos como se ha visto reflejado en los bonos estadounidenses de este mismo sector, uno de los bonos con más altos rendimientos en Estados Unidos, por lo que prácticamente todos los grandes inversionistas institucionales participan de forma importante en fondos forestales como el Endowment de Harvard, el cual tiene un 9% de su portafolios en inversiones forestales.

## Porcentaje de volatilidad



El proyecto de Santa Genoveva está planeado a un largo plazo de hasta 18 años de los cuales en los 13 primeros años se esperan flujos negativos, características consideradas de alto riesgo y que comparte con proyectos de otros sectores como lo son los proyectos de infraestructura. Dichas características dificulta atraer inversionistas para desarrollar proyectos de este tipo inclusive si dichos proyectos pudieran percibir altos rendimientos.

Para financiar el proyecto se recurrió a la compañía SAI, consultores económicos financieros quienes analizaron el proyecto Santa Genoveva con Bonos UDI's, alternativa que resulto ser muy costosa por lo que se decidió buscar otra alternativa la cual se basa en reducir el costo del riesgo del proyecto lo que implica disminuir las garantías de los inversionistas ver Tabla 4.

Tabla 4. Análisis del proyecto Santa Genoveva

	100% PESOS	100% UDI'S
<b>Necesidades Santa Genoveva</b>	1,165 millones de pesos	1,165 millones de pesos
<b>Costos relacionados a la emisión</b>	92 millones de pesos	92 millones de pesos
<b>Costo del bono para la garantía</b>	393 millones de pesos	1,176 millones de pesos
<b>Gran Total</b>	<b>1,650 millones de pesos</b>	<b>2,433 millones de pesos</b>

El ahorro que la compañía SAI dedujo con la adquisición de los Certificados Bursátiles de Santa Genoveva en lugar de UDI's fue de 783 millones de pesos que bien se puede traducir en ganancias tanto para la compañía como para los inversionista.

Los principales inversionistas que se buscó atraer fueron las afores aunque para que se les permitiera invertir en un proyecto con este tipo de riesgo, se aprovechó un descuido en el reglamento de las Afores y se generó un instrumento de deuda emitido por un fideicomiso creado especialmente para este fin, complementado por un Bonos Cupón Cero que separa una parte del capital en un instrumento de bajo riesgo y cubre el monto de alto riesgo pero para el cual no se pagan las amortizaciones del capital y de los rendimientos al término del plazo si no en cortes intermedios del proyecto, a los años cuatro, nueve y trece, respectivamente.

Para que ha estos Certificados Bursátiles Fiduciarios se les permitiera ser colocados, estos tuvieron que ser calificado por HR ratings obteniendo la más alta calificación HR-AAA por el flujo de efectivo generado; y por Fitch Ratings obteniendo AAA(mex) la más alta calificación para crédito a largo plazo en México.

El éxito del proyecto Santa Genoveva ha sido notorio, se ha convertido en uno de los proyectos agroindustriales más rentables del país con una superficie plantada de 7,200 hectáreas en total, superando por 400 hectáreas a las comprometidas para 2009.

Sin embargo el verdadero éxito que tuvieron los certificados se ve reflejado en los recursos captados, con un precio de 100 pesos por emisión, en el mismo año de su emisión se recaudó un total de 1650 millones de pesos, lo que animo a muchas empresas a llevar ante la CNBV propuestas de proyectos con el afán de recaudar recursos de forma similar a la de los Bonos de Santa Genoveva.

### **3.3 Certificados de Capital de Desarrollo**

Los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD) son títulos fiduciarios a plazo (determinado o determinable) diseñados por la Consar y la CNBV y están orientados al financiamiento de uno o varios proyectos de inversión que se desarrollen en el país.

Nacen con la idea de satisfacer una necesidad creciente de capital, fundamentalmente en el sector de infraestructura, así como darle la posibilidad a las Afores de invertir en proyectos que podrán generar rendimientos de largo plazo.

En cualquier caso, los certificados no tienen especificada una tasa de interés o rendimiento garantizado y solo otorgan derechos sobre los rendimientos que pueda generar el activo subyacente, así como a los ingresos que puedan generarse por la disposición de dichos activos. En consecuencia, estos rendimientos son variables, es decir, el riesgo asociado a los CKD es similar al que tienen las acciones. Las primeras emisiones fueron en pesos sin embargo se contempló emisiones en dólares.

El 10 de agosto de 2009 por disposición de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), entro en vigor la colocación de un nuevo tipo de valor, los Certificados de Capital de Desarrollo (CCDs) o mejor conocidos como (CKD's).

Los CKD's fueron diseñados para canalizar y acelerar el proceso de flujo de recursos con la finalidad de financiar proyectos que consumen recursos a un corto plazo y generan flujos en un largo plazo, con lo que contrarrestaría la insuficiencia de inversión en el país.

Dichos proyectos van desde proyectos de infraestructura, energía, inmobiliarios, hasta proyectos de minería, ecológicos, forestales, empresariales y tecnológicos, entre otros.

Los CKD's pueden financiar desde proyectos que se encuentran en su etapa de desarrollo e incluso no haberse realizado todavía inversiones (greenfield) como proyectos que se encuentran en su etapa de operación (brownfield).

Al no ser instrumentos de deuda, los CKD no están sujetos a ningún tipo de calificación. Al invertir en estos instrumentos, los inversionistas afirman por escrito conocer los riesgos vinculados a esta inversión.

### 3.4 Características de los CKD's

Algunas de las características principales de estos instrumentos son las siguientes:

- ✚ El CKD es un certificado de capital de desarrollo emitido por un fideicomiso y cotiza en la BMV.
- ✚ El CKD representa una parte del capital y los activos de una empresa.
- ✚ Un CKD tiene un plazo de liquidación (10, 20, 30 años) o lo que se establezca en el prospecto de colocación. Las acciones tienen una vigencia indefinida.
- ✚ Una vez que se cumple el plazo, la administradora del fideicomiso emisor debe liquidar sus activos y repartir el producto entre los inversionistas (tenedores de CKD's).
- ✚ El rendimiento y amortización: El retorno se encuentra relacionado con los resultados de las sociedades o proyectos promovidos, por lo que son flujos variables e inciertos. Posterior al periodo de inversión, una vez que las sociedades o proyectos comiencen a generar flujos en cada fecha de pago se realizarán distribuciones a los tenedores en el siguiente orden:
  - 1) Hasta alcanzar el monto invertido (principal)
  - 2) Hasta alcanzar un rendimiento esperado

3) El administrador comienza a cobrar en un porcentaje determinado de los flujos (catch-up)

4) Excedentes finales a los tenedores y al administrador(promote)

- ✚ En un CKD el inversionista es un socio capitalista, pero formalmente aparece como un fideicomisario y participantes en los Comités de Gestión y Auditoría del fideicomiso emisor.
- ✚ Los organismos internos deberán de cumplir con los requisitos de revelación de información y con las normas y estándares de gobierno corporativo. Existen diversos órganos de vigilancia como la Asamblea de Tenedores, un comité de inversiones, un Comité Técnico y un experto Independiente. Lo anterior para dar protección a las minorías, evaluar los conflictos de interés y llegar a acuerdos entre los inversionistas y los administradores.
- ✚ Los CKD's no cuentan con una calificación crediticia asignada ya que no se consideran instrumentos de deuda, pero si deberán cumplir con los requisitos de revelación de información y con las normas y estándares de gobierno corporativo establecidos por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y la Ley del Mercado de Valores, para las empresas que cotizan en la BMV.
- ✚ Típicamente la valuación de estos instrumentos conllevan dos etapas. En primer lugar, existe una figura de valuador independiente quien de forma trimestral calcula un valor razonable de las inversiones realizadas. Considera el valor presente de los flujos a generar, el valor de sus activos, transacciones comparables entre otros. En segundo lugar un proveedor de precios (PIP o Valmer) recibe y pondera la información recibida del valuador con la información del mercado que pudieran influir en el precio diario del CKD.
- ✚ Tratamiento Fiscal: Se aplican las disposiciones relativas a los rendimientos pagados:
  - Público Inversionista: Los rendimientos pagados a los inversionistas se encuentran sujetos a una retención del 0.60% (o en su caso la aplicable). Para el caso de inversionistas extranjeros la tasa de retención será de acuerdo al país de residencia.

- SIEFORES: En términos de la disposición vigente, las SIEFORES quedan exentas de la contribución del ISR por lo que no existe retención por este concepto.
- ✚ Un CKD no paga interés, solo reparte utilidades cuando la empresa promovida tiene ganancias.
- ✚ El emisor de un CKD no tiene un historial comercial y resulta difícil de evaluar el riesgo que representa.
- ✚ La inversión debe estar asociada con proyectos o empresas en México.
- ✚ No pueden destinarse para adquirir capital social de empresas listadas en la BMV.
- ✚ En su caso, las Siefores que adquieran CKD deberán asociarlos con algún otro instrumento financiero que garantice el valor nominal al vencimiento del Certificado.

El reglamento de la BMV distingue dos tipos de CKD's:

- 1) *Certificados de Capital de Desarrollo A* - dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o la adquisición de bienes o derechos sobre flujos de efectivo de varias sociedades.
- 2) *Certificados de Capital de Desarrollo B* - dedicados a la inversión en títulos representativos de capital o a la adquisición de bienes o derechos derivados de flujos de efectivo de una sola sociedad.

Por su naturaleza, los CKD's se negocian en un apartado especial del mercado de capitales bajo un esquema de subasta y se encuentran sujetos a las disposiciones legales aplicables a las operaciones del mercado de capitales

Este tipo de certificados se usan regularmente en los proyectos de infraestructura donde se conoce el proyecto en específico, y puede mostrarse en 2 principales modalidades:

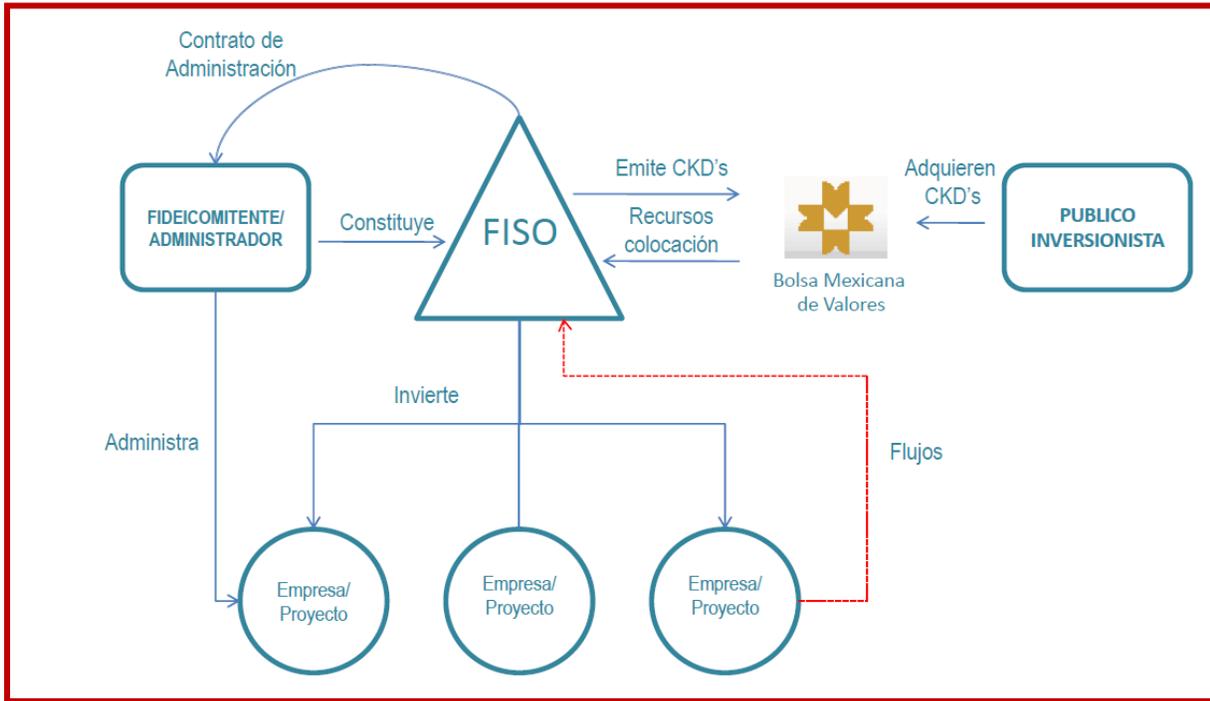
- 1) Cuando el fideicomitente del fideicomiso emisor es la entidad objeto de las inversiones.

- 2) Cuando el fideicomitente es una entidad diferente a la entidad objeto de las inversiones.

Cada emisión de CKD's puede tener diferente grado de complejidad estructural, pero básicamente se conforman primeramente por un fideicomiso constituido por la sociedad o proyecto que requiere financiamiento, el cual emitirá los certificados y los pondrá a disposición de la BMV para que puedan ser adquiridos por los inversionistas. Los recursos netos recaudados por la venta de los certificados, serán traspasados al fideicomiso quien los administrará y transferirá a la administración de la sociedad o proyecto en uno o más desembolsos, dependiendo del plan de inversión acordado.

Como contraprestación por los recursos de la venta de los certificados, la administración actuará como fideicomitente al obligarse a transferir al fideicomiso a través de acciones, los derechos de recibir flujos de efectivo vinculados a las utilidades. Conforme el proyecto madure y llegue a una etapa con flujos positivos, los inversionistas recibirán a través del fideicomiso flujos de conformidad como repago de su inversión según lo establecido en el plan de negocios.

### 3.5 Estructura de un CKD



### 3.6 Fiso o Fideicomiso

Es un contrato o convenio en virtud del cual una o más personas llamadas fideicomitente o también fiduciante, transmite bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, de su propiedad a otra persona (una persona física, llamada fiduciario), para que ésta administre o invierta los bienes en beneficio propio o de un tercero, llamado fideicomisario.

Cabe señalar, que al momento de la creación del fideicomiso, ninguna de las partes es propietaria del bien objeto del fideicomiso. El fideicomiso es, por tanto, un contrato por el cual una persona destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendado la realización de ese fin a una institución fiduciaria.

El fideicomiso juega un papel importante para que el mecanismo de este tipo de financiamiento funcione correctamente, primeramente es quien emite los certificados y quien

paga los gastos relacionados a dicha emisión, además es quien recauda las acciones y el dinero de la venta de los certificados los cuales administra de forma imparcial y e irrevocable durante el plazo determinado; y finalmente actuando como intermediario entre la administración del proyecto y los inversionistas, ayudando a los fideicomitentes a obtener los recursos en cantidad y tiempo para su adecuada utilización en el desarrollo del proyecto, y también es quien da certeza a los inversionistas de que su inversión es utilizada según el plan del proyecto.

Para efectos de lo anterior, el patrimonio del fideicomiso se conforma principalmente de:

1. Los recursos de la emisión de los CKD's.
2. Las acciones que emite el fideicomitente.
3. Los flujos de efectivo derivados de dividendos, utilidades y amortizaciones.

### 3.7 Partes del Fideicomiso

- Fiduciario: Cualquier institución de crédito debidamente autorizada como tal por la CNBV.
- Fideicomitente/Administrador: Cualquier vehículo mexicano, p.e., una sociedad anónima de inversión.
- Administrador, localiza oportunidades; administra el portafolio de inversión; vende las acciones representativas del capital social de las Sociedades Promovidas.

#### ***Firma contrato de administración con el Fideicomiso Emisor que contenga:***

- Obligación de analizar oportunidades de inversión.
- Criterios para determinar que oportunidades se presentan al Comité de Inversión.
- Instruir al Fiduciario para que realice las inversiones y desinversiones objeto del Fideicomiso Emisor, así como para negociar los convenios de acciones que celebrarán con las Sociedades Promovidas.

- Administrar el patrimonio del Fideicomiso Emisor.

➤ Fideicomisarios:

Los Fondos de Pensiones. Inversionistas Institucionales. Puede pactarse que el Fideicomitente sea Fideicomisario en Segundo Lugar con respecto a ciertas cantidades (p.e., premios por éxito, distribuciones de remantes, etc.), una vez que los Fondos de Pensiones hayan recibido todas las distribuciones a que tienen derecho.

A su vez, El Fideicomiso Emisor podrá contar con los siguientes elementos:

- ✚ Comité Técnico:

Si bien no es requisito legal, en este tipo de vehículos se espera que cuente con un Comité Técnico, que será el encargado de administrar el patrimonio del Fideicomiso Emisor y tomar las decisiones de inversión.

- ✚ Comité de Inversiones:

Tampoco es un requisito legal, al igual que con los fondos de capital privado, se trata de un órgano consultivo formado por representantes del Administrador y de los Tenedores, de conformidad con lo establecido en el Fideicomiso, y tiene como finalidad emitir opiniones sobre las oportunidades de inversión que presente el Administrador.

- ✚ Comité de Conflictos de Interés:

Tampoco es un requisito legal, al igual que con los fondos de capital privado, se trata de un órgano consultivo formado por los representantes de los Inversionistas y/o por consejeros independientes, y tiene como finalidad emitir opiniones sobre si en determinada oportunidad de inversión existe un conflicto de interés entre los Tenedores y el Administrador.

- Administrador. Tendrá las mismas funciones que el administrador de un fondo de capital privado: localizar oportunidades, administrar los portafolios de inversión, realizar las ventas de las acciones representativas de capital social de las Sociedades Promovidas, etc.

Una vez constituido el Fideicomiso Emisor, (y a más tardar en la fecha de emisión), deberá celebrar un contrato de administración y comisión mercantil (el “Contrato de Administración”) con el Administrador, el cuál versará, por lo menos, sobre lo siguiente:

- Obligación del Administrador para analizar oportunidades de inversión.
  - Criterios que deberá seguir el Administrador para determinar cuáles se someterán al Comité de Inversión.
  - Instruir al Fiduciario a fin de que éste realice las inversiones y desinversiones objeto del Fideicomiso Emisor, así como para negociar los convenios de accionistas que celebrarán con las Sociedades Promovidas.
  - Administración de los recursos que conforman el patrimonio del Fideicomiso Emisor.
- **Funcionarios clave.** Al igual que en los fondos de capital privado, el Fideicomiso Emisor contará con determinados funcionarios clave, quienes deberán dedicar determinada parte de su tiempo en atender los asuntos del Fideicomiso Emisor (“los Funcionarios Clave”). Estos Funcionarios Clave presentarán sus servicios directamente al Administrador.

### **3.8 Operación del Fideicomiso Emisor**

El Fideicomiso Emisor operará de la siguiente manera:

- 1) *Constitución de Fideicomiso y Aportación Inicial.* En primer lugar deberá constituirse el Fideicomiso Emisor. Al igual que cualquier otro fideicomiso, el Fideicomiso Emisor requerirá una aportación inicial, cuyo monto dependerá de la institución bancaria que actúe como fiduciario.

- 2) *Oferta Pública.* El Fideicomiso Emisor realiza la oferta pública de los CKD a través de la Bolsa Mexicana de Valores, en términos del propio contrato del Fideicomiso Emisor, del prospecto de inversión del Fideicomiso Emisor, del aviso de oferta pública y del título de emisión respectivo.
- 3) *Adquisición por parte del Público Inversionista.* Los CKD son adquiridos por el público inversionista a través de la Bolsa Mexicana de Valores. Si bien pueden ser adquiridos por cualquier persona, estos instrumentos están diseñados para ser adquiridos por Fondos de Pensiones.
- 4) *Inversión en Sociedades Promovidas.* Los recursos obtenidos con la colocación de los CKD se invertirán principalmente:
  - ⊕ En la adquisición de acciones representativas del capital social de las Sociedades Promovidas.
  - ⊕ Otorgamiento de préstamos a dichas Sociedades Promovidas.
  - ⊕ En la adquisición de títulos convertibles forzosamente en acciones representativas del capital social de las Sociedades Promovidas.

Al igual que en los fondos de capital privado, la inversión y desinversión por parte del Fideicomiso Emisor en las Sociedades Promovidas deberá regularse a través de un convenio de accionistas, en el que se preverán, entre otras cosas, mecanismos de protección para la inversión que realice el Fideicomiso Emisor y las estrategias de salida del mismo.

- 1) *Ingresos del Fideicomiso Emisor.* Derivado de su inversión en las Sociedades Promovidas, el Fideicomiso Emisor recibirá recursos por los siguientes conceptos:
  - ⊕ En su carácter de tenedor de acciones o títulos representativos del capital social de las Sociedades Promovidas
  - ⊕ Con motivo de las venta de dichas acciones o de títulos representativos del capital social de las Sociedades Promovidas.
  - ⊕ Con motivo de los préstamos otorgados a dichas Sociedades Permitidas.
  - ⊕ Con motivo de ciertas inversiones permitidas (típicamente en instrumentos gubernamentales).

2) *Distribuciones para los Fondos de Pensiones.* Una vez descontados los gastos de administración del Fideicomiso y cualesquiera otras primas aplicables, los recursos excedentes se repartirán entre los Fondos de Pensiones.

### **3.9 Regulación en Materia de Gobierno Corporativo y Obligaciones de Divulgación de Información Aplicables a las Emisiones de CKD's**

Las reformas a las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y otros Participantes del Mercado de Valores (la “Circular Única de Emisoras”) publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 22 de julio de 2009, así como las reformas al Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. (el “Reglamento de la BMV”) que entraron en vigor el 10 de agosto de 2009, introdujeron al sistema financiero mexicano los Certificados Bursátiles de Capital de Desarrollo (“Certificados de Capital de Desarrollo” o “CKDs”), como un instrumento estructurado que tiene como objetivo financiar el desarrollo de proyectos específicos.

#### ***Objetivo de las Reformas***

Las reformas a la Circular Única de Emisoras publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 22 de julio de 2009, así como las reformas del 10 de agosto de 2009 al Reglamento de la BMV (conjuntamente, las “Reformas”), introducen al sistema financiero mexicano los Certificados de Desarrollo o CKD's, con el fin de proporcionar un nuevo instrumento estructurado para financiar proyectos de infraestructura, comunicaciones, energía, puertos y proyectos privados inmobiliarios, entre otros. Los CKD's constituyen un instrumento bursátil adicional que ha representado un mecanismo para fomentar el desarrollo de la economía nacional e incentivar la creación de nuevos empleos, ante la crisis mundial.

La Reforma a la Circular Única de Emisoras introduce nuevas prácticas de gobierno corporativo aplicables a las emisoras de CKD's, que se asemejan a la regulación corporativa aplicable a las Sociedades Anónimas Bursátiles. Dichos derechos de minoría incluyen, entre otros:

- El derecho del 10% de los tenedores para convocar a una Asamblea General de Tenedores.
- El derecho a oponerse judicialmente a las resoluciones de las asambleas de tenedores.
- El derecho de aprobar las inversiones o adquisiciones que representen el 20% o más del patrimonio del fideicomiso.
- El derecho que tienen los titulares del 10% de los certificados en circulación para designar a un miembro del Comité Técnico del fideicomiso.

Conforme a lo establecido en las reformas, los fideicomisos emisores de CKD's deberán contar con un Comité Técnico integrado por un máximo de 21 miembros, de los cuales el 25% deberán ser independientes, en términos de la Ley de Mercado de Valores. Podrán formar parte del Comité Técnico, representantes del fideicomitente, el representante común y el administrador del patrimonio del fideicomiso. El comité Técnico tiene la facultad de fijar las políticas de inversión del patrimonio del fideicomiso, así como aprobar la adquisición o enajenación de activos materiales mediante instrucciones al administrador de los activos fideicomitidos. Asimismo, la Circular Única de Emisoras prevé la posibilidad de que celebren convenios entre los miembros del Comité Técnico para ejercer el derecho de voto, los cuales deberán revelarse al público inversionista.

### **3.10 Requisitos para la Oferta y Listado**

Las instituciones fiduciarias que soliciten autorización para llevar a cabo una oferta pública de CKD's y listar los mismos en el listad de valores de BMV, además de cumplir con los requisitos establecidos para los certificados fiduciarios en la Circular única de Emisoras y el Reglamento de la BMV, deberán presentar, entre otros, un documento explicativo que contenga las características y los criterios de elegibilidad de las sociedades en las cuales invertirán o adquirirán acciones, así como un plan de negocios que incluya los términos y condiciones en que se llevarán a cabo los criterios para el manejo de los activos fideicomitidos.

Adicionalmente, para el listado y colocación de los CKD's, no se requerirá de un mínimo de inversionistas.

***Requisitos que deberá cumplir ante BMV:***

- Presentar un plan de negocios - Debe incluir los términos y condiciones bajo los cuales se llevarán a cabo las inversiones en los proyectos, o bien las adquisiciones de títulos representativos del capital social, así como el manejo de los activos en fideicomiso acompañado de un calendario anual que detalle las fechas en que se espera se realizarán las inversiones, desinversiones y, en su caso, que señale las consecuencias en caso de incumplimiento.
- Presentar documento explicativo - Debe contener las características y los criterios de elegibilidad de las sociedades, respecto a las cuales el fideicomiso invertirá o adquirirá títulos representativos de su capital social.
- Plazo máximo - Debe dar a conocer a la BMV el plazo máximo para que el fideicomiso lleve a cabo las inversiones conforme al plan de negocios.
- Contar con los mecanismos de valuación - Deberá contar con los mecanismos de valuación de los títulos fiduciarios, los cuales varían para cada proyecto.
- Contar con reglas para contratación de un crédito o préstamo - Contar con reglas para la contratación de cualquier crédito o préstamo con cargo al patrimonio del fideicomiso, por el fideicomitente, administrador del patrimonio fideicomitado o a quien se le encomienden dichas funciones, o por el fiduciario.
- Ningún inversionista podrá adquirir más del 40% del monto total.
- El consejo de administración deberá conocer el Código de Ética, el Código de Mejores Prácticas y el Reglamento Interno de la BMV.

Para los Certificados de Capital de Desarrollo B, se hace necesaria la celebración de un convenio entre accionistas a fin de acordar principalmente.

- I. Gobierno corporativo
- II. Limitaciones a la competencia de los certificados
- III. Opciones de compra o venta para el caso de desacuerdos
- IV. Políticas de distribución de dividendos.

### **3.11 Regulación en Materia de Divulgación de Información**

Las reformas introducen obligaciones adicionales de entrega y divulgación de información periódica a cargo de las emisoras de los CKD's, con la finalidad de proporcionar al mercado información suficiente en relación con el patrimonio del fideicomiso y la operación de los activos fideicomitidos. El Reporte Anual de las emisoras de CKD's deberá describir las características de las sociedades o proyectos financiados, incluyendo información detallada sobre el cumplimiento del plan de negocios, sus avances, así como las consecuencias que generaron del incumplimiento al mismo.

Asimismo, en determinados casos, el fideicomiso emisor deberá revelar información financiera y eventos relevantes relacionados con las sociedades en las cuales haya invertido o adquirido acciones representativas de su capital social.

#### ***Inversionistas***

Para los inversionistas que decidan invertir en CKD's, deberán manifestar por escrito y de manera explícita, su intención de adquirir CKD's y cuales desea adquirir.

Asimismo los inversionistas deben declarar que conocen los riesgos potenciales que presentan las inversiones en estos valores, así como que están al tanto y de acuerdo con las comisiones a favor del administrador de los activos y de los esquemas de compensación de los distintos participantes.

### ***Empresas y proyectos***

Las empresas o proyectos que deseen ser financiados con CKD's deberán demostrar la experiencia del administrador y/o contar con un historial de operación, también deberán registrar las acciones en el Registro Nacional de Valores.

En cuanto a los proyectos en específico, cada tipo de proyecto tiene sus propios requerimientos para poder obtener financiamiento de este tipo.

### **3.12 Riesgos Asociados a los CKD's**

Es imposible enlistar todos los riesgos a los que está expuesto cada proyecto financiado por CKD's, por lo que se consideran los riesgos que puedan tener mayor impacto en el proyecto, de los cuales se han separado en 2 fuentes principales de riesgos potenciales, Riesgos Externos al Proyecto y Riesgos Internos del Proyectos.

#### ***Riesgos Externos al Proyecto***

Son las variables medibles y/o calculables hasta cierta aproximación, pero que están fuera del control de la administración del proyecto, como lo son las variables del Mercado.

- Tasas de interés
- Tipo de cambio de moneda
- Inflación
- Tasas de desempleo
- Precio de los materiales
- Acciones de Gobierno
- Etc.

### ***Riesgos Internos del Proyecto***

Son las variables medidas y/o calculables hasta cierto rango de aproximación, en las cuales la administración del proyecto puede influenciar de manera parcial.

- Planeación
- Contratación y preparación del personal
- Organizacional
- Costos de operación
- Falta de equipo
- Accidentes en Obra
- Etc.

Los riesgos externos al proyecto, tienen menor impacto en la medición del riesgo total, pero no son de ninguna manera despreciables ya que podrían afectar de forma importante al proyecto. Los riesgos internos al proyecto tienen un mayor peso.

Las ganancias o pérdidas para el inversionista, depende del éxito del proyecto ya que tanto el pago de rendimientos como del capital se vinculan única y exclusivamente con los ingresos generados por utilidades del proyecto por lo que si no se generan utilidades, no existe compromiso alguno para pagar un determinado monto de interés ni capital, inclusive si el patrimonio del fideicomiso incluyendo los recursos obtenidos de los inversionistas, fueran bastos para realizar dicho pago este no se realizara si no hay utilidades; lo que resulta en un elevado riesgo para la inversión.

Con el fin de evitar que el proyecto fracase uno de los requisitos como ya se mencionó, es que el proyecto cuente con un mecanismo de valuación el cual trabaje de manera frecuente cada que exista la información debida (3 meses) y el cual tome en cuenta los riesgo.

El método valuar proyectos con CKD's, dependerá de cada proyecto en especial, aunque se han considerado diversas metodologías de análisis de riesgo con el fin de poder mitigar los riesgos de una mejor manera, se ha considerado que la ausencia de información diaria sobre el valor de los certificados, la incertidumbre del futuro del proyecto y las imperfecciones del

mercado entre otras limitantes para los análisis, han marcado la brecha para que los inversionistas consideren esta incertidumbre y puedan entender que los resultados de los análisis no están tan apegados a la realidad como lo están en otros proyectos.

A pesar de que se realizan valuaciones recurrentes, la incertidumbre de los resultados implica un elevado riesgo de la inversión, la cual se encuentra positivamente asociada con los rendimientos obtenidos, entre el 13 y 20% anual comparado a un instrumento de deuda tradicional que representa un 7%, lo que hace de estos proyectos muy atractivos para los inversionistas por su rentabilidad. Para asegurar dicha rentabilidad solo basta una buena estructuración y administración de los proyectos.

Es posible emitir CKD's con garantía real sobre las acciones fideicomitadas, las cuales el fidecomiso de ser necesario, el emisor puede otorgar dichas acciones para el beneficio de los inversionistas de los CKD's del resto de los acreedores garantizados que tengan garantía real sobre dichos activos, aunque esto restaría rendimientos para los Inversionistas.

### **3.13 Consideraciones Fiscales Recientes**

El valor de capitalización del mercado bursátil en México es menor al de otros países que presentan un nivel de PIB per cápita similar o por debajo del que registra nuestra economía. Además, muestra una evolución en el número de emisoras que puede incrementarse, así como una alta concentración del mercado en pocas empresas colocadoras e intermediarios bursátiles.

Debe destacarse que existe un alto potencial de crecimiento del mercado. Prueba de ello se refleja en los certificados de desarrollo de capital conocidos como CKD's, mediante los cuales se busca impulsar el financiamiento en el mercado inmobiliario de México.

Ante esta situación del mercado de valores, el Gobierno Federal identificó la necesidad de impulsar el crecimiento de nuevos instrumentos, por lo que un objetivo de la recién aprobada Reforma Financiera es hacer más eficiente este mercado a través de una mayor

innovación y modernización en su operación, así como a través de una regulación más adecuada de supervisión a los intermediarios. Si bien en las disposiciones fiscales vigentes no existe en específico un régimen fiscal aplicable a estos certificados, cabe destacar que no existen cambios en el reciente régimen, debido a que estos certificados están en el capítulo de estímulos fiscales. En términos generales es posible aplicar las disposiciones relativas a los rendimientos pagados y al fideicomiso creado:

- ⊕ Público Inversionista: Los rendimientos (intereses) pagados a los inversionistas tenedores de los certificados se encontrarán sujetos a una retención, a la tasa que anualmente fije el Congreso de la Unión. Para el presente año, en los términos de los artículos 54,79,80,81,133 y 135 de la Ley de impuestos sobre la Renta (ISR), que para el 2014 es del 0.60% aplicable al capital que da origen a dichos rendimiento. Para el caso de inversionistas extranjeros es importante considerar que la tasa de retención a aplicar será de acuerdo con el país de residencia del beneficiario efectivo de los intereses, en los términos del artículo 166 de la Ley del ISR.
- ⊕ Afores: Las Siefores, en los términos de las disposiciones fiscales vigentes, no tienen la obligación de contribuir al ISR.
- ⊕ Fideicomiso constituido: Para determinar las obligaciones fiscales a las cuales se haya sujeto, se debe primero definir la naturaleza del fideicomiso constituido. Existen fideicomisos de administración y fideicomisos empresariales; estos últimos tendrán prácticamente las mismas obligaciones que las personas morales, incluso la de presentar pagos provisionales a cuenta del impuesto anual que declarará el fideicomisario.

En principio, cumplidos los requisitos a que se refiere la Ley del Impuesto sobre la Renta y asumiendo que no realiza actividades empresariales, El Fideicomiso Emisor deberá considerarse como un Fideicomiso de Inversión en Capital Privado (FICAP), y por tanto como entidad transparente para efectos fiscales en México en términos de los artículos 227 y 228 de la Ley del Impuesto sobre la Renta. En cualquier caso, dicho criterio deberá ser confirmado por las autoridades del Servicio de Administración Tributaria.

Para que el Fideicomiso Emisor pueda ser considerado como FICAP, deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- a) Que constituya de conformidad con las leyes mexicanas y la fiduciaria sea una institución de crédito residente en México autorizada para actuar como tal en el país.
- b) Que el fin primordial del Fideicomiso Emisor sea en invertir u otorgar financiamiento a sociedades mexicanas residentes en México y que no se encuentren listadas en bolsa al momento de la inversión, así como participar en su consejo de administración.
- c) Que al menos el 80% del Fideicomiso Emisor esté invertido en las acciones que integren la inversión en el capital o en financiamiento otorgados a las Sociedades Promovidas y el remanente se invierta en valores a cargo del Gobierno Federal inscritos en el Registro Nacional de Valores o en acciones de sociedades de inversión en instrumentos de deuda.
- d) Que las acciones de las Sociedades Promovidas que se adquieran no se enajenen antes de haber transcurrido al menos un período de dos años contado a partir de la fecha de adquisición.
- e) Que el Fideicomiso Emisor tenga una duración máxima de 10 años.
- f) Asimismo, deberá distribuirse al menos el 80% de los ingresos que reciba el Fideicomiso Emisor en el año o más tardar 2 meses después de terminado el año.
- g) Que se cumplan los requisitos que mediante reglas de carácter general establezca el Servicio de Administración Tributaria.

### **3.14 Consideraciones de Gobierno Corporativo**

Dado que los CKD's son regulados conforme a la Ley del Mercado de Valores y se listan en la Bolsa Mexicana de Valores, deberán cumplir con los requisitos de gobierno corporativo delimitados para las sociedades anónimas bursátiles. Estos lineamientos aplicados a los CKD's se refieren en específico a la Asamblea de Tenedores, al Comité Técnico del Fideicomiso, al Comité de Inversión, al administrador y al representante común. Para cada uno de los anteriores hay que definir la integración, funciones, facultades y responsabilidades conforme

al marco regulatorio, para asegurar el cumplimiento con las regulaciones y un óptimo funcionamiento que sea confiable a los ojos del inversionista.

Como contraprestación por los recursos de la venta de los certificados, la administración actuará como fideicomitente al obligarse a transferir al fideicomiso a través de acciones, los derechos de recibir flujos de efectivo vinculados a las utilidades. Conforme el proyecto madure y llegue a una etapa con flujos positivos, los inversionistas recibirán a través del fideicomiso flujos de conformidad como repago de su inversión según lo establecido en el plan de negocios.

El fideicomiso juega un papel importante para que el mecanismo de este tipo de financiamiento funcione correctamente, primeramente es quien emite los certificados y quien paga los gastos relacionados a dicha emisión, además es quien recauda las acciones y el dinero de la venta de los certificados los cuales administra de forma imparcial e irrevocable durante el plazo determinado; y finalmente actuando como intermediario entre la administración del proyecto y los inversionistas, ayudando a los fideicomitentes a obtener los recursos en cantidad y tiempo para su adecuada utilización en el desarrollo del proyecto, y también es quien da certeza a los inversionistas de que su inversión es utilizada según el plan del proyecto.

Para efectos de lo anterior, el patrimonio del fideicomiso se conforma principalmente de:

- 1) Los recursos de la emisión de los CKD's.
- 2) Las acciones que emite el fideicomitente.
- 3) Los flujos de efectivo derivados de dividendos, utilidades y amortizaciones.



## Capítulo 4. Estudio de Caso

### 4.1 ¿Quiénes invierten en CKD's?

La Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) permite disponer crecientes cantidades de recursos para proyectos productivos públicos y privados y crea un círculo virtuoso que redundará en crecimiento económico, generación de empleos, infraestructura y desarrollo del país. Ello ha sido fundamental en tiempos de estabilidad y vital en épocas de volatilidad para la supervivencia de empresas y la preservación de empleos (figura 9).

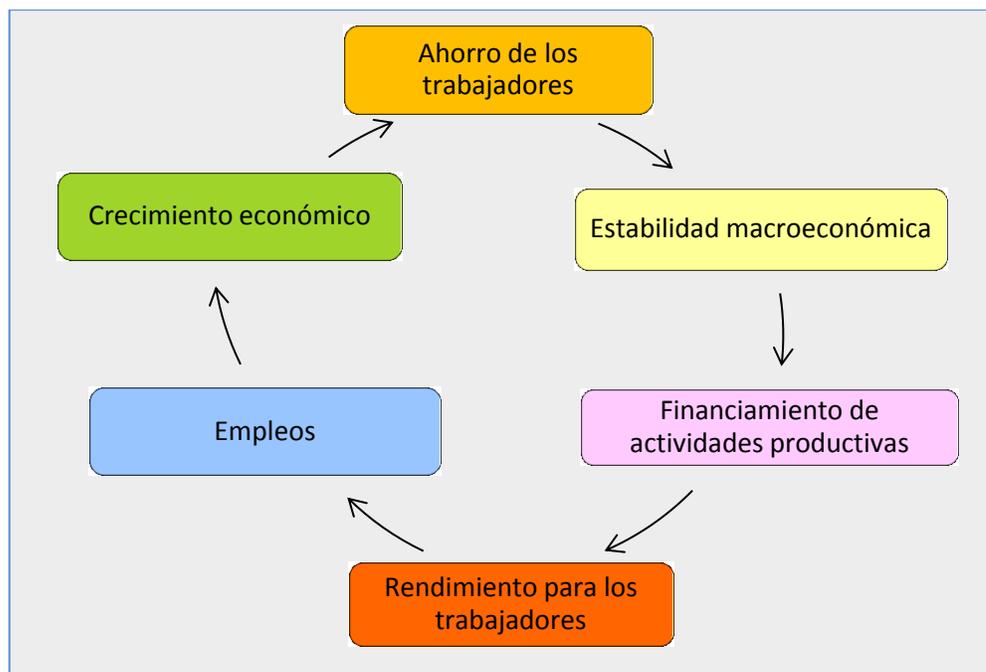


Figura 8. Círculo virtuoso de la CONSAR

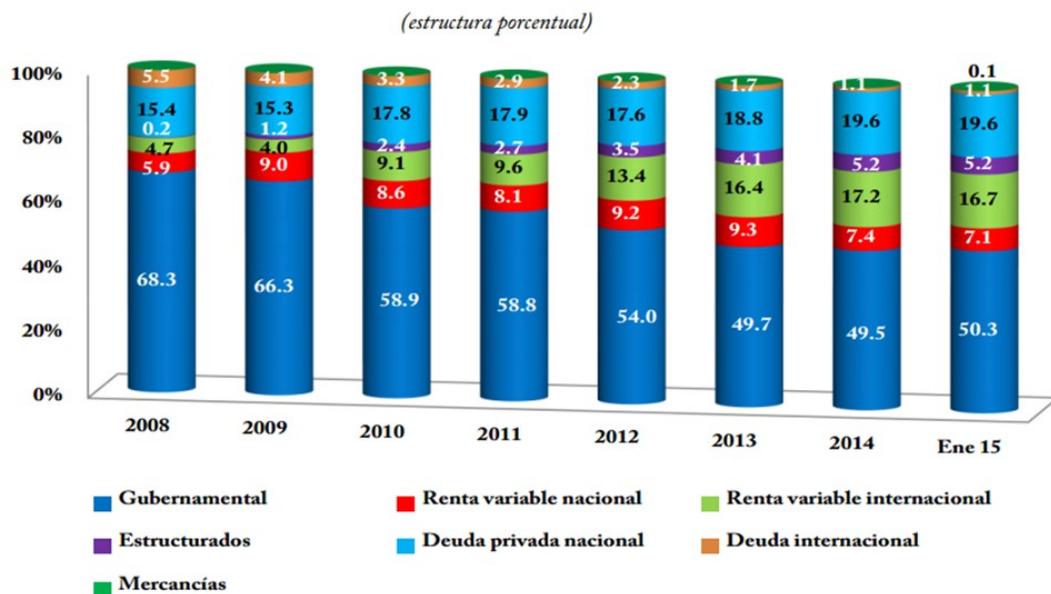
### 4.1.1 Las Afores

Las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) fueron creadas en 1997, son entidades financieras dedicadas de manera exclusiva y profesional a administrar las cuentas individuales de ahorro para el retiro de los trabajadores. Las Afores deben contar con la autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y están sujetas a la regulación y supervisión de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR).

En un comienzo se manejó un perfil conservador invirtiendo solo en valores gubernamentales, posteriormente las normas de la CONSAR permitió que el régimen de inversión de las Afores evolucionaran.

#### *Evolución en la Composición de las Carteras de las Afores*

Esta evolución permitió ampliar la diversificación de los portafolios de inversión de las Afores, lo que les permiten invertir en proyectos específicos de mayor productividad pero de mayor riesgo como lo son los proyectos a largo plazo de infraestructura, ayudando a realizar más y mejores proyectos de este tipo y a su vez ha permitido a las Afores, obtener mayores rendimientos para los trabajadores pensionados (gráfica 11).



Gráfica 11. Evolución de la diversificación de la cartera de las Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores)

En general, la cartera de las SIEFORE ha mostrado una tendencia hacia una mayor diversificación. Destaca, por su peso relativo, el caso de los valores gubernamentales: mientras que en 2008 el 68.3% de los recursos del SAR se invertían en este tipo de instrumentos, el porcentaje comparable en enero de 2015 fue de 50.3%.

La evolución del régimen de inversión de las Afores, muestra la madurez que se ha alcanzado actualmente por estas instituciones para mitigar proyectos con mayores riesgos y mayores rendimientos, esperando en un futuro una mayor liberación de fondos necesaria para el desarrollo del país (figura 10).

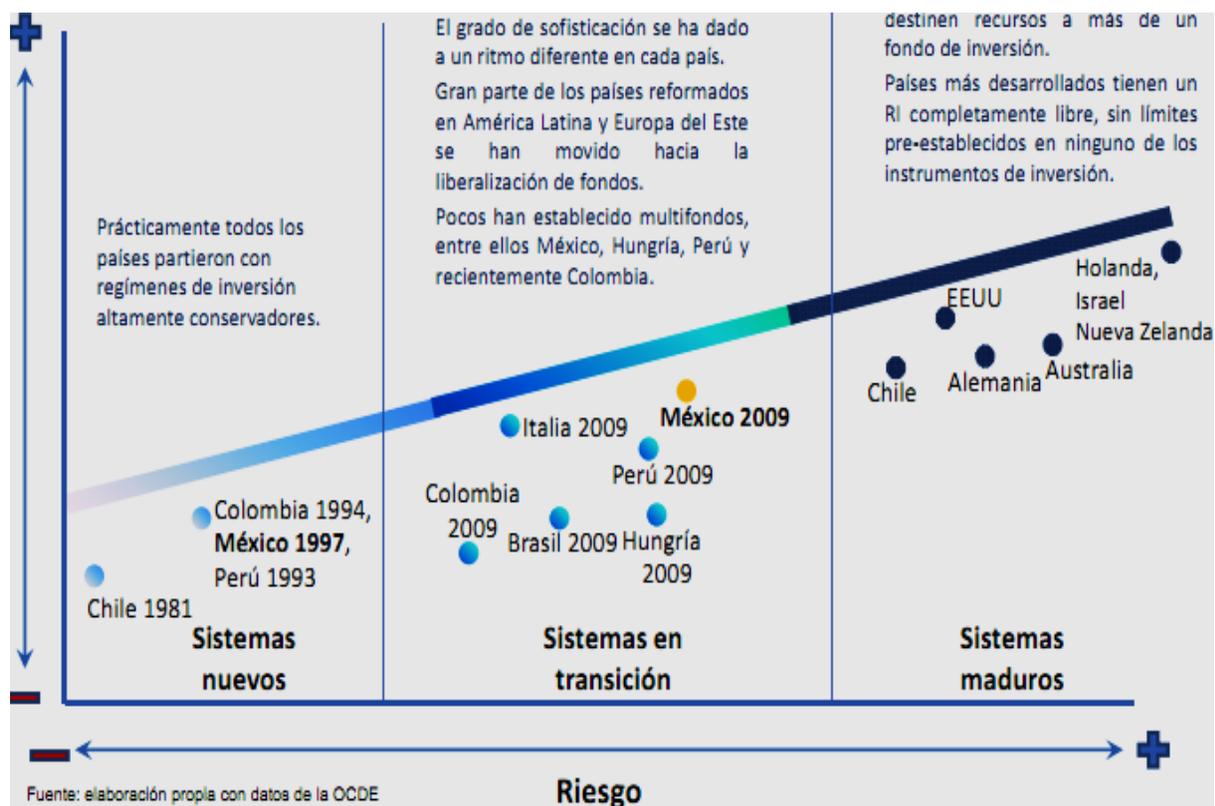


Figura 9. Liberación en respuesta de la madurez (Rendimiento Riesgo)

### **4.1.2 Las Siefores**

Los recursos de cuenta de ahorro para el retiro o cuenta Afore son invertidos a través de las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores).

Las Siefores son entidades financieras administradas y operadas por las Afores y autorizadas por CONSAR. Su objetivo es invertir el ahorro de las cuentas Individuales y son legalmente independientes de las Afores, por lo que los recursos de los trabajadores se encuentran totalmente separados del patrimonio de las Afores.

#### ***Las Siefores***

- Invierten en los mercados financieros, sujetas a un régimen de inversión.
- Reciben los rendimientos generados por la inversión.
- Informan el valor de las inversiones a la Afore para que actualice el saldo de la cuenta individual de ahorro para el retiro.
- El dinero acumulado en su cuenta Afore es el resultado de una serie de aportaciones obligatorias tripartitas porque son resultado de tres depósitos distintos.
  - a. Los que hace el trabajador.
  - b. Los que hace el patrón y
  - c. Los que hace el gobierno federal.
- Estas tres aportaciones en conjunto representa el 6.5 % del salario base de cotización (SBC) de los trabajadores. Dicha aportación es tripartita y se integra de la siguiente forma; el trabajador aporta el 1.125% del SBC; el patrón aporta el 5.150%; y el Estado el 0.225%.

#### ***¿Cómo funcionan las Siefores?***

Todas las Afores ofrecen cuatro Siefores Básicas. De acuerdo con la regulación, los recursos de las cuentas individuales son invertidos en la Siefore que le corresponde a cada trabajador, según su edad. El rango de edad de los trabajadores, por tipo de Siefore, se muestra a continuación (figura 11)

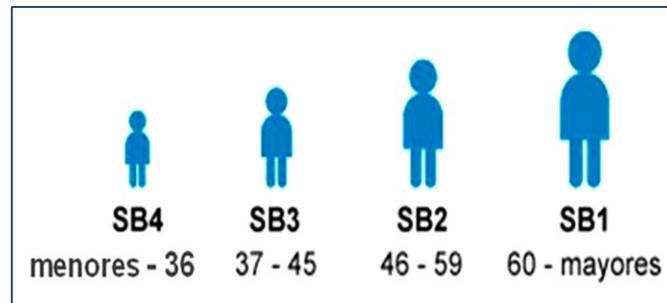


Figura 10. Siefiores Básicas

Desde 2008, se cuenta con una estructura de SIEFORE. Así, de las cuatro SIEFORE Básicas (SB) existentes, la SB4 corresponde al grupo de edad más joven y la SB1 al de los de mayor edad. La mezcla de activos financieros dentro de cada Siefiore está diseñada de acuerdo con el perfil de los afiliados, ello es congruente con el llamado ciclo de vida: puesto que los integrantes del grupo de la SB4 estarán todavía por un periodo muy largo en el SAR, tolerarán un mayor riesgo en su cartera, mientras que los de la SB1, más próximos al retiro, tienen una exposición mucho más limitada al riesgo. Lo anterior es particularmente importante en épocas de volatilidad (figura 12)

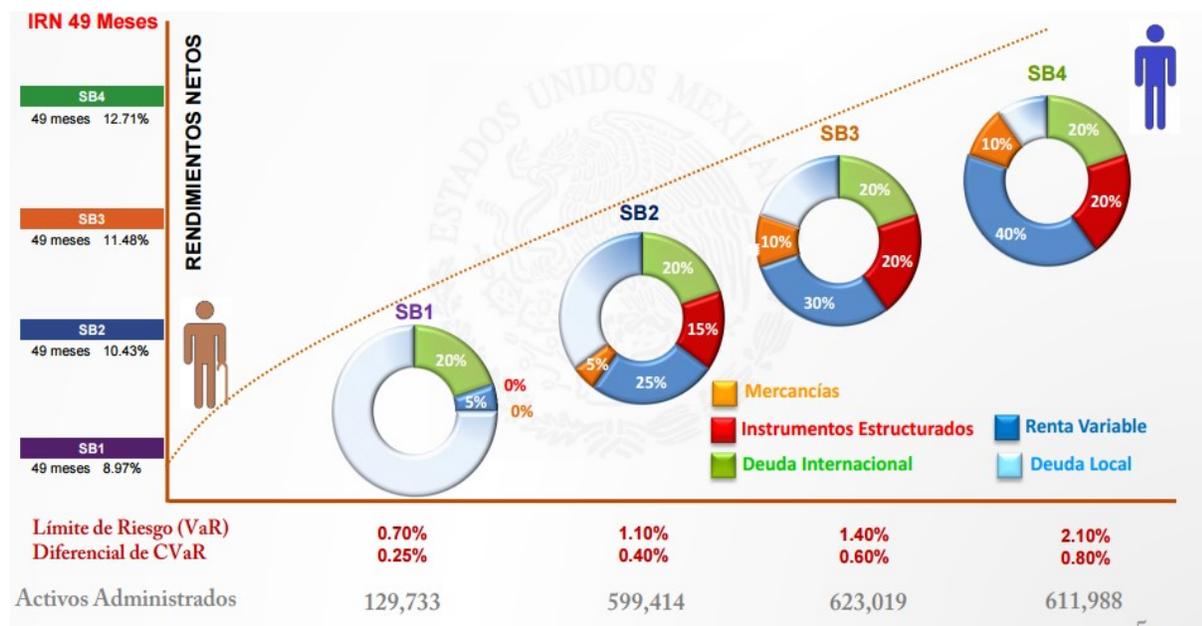


Figura 11. Multifondos por Grupo de Edad

Fuente: CONSAR

Según la normatividad vigente, cada Siefore puede invertir de acuerdo al perfil de su perfil de inversión en porcentajes diferentes en los siguientes instrumentos y operaciones.

TIPO	INSTRUMENTO
<b>Instrumentos de deuda</b>	Bonos gubernamentales
	Bonos corporativos
<b>Instrumentos de renta variable</b>	Acciones de empresas
	Instrumentos estructurados
	Materias primas
<b>Vehículos de inversión</b>	Fondos mutuos
	Mandatos
<b>Operaciones</b>	Divisas
	Mercados internacionales
	Reportos y Préstamo de valores
	Derivados

Es importante mencionar que los trabajadores que no están de acuerdo con el perfil de inversión que tiene la Siefore que le corresponde, pueden cambiarse a una Siefore con un perfil de inversión más conservador, si lo consideran conveniente.

Cabe destacar que, de acuerdo con la regulación, el valor de las inversiones en cada una de las Siefores se determina diariamente con base en los precios que genera un tercero independiente denominado “proveedor de precios”. Este se realiza mediante una metodología de valuación pública, de tal forma que todos los instrumentos en el portafolio de las Siefores cuentan con un precio de mercado.

### ***Activos netos de las Siefore***

Los activos netos de las (SIEFORE) se ubicaron en 2,441,210 millones de pesos al cierre del primer trimestre de 2015, cifra que equivale al 14.0 por ciento del PIB (gráfica 12).

Los recursos administrados por los principales participantes del Sistema Financiero Mexicano ascienden a 5,271,784 millones de pesos, las Siefores ocupan el segundo lugar con el 24.3 % del total.

La cartera de las Siefores se encuentra fuertemente diversificada en diversas clases de activos, emisores y regiones. La diversificación de las carteras de las Siefores, incluyendo la inversión en Proyectos Productivos ha permitido obtener rendimientos atractivos a la vez que son una fuente de financiamiento para las empresas mexicanas



*Gráfica 12. Activos Netos*

La diversificación y rentabilidad de las carteras de inversión se ha logrado gracias a la notoria apertura del régimen de inversión.

El régimen de inversión ha permitido nuevas clases de activos y mayor flexibilidad en los parámetros regulatorios, lo que ha potenciado las posibilidades de financiamiento.

Financiar proyectos a largo plazo siempre ha sido complejo, debido a sus características poco habituales estos cuentan con pocos inversionistas y escasas líneas de crédito. Las Afores

y demás Inversionistas Institucionales igualmente vieron en los certificados una gran oportunidad de obtener grandes rendimientos, por lo que apoyaron en conjunto con los empresarios y demás interesados, la normalización de los certificados. Ante esto, CNBV se vio obligada a establecer reformas para normalizar y estandarizar dichos bonos dando como resultado los CKD's y debido a que ya habían participado en los Certificados Santa Genoveva y al ser Instituciones financieras y formar parte de los Ahorros Financieros de México, han mostrado tener gran capital, el cual en estos últimos años ha tenido un crecimiento considerable.

Desde el inicio de los CKD's, las afores fueron las principales figuras que respaldaron los certificados interviniendo en su desarrollo y complementando su funcionalidad con una serie de cambios en su propia normativa regida por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR).

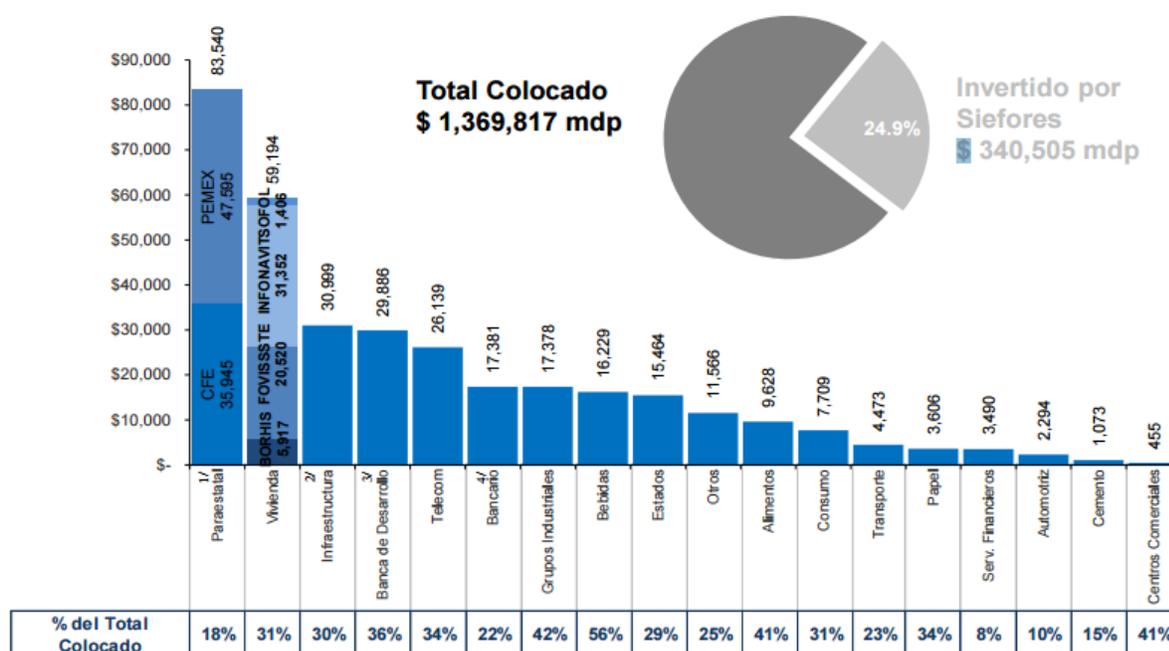
### ***Financiamiento en actividades productivas***

Al cierre de diciembre de 2013, los recursos de los ahorradores en el Sistema de Ahorro para el Retiro financiaron con 688,220 millones de pesos a empresas mexicanas de distintos tamaños pertenecientes a distintos sectores de la actividad económica. En el último trimestre las SIEFORE participaron activamente en el financiamiento de empresas mexicanas de distintos tamaños pertenecientes a distintos sectores de la actividad económica.

De un total de 1,369,817 millones de pesos colocados en el mercado financiero nacional con fines de financiamiento de proyectos productivos públicos y privados a través de deuda privada de largo plazo, sin incluir las emisiones de organismos multilaterales y colocaciones de empresas nacionales en mercados internacionales, las AFORE han destinado un monto equivalente a 338,229 millones de pesos, esta cifra representa el 25.5 por ciento del total de estos activos (gráfica 13).

## Inversión en Títulos No Gubernamentales

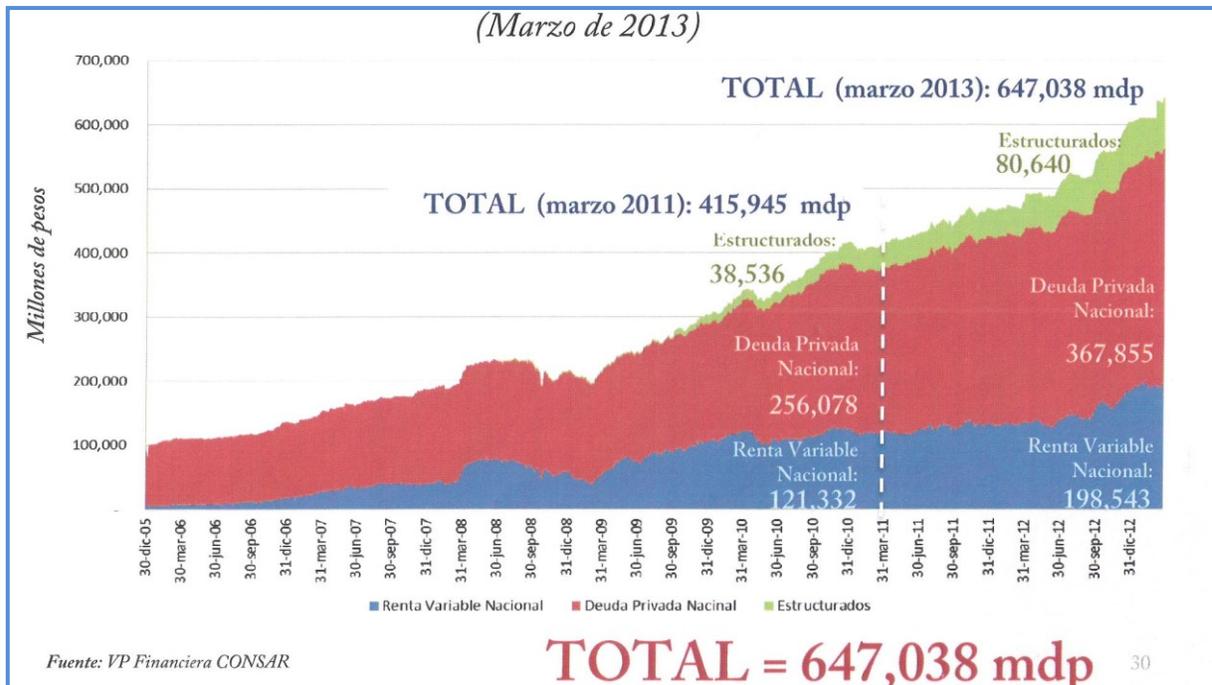
(Millones de pesos)



Gráfica 13. Financiamento en actividades productivas

### *Inversión en Instrumentos Estructurados*

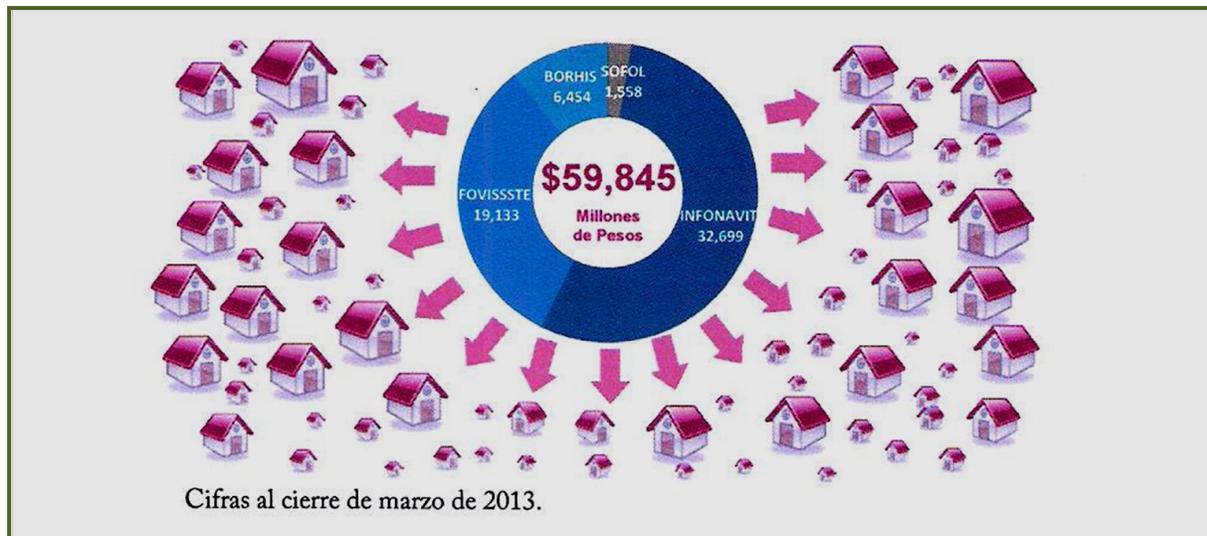
A partir de 2007, se permitió a las Siefores la inversión directa en infraestructura a través de Instrumentos Estructurados (IE). Adicionalmente al financiamiento mediante deuda privada de largo plazo, las AFORE han destinado 80,640 millones de pesos a proyectos productivos nacionales a través de estos instrumentos estructurados que actualmente comprenden los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) y los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (FIBRAS). A la fecha, las SIEFORE financian con 647,038 millones de pesos a empresas mexicanas de distintos tamaños pertenecientes a distintos sectores de la actividad económica (gráfica 14).



*Gráfica 14. Inversión de Instrumentos Estructurados*

La inversión de los fondos de pensiones en este tipo de activos, fomenta la diversificación de las carteras y la obtención de rendimientos potencialmente atractivos, dado que los activos de infraestructura presentan una baja correlación con los rendimientos obtenidos en otros instrumentos como acciones y bonos. Además, proveen un horizonte de inversión de largo plazo -congruente con la naturaleza del ahorro pensionario-, protección contra inflación y flujos constantes.

En el sector vivienda, las SIEFORE mantienen invertidos un monto de 59,845 millones de pesos a través de instrumentos financieros autorizados (figura 13)



*Figura 12. Inversión en Vivienda*

El incremento de la cartera de inversión autorizadas para las afores, y la creación de los CKD's, han impulsado una participación por parte de las afores creciente y acelerada en proyectos de cada vez mayor capital.

Los ahorros financieros que se tienen en el país son un buen ejemplo de los alcances que tienen estos certificados para recaudar recursos de Instituciones financieras que cuentan con un gran capital para los diversos proyectos necesarios en el país.

Mediante reformas a diversas disposiciones legales, a partir de septiembre de 2009 se eliminaron restricciones para que los fondos de Pensiones mexicanos, es decir, las (SIEFORES) realicen inversiones de capital privado. Si bien la prohibición de los Fondos de Pensiones para invertir directamente en fondos de capital privado se mantiene, pueden hacerlo indirectamente, a través de la adquisición de Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's).

Desde el inicio de los CKD's, las afores fueron las principales figuras que respaldaron los certificados interviniendo en su desarrollo y complementando su funcionalidad con una serie de cambios en su propia normativa regida por la (CONSAR).

### 4.1.3 Participación de las Siefores en CKD's

Las Siefores han participado en 27 Certificados de Capital de Desarrollo (Estructurados tipo CKDs) destinando una inversión de 62,108 millones de pesos (figura 14).



Figura 13. Participación de las Siefores en CKD's

## 4.2 Caso de Éxito: Colocación de Certificados de Capital de Desarrollo

### CAPITAL INMOBILIARIO REALIZA COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE CAPITAL DE DESARROLLO (CKD's) POR \$1,530 MILLONES DE PESOS

El día 18 de mayo de 2011, se llevó a cabo la ceremonia simbólica de la colocación de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) del fideicomiso emisor administrado por CI-3 Reserva, SAPI de CV, empresa del grupo Capital Inmobiliario ("Capital I").

La oferta pública y registro en Bolsa se realizó el 4 de abril de 2011, por un monto total de 1,530 millones de pesos y a un plazo de seis años. Los intermediarios colocadores fueron Ixe Casa de Bolsa y Casa de Bolsa Banorte. La clave de cotización es CI3CK11.

### *Acerca de Capital I*

Capital I es una administradora de fondos de inversión de capital de riesgo dedicados al mercado inmobiliario en México.

Actualmente Capital I opera tres fondos de inversión inmobiliarios. Los dos primeros fondos están diseñados para aportar capital a proyectos de vivienda, preferentemente económica y de interés social, en coinversión con una serie de desarrolladores inmobiliarios.

Las inversiones realizadas por Capital I en cerca de 20 proyectos en más de 10 estados de la república, han implicado la construcción de casi 20,000 viviendas.

El fondo Capital I-2 es uno de los pocos fondos privados en México que cuenta con la autorización de la SHCP y la CNSF para que las instituciones de seguros puedan invertir sus reservas técnicas en él.

A través de los tres fondos, Capital I ofrece un menú de opciones financieras a los desarrolladores inmobiliarios; desde aportar capital para proyectos a punto de comenzar, hasta proveer de liquidez al desarrollador con base en las reservas territoriales que no utiliza de inmediato.

#### 4.2.1 *Prospecto de Inversión*



Capital I Reserva, S.A. de C.V.  
SOFOM, Entidad No Regulada

FIDEICOMITENTE



HSBC México, S.A.  
Institución de Banca Múltiple  
Grupo Financiero HSBC, División  
Fiduciaria

FIDUCIARIO EMISOR

EMISIÓN DE 15'300,000 (QUINCE MILLONES TRESCIENTOS MIL) CERTIFICADOS BURSÁTILES FIDUCIARIOS, CON VALOR NOMINAL DE \$100.00 (CIEN PESOS 00/100 M.N.) CADA UNO, POR UN MONTO TOTAL DE:

\$1,530'000,000.00 (MIL QUINIENTOS TREINTA MILLONES DE PESOS 00/100 M.N.)

Los Certificados Bursátiles que se emitan conforme al presente Prospecto serán emitidos por el Fiduciario Emisor. Los recursos que se obtengan de la Emisión serán destinados para realizar Inversiones en Activos Inmobiliarios, a través de Empresas Promovidas, y los bienes y derechos que se adquieran mediante esas Inversiones serán el activo del Fideicomiso Emisor que generará, en su caso, las distribuciones a ser entregadas a los Tenedores de los Certificados Bursátiles y al Fideicomisario B conforme a lo que se señala en este Prospecto y en el Contrato de Fideicomiso.

**FIDUCIARIO EMISOR:** HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria, o sus sucesores, cesionarios, o quien sea que sea subsecuentemente designado como Fiduciario Emisor de conformidad con el Contrato del Fideicomiso.

**FIDEICOMITENTE:** Capital I Reserva, S.A. de C.V., SOFOM, Entidad No Regulada.

**FIDEICOMISARIOS:** Serán **(i)** los Tenedores de los Certificados Bursátiles; y **(ii)** el Fideicomisario B, de conformidad con los términos y condiciones establecidos en el Contrato de Fideicomiso y en el Título.

**FIDEICOMISARIOS A O TENEDORES:** Los Tenedores de los Certificados Bursátiles, respecto de las cantidades que tengan derecho a recibir y demás derechos a su favor establecidos de conformidad con el Contrato de Fideicomiso y el Título.

**FIDEICOMISARIO B:** CI-3 Reserva, S.A.P.I. de C.V., respecto de las cantidades que tengan derecho a recibir y demás derechos a su favor establecidos de conformidad con el Contrato de Fideicomiso.

**ADMINISTRADOR:** CI-3 Reserva, S.A.P.I. de C.V., o cualquier otra Persona que lo sustituya en términos del Contrato de Fideicomiso.

**ACTO CONSTITUTIVO O FIDEICOMISO EMISOR:** Fideicomiso irrevocable de emisión número F/302490 de fecha 29 de marzo de 2011, celebrado entre el Fideicomitente y HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, División Fiduciaria, como Fiduciario Emisor, con la comparecencia de Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria, como Representante Común de los Tenedores de los Certificados Bursátiles.

**TIPO DE OFERTA:** Oferta pública primaria nacional.

CLAVE DE PIZARRA: CI3CK11.

**TIPO DE VALOR:** Certificados Bursátiles Fiduciarios.

**NÚMERO DE CERTIFICADOS:** Se emiten 15'300,000 (quince millones trescientos mil) Certificados Bursátiles.

**VALOR NOMINAL:** Los Certificados Bursátiles se emiten con valor nominal de \$100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) cada uno.

**DENOMINACIÓN DE LA MONEDA DE REFERENCIA EN QUE SE REALICE LA EMISIÓN:** Los Certificados Bursátiles se denominarán en pesos, moneda nacional.

**PRECIO DE COLOCACIÓN:** \$100.00 (cien pesos 00/100 M.N.) cada uno de los Certificados Bursátiles.

**MONTO TOTAL DE LA EMISIÓN:** \$1,530'000,000.00 (mil quinientos treinta millones de pesos 00/100 M.N.).

**RECURSOS NETOS DE LA EMISIÓN:** La cantidad de \$,487'183,458.20 (Mil cuatrocientos ochenta y siete millones ciento ochenta y tres mil cuatrocientos cincuenta y ocho Pesos 20/100 M.N.).

**TIPO DE COLOCACIÓN:** Cierre de libro.

**FECHA DE OFERTA PÚBLICA:** 1 de abril de 2011.

**FECHA DE PUBLICACIÓN DEL AVISOD E OFERTA:** 31 de marzo de 2011.

**FECHA DE CIERRE DE LIBRO:** 1 de abril de 2011.

**FECHA DE PUBLICACIÓN DEL RESULTADO DE LA OFERTA:** 1 de abril de 2011.

**FECHA DE PUBLICACIÓN DEL AVISO DE OFERTA CON FINES INFORMATIVOS:** 1 de abril de 2011.

**FECHA DE REGISTRO EN LA BMV:** 4 de abril de 2011.

**FECHA DE EMISIÓN:** 4 de abril de 2011.

**FECHA DE LIQUIDACIÓN:** 4 de abril de 2011.

**PLAZO DE LA EMISIÓN:** 2,184 días, equivalentes a aproximadamente a 6 años.

**FECHA DE VENCIMIENTO DE LOS CERTIFICADOS:** Significa el 27 de marzo 2017, esto es, aproximadamente 6 (seis) años contados a partir de la Fecha de Emisión; en el entendido de que el plazo se podrá prorrogar en 2 (dos) ocasiones, por un periodo adicional de

2 (dos) años en cada ocasión, cuando así lo solicite el Administrador, previa opinión del Comité de Inversiones, y la autorización correspondiente de la Asamblea de Tenedores.

***PATRIMONIO DEL FIDEICOMISO EMISOR:*** El patrimonio del Fideicomiso Emisor se integra principalmente por lo siguiente: **(i)** la Aportación Inicial a cargo del Fideicomitente, **(ii)** el Monto Total de la Emisión, **(iii)** las Reservas del Fideicomiso, **(iv)** las Aportaciones del Fideicomisario B, **(v)** las Inversiones y los derechos derivados de las Inversiones, **(vi)** los Flujos, **(vii)** el Efectivo del Fideicomiso y las Inversiones Permitidas del Efectivo en que se invierta el Efectivo del Fideicomiso y sus rendimientos, **(viii)** el producto de las Desinversiones, **(ix)** los derechos otorgados al Fiduciario Emisor bajo el Contrato de Licencia, y **(x)** las demás cantidades, bienes y/o derechos de que actualmente o en el futuro sea titular el Fiduciario por cualquier concepto de conformidad con el contrato de fideicomiso.

***FINES DEL FIDEICOMISO EMISOR:*** Los fines del Fideicomiso consisten en llevar a cabo la administración del Patrimonio del Fideicomiso en términos del Contrato de Fideicomiso, incluyendo sin limitación: (i) llevar a cabo la Emisión de los Certificados Bursátiles, y en su caso de Certificados Bursátiles Adicionales, conforme a los términos del Contrato de Fideicomiso; (ii) realizar y administrar, a través del Administrador, las Inversiones, así como realizar las Desinversiones de conformidad con los términos establecidos en el Contrato de Fideicomiso; (iii) que el Fiduciario suscriba, celebre y otorgue cualquier contrato, convenio y documento del cual se prevea que sea parte de tiempo en tiempo conforme al Contrato de Fideicomiso; (iv) cumplir con todos los deberes y obligaciones a cargo del Fiduciario en términos del Contrato de Fideicomiso y de los demás contratos, convenios o documentos de los cuales el Fiduciario sea parte; y (v) ejercer todas y cada una de las facultades específicamente establecidas a continuación, las cuales serán ejercidas sin necesidad de instrucción alguna salvo que se indique lo contrario en el Contrato de Fideicomiso. En función de dichos fines generales del Fideicomiso, el Fiduciario tendrá todas las facultades necesarias o convenientes para cumplir con sus obligaciones conforme al Contrato de Fideicomiso y cada uno de los demás documentos de los cuales el Fiduciario sea parte.

***DERECHOS QUE CONFIEREN LOS CERTIFICADOS:*** Los Certificados Bursátiles otorgarán a sus Tenedores los derechos siguientes: (i) derecho a una parte de los frutos, rendimientos y, en su caso, al valor residual de los bienes o derechos que integran el

Patrimonio del Fideicomiso, y (ii) derecho a una parte del producto que resulte de la venta de los bienes o derechos que integran el Patrimonio del Fideicomiso; en el entendido que lo anterior incluye, sin limitar, el derecho que tienen los Tenedores y al Fideicomisario B de percibir cualesquier Distribuciones que se generen de tiempo en tiempo derivado de las Desinversiones, de conformidad con lo previsto en el Contrato de Fideicomiso y en el Título.

**FUENTE DE DISTRIBUCIONES:** Las Distribuciones a los Tenedores y al Fideicomisario B, y los pagos que deban realizarse al amparo de los Certificados Bursátiles se harán exclusivamente con los bienes, derechos y activos que formen parte del Patrimonio del Fideicomiso Emisor, en los términos y bajo las condiciones previstas en el Contrato de Fideicomiso. En ese sentido, el Efectivo Distribuible y los Saldos Remanentes, serán distribuidos en la Fecha de Pago que corresponda, de conformidad con lo que se establece en la Décima Sexta Cláusulas 16.3 y 16.5 del Contrato de Fideicomiso. Las cantidades a ser distribuidas a los Tenedores serán los saldos correspondientes al último Día Hábil del mes inmediato anterior a la Fecha de Pago de que se trate.

**AMORTIZACIÓN:** Serán los Flujos Brutos y los Saldos Remanentes pagaderos a los Tenedores, que se aplicarán en primer lugar para pagar el Monto de Amortización Parcial, hasta que el Valor Nominal Ajustado de los Certificados sea igual a \$1.00 (Un Peso 00/100 M.N.) y, después, para pagar las Distribuciones; en el entendido que los Certificados serán totalmente amortizados en la fecha que ocurra primero de entre la Fecha de Vencimiento y la Fecha de Amortización Anticipada.

**MONTO DE AMORTIZACIÓN PARCIAL:** En cualquier Fecha de Pago que tenga lugar (i) antes de la Fecha de Conversión, la cantidad determinada por el Administrador pagadera a los Tenedores, y (ii) en la Fecha de Conversión, la cantidad que sea necesaria a efecto de lograr que el Valor Nominal Ajustado de los Certificados Bursátiles sea igual a \$1.00 (Un Peso 00/100 M.N.).

**AMORTIZACIÓN TOTAL ANTICIPADA:** La Amortización Total Anticipada podrá tener lugar antes de la Fecha de Vencimiento, cuando el Fiduciario, previa instrucción del Representante Común, realice la amortización de la totalidad del Valor Nominal Ajustado, por presentarse y continuar un Evento de Amortización Total Anticipada.

***FECHA DE AMORTIZACIÓN TOTAL ANTICIPADA:*** Significa la fecha, previa a la Fecha de Vencimiento, determinada, en su caso, por el Administrador, en la que se realice la Amortización Total Anticipada de los Certificados Bursátiles, por actualizarse alguno de los Eventos de Amortización Total Anticipada.

***EVENTOS DE AMORTIZACIÓN TOTAL ANTICIPADA:*** Serán Eventos de Amortización Total Anticipada (i) que al final del Periodo de Inversiones, no se hayan realizado Inversiones equivalentes al 60% (sesenta por ciento) del Monto Asignado a Inversiones, en cuyo caso la Amortización de los Certificados Bursátiles se realizará mediante liquidación y distribución del Patrimonio del Fideicomiso, de conformidad con lo que para tal efecto resuelva la Asamblea de Tenedores, y (ii) que se lleven a cabo todas las Desinversiones con anterioridad a la Fecha de Vencimiento de los Certificados Bursátiles.

***LINEAMIENTOS DE INVERSIÓN:*** Las Inversiones deberán cumplir, al momento de realizar la Inversión, con lo siguiente: (a) Las Inversiones podrán realizarse a través de: (i) inversiones en acciones (o derechos similares, incluyendo, de manera enunciativa, mas no limitativa, en partes sociales); y/o (ii) el otorgamiento de financiamiento de cualquier tipo, directamente o a través de Capital I SOFOM, sujeto a cualquier restricción o limitación legal o regulatoria. (b) Las Inversiones se realizarán, directa o indirectamente, en Empresas Promovidas que adquieran Activos Inmobiliarios que puedan utilizarse para construir vivienda económica y vivienda de interés social, así como vivienda media y vivienda residencial; en el entendido de que las Inversiones se realizarán en su mayoría en Empresas Promovidas que se enfoquen a la adquisición de Activos Inmobiliarios para vivienda económica y de interés social, de tal forma que la cartera de Inversiones del Fideicomiso esté representada en por lo menos el 80% (ochenta por ciento) por Activos Inmobiliarios de estas dos clases; (c) Las Inversiones no podrán destinarse a Empresas Promovidas con Activos Inmobiliarios que se vayan a utilizar preponderantemente a la construcción de desarrollos para uso comercial, industrial, hotelero o turístico (incluyendo segundas residencias y desarrollos para propietarios extranjeros). (d) El Administrador buscará en todo momento la diversificación de las Inversiones. Para ello, en su conjunto, cada una de las Empresas Promovidas en que se realicen las Inversiones, deberán tomar las medidas siguientes: (i) no adquirirá Activo Inmobiliario alguno, que en lo individual, tenga un precio de adquisición superior al 9%

(nueve por ciento) del Monto Asignado a Inversiones; (ii) no adquirirá en conjunto, de una misma Persona o grupo de Personas que sean Partes Relacionadas, en una o más operaciones simultáneas o sucesivas, Activos Inmobiliarios, que en lo individual o en conjunto, tengan un precio de adquisición superior al 15% (quince por ciento) del Monto Asignado a Inversiones; (iii) el número de viviendas que se puedan construir en los Activos Inmobiliarios que adquieran no podrá exceder del 25% (veinticinco por ciento) del volumen anual de viviendas que se desplace en el municipio, zona metropolitana o área de influencia del terreno al momento de su adquisición, con base en los datos disponibles del Infonavit; no adquirirá Activos Inmobiliarios ubicados en un mismo municipio, zona metropolitana o área de influencia, que en conjunto tengan un precio de adquisición superior al 12% (doce por ciento) del Monto Asignado a Inversiones; (v) los Activos Inmobiliarios que adquieran deberán ubicarse, conforme a los datos y definiciones de Consejo Nacional de Población, o cualquier otra fuente confiable de información, en municipios comprendidos en alguna de las 56 zonas metropolitanas del país, o en municipios con una población mayor a 75,000 habitantes y con una tasa de crecimiento de la población esperada de 2010 a 2020, superior al promedio nacional, y (vi) no podrán otorgar opciones de compra sobre los Activos Inmobiliarios en conjunto, a una sola Persona o grupo de Personas que sean Partes Relacionadas, que representen más del 15% (quince por ciento) del Monto Asignado a Inversiones. (d) Las Empresas Promovidas sólo podrán contratar financiamientos con terceros (a tasa fija o variable) para adquirir Activos Inmobiliarios, por así considerarlo necesario para aumentar el rendimiento de las Inversiones; lo anterior en adición al financiamiento que, en su caso, le otorgue a la Empresa Promovida correspondiente, ya sea directamente al Fideicomiso o Capital I SOFOM, en calidad de Inversión para efectos del Contrato de Fideicomiso. Para tal efecto, las Empresas Promovidas únicamente podrán contratar financiamiento (i) durante el Periodo de Inversiones, (ii) en un porcentaje máximo de hasta el 33% (treinta y tres por ciento) del Monto Asignado a Inversiones para la totalidad de las Inversiones, (iii) con un vencimiento máximo a 3 (tres) años, contados a partir de la fecha en que termine el Periodo de Inversiones, y (iv) en su caso con garantías exclusivamente sobre los bienes de las Empresas Promovidas, y por ningún motivo sobre el Patrimonio del Fideicomiso. (f) Las Empresas Promovidas solo podrán contratar instrumentos derivados, cuando los mismos tengan fines de cobertura y sean autorizados por el Comité Técnico

---

**LUGAR Y FORMA DE PAGO:** Todos los pagos en efectivo que deban realizarse a los Tenedores de los Certificados Bursátiles se harán mediante transferencia electrónica a través de S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V., ubicado en Paseo de la Reforma número 255, piso 3, Col. Cuauhtémoc, 06500, México, Distrito Federal.

**VENCIMIENTO ANTICIPADO DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES POR EVENTOS DE SUSTITUCIÓN:** En caso de Destitución del Administrador en términos de lo establecido en el Contrato de Fideicomiso, mediante acuerdo adoptado en una Asamblea de Tenedores aprobado por los Tenedores titulares de al menos el 75% (setenta y cinco por ciento) de los Certificados Bursátiles en circulación, se podrá determinar el vencimiento anticipado de los Certificados Bursátiles.

**REPRESENTANTE COMÚN:** Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, División Fiduciaria.

**POSIBLES ADQUIRENTES:** Personas físicas y morales, cuando su régimen de inversión, así lo prevea expresamente. Está prohibido ofrecer o vender los Certificados Bursátiles en los Estados Unidos de América a o para beneficio o a cuenta de, una Persona Estadounidense (*U.S. Person*, según se define dicho término en la Regulación S (*Regulation S*) de la Ley de Valores de 1933), a menos que se realice bajo una excepción de, o por virtud de una transacción no sujeta a, los requisitos de registro y/o de oferta bajo la Ley de Valores de 1933, y sólo a instituciones que califiquen como "*qualified institutional buyers*" según se define dicho termino en la regla 144A de la Ley de Valores de 1933 (*Rule 144A*). Los Certificados Bursátiles no se ofrecerán de manera directa en los Estados Unidos (*directed selling efforts* según se define en el *Regulation S*).

**VALUADOR INDEPENDIENTE:** Price, Risk & Operations, S.A. de C.V.

**VALUACIÓN DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS:** La valuación de los Activos Inmobiliarios se llevará a cabo de manera trimestral y cuando exista alguna modificación en la estructura del Patrimonio del Fideicomiso. La metodología de valuación se basará en los criterios siguientes: **(i)** los activos y pasivos del Fideicomiso se valuarán periódicamente a precios de mercado, con el propósito de reconocer en el estado de resultados las pérdidas y

ganancias derivadas de los cambios en las condiciones del mercado inmobiliario. En la valuación se considera el principio de prudencia, es decir, se reconocen las pérdidas y, de acuerdo con las mejores prácticas de mercado, se considera una postura conservadora en el caso de ganancias, **(ii)** la valuación a mercado de los activos y pasivos financieros se realizará con base en la información que los proveedores de precios publiquen, **(iii)** los terrenos que el Fideicomiso adquiera a cuenta de terceros, se valuarán periódicamente a precios de mercado, con base en la información que sobre los niveles de precios publiquen las empresas especializadas, y **(iv)** por su parte, la valuación de los terrenos cuya negociación tenga adherida una opción de compra de los terrenos en una fecha futura, dependerá de la evolución de las estimaciones de los precios de mercado que las empresas especializadas publiquen: **(a)** si el precio de mercado es menor o igual a precio de compra acordado, los terrenos se marcarán a mercado con los precios publicados por las empresas especializadas, y **(b)** si el precio de mercado es mayor al precio acordado, la tasa interna de rendimiento al vencimiento del proyecto se irá reconociendo gradualmente en el los resultados del fideicomiso.

**VALUACIÓN DE LOS CERTIFICADOS BURSÁTILES:** La valuación de los Certificados Bursátiles se realizará de manera trimestral y cuando exista alguna modificación en la estructura del Patrimonio del Fideicomiso, de conformidad con la Cláusula Vigésima Tercera del Contrato de Fideicomiso.

**GARANTÍA:** Los Certificados Bursátiles son quirografarios, por lo que no cuentan con garantía alguna.

**INTERMEDIARIOS COLOCADORES:** Ixe Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Ixe Grupo Financiero y Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte, o en su caso cualquier otra casa de bolsa que sea designada posteriormente por el Administrador como intermediario colocador para efecto de la emisión de Certificados Bursátiles Adicionales.

**DEPOSITARIO:** S.D. Indeval Institución para el Depósito de Valores, S.A. de C.V.

**RÉGIMEN FISCAL:** El Fideicomiso Emisor se encontrará sujeto a un régimen de transparencia, en el cual los Tenedores de los Certificados Bursátiles serán los contribuyentes obligados en relación con los ingresos que obtenga el Fideicomiso Emisor, para lo cual se

deberán cumplir los requisitos aplicables en los artículos 227 y 228 de la LISR, así como con las reglas administrativas respectivas. El Fiduciario Emisor, o bien, los intermediarios financieros que tengan en custodia y administración los Certificados Bursátiles, tratándose de Certificados Bursátiles, deberán determinar y retener el impuesto sobre la renta que corresponda a cada Tenedor y otros fideicomisarios por las distribuciones que les sean efectuadas. En caso de que los Tenedores de los Certificados Bursátiles sean personas físicas residentes en el país o personas físicas o morales residentes en el extranjero, el Fiduciario Emisor, o en su caso, los intermediarios financieros, deberán retener el impuesto que corresponda por las Distribuciones que les sean efectuadas conforme al tipo de ingreso de que se trate. La tasa de retención aplicable respecto de intereses distribuidos se encuentra sujeta a retención, conforme a los artículos 58 y 160 de la LISR, y para residentes en el extranjero conforme a lo previsto en los artículos 179, 195 y 205, en su caso, de la LISR. En caso de que en el Fideicomiso participen entidades residentes en México no contribuyentes del impuesto sobre la renta, de acuerdo con lo establecido en los artículos 93 y 94 de la LISR, (como es el caso, entre otros, de sociedades de inversión especializada en fondos para el retiro (SIEFORES) y personas morales autorizadas para recibir donativos deducibles), de conformidad con la Regla Miscelánea I.3.20.2.4. vigente, dichas entidades estarán sujetas a las disposiciones contenidas en el Título III “Del Régimen de las personas morales con fines no lucrativos” de la LISR por las Distribuciones que les sean efectuadas. El régimen fiscal podrá modificarse a lo largo de la vigencia de la Emisión, por lo que los posibles adquirentes de los Certificados Bursátiles deberán consultar con sus asesores fiscales las consecuencias fiscales resultantes de la compra, el mantenimiento, o la venta de los Certificados Bursátiles, incluyendo la aplicación de reglas específicas respecto de su situación y caso particular.

**LEGISLACIÓN APLICABLE:** Los Certificados Bursátiles estarán regidos y serán interpretados de conformidad con las leyes de México.

**OBLIGACIONES DE PAGO:** Ni el Fideicomitente, ni el Representante Común, ni los Intermediarios Colocadores ni el Fiduciario Emisor (salvo con los recursos que integran el Patrimonio del Fideicomiso Emisor), ni cualesquiera de sus afiliadas o subsidiarias serán responsables de realizar las Distribuciones y pagos al amparo de los Certificados Bursátiles. Los Certificados Bursátiles recibirán recursos exclusivamente con los recursos que integran el

Patrimonio del Fideicomiso Emisor. En caso que el Patrimonio del Fideicomiso Emisor sea insuficiente para pagar cualesquier cantidades que correspondan por virtud de la tenencia de Certificados Bursátiles o cualesquier otras cantidades que, en su caso, se deriven del Título o del Contrato de Fideicomiso, no existe obligación alguna por parte del Fideicomitente, el Representante Común, los Intermediarios Colocadores, el Fiduciario Emisor de cualesquiera de sus afiliadas o subsidiarias de realizar dichas Distribuciones o pagos que correspondan de conformidad con los Certificados Bursátiles.

***Intermediarios Colocadores***



Ixe Casa de Bolsa, S.A. de C.V.,  
Ixe Grupo Financiero



Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V.,  
Grupo Financiero Banorte

Los Certificados objeto de la presente oferta pública se encuentran inscritos con el No. 0173-1.80-2011-008 en el Registro Nacional de Valores y son aptos para ser listados en el listado correspondiente de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V.

La inscripción en el Registro Nacional de Valores no implica certificación sobre la bondad de los valores, la solvencia de la emisora, la suficiencia del Patrimonio del Fideicomiso o sobre la exactitud o veracidad de la información contenida en el Prospecto, ni convalida los actos que, en su caso, hubieren sido realizados en contravención de las leyes.

---

---

#### 4.2.2 *Contenido del Prospecto CI3CK11*

- 1) Información general
  - a. Glosario de términos y definiciones
  - b. Resumen ejecutivo
  - c. Factores de riesgo
  - d. Otros valores emitidos por el Fideicomitente
  - e. Documentos que carácter público
- 2) La oferta
  - a. Características de los valores
  - b. Destino de los fondos
  - c. Plan de distribución
  - d. Gastos relacionados con la oferta
  - e. Funciones del representante común
  - f. Nombres de personas con participación relevante en la oferta
- 3) Estructura de la operación
  - a. Descripción general
  - b. Estructura de la operación
  - c. Resumen del contrato de Fideicomiso
  - d. Patrimonio del Fideicomiso
    - i. Descripción de los Activos Fideicomitidos
    - ii. Evolución de los Activos Fideicomitidos
    - iii. Contratos y Acuerdos y Contrato de Fideicomiso
    - iv. Procesos Judiciales, Administrativos o Arbitrales
  - e. Plan de negocios y calendario de inversiones y desinversiones
  - f. Políticas generales de la inversión y protección de los intereses de los tenedores
  - g. Valuación
  - h. El fideicomitente
  - i. Deudores relevantes
  - j. Administrador

- k. Contraprestación del administrador
  - l. Distribuciones
  - m. Otros terceros obligados con el fideicomiso o los tenedores
- 4) El Fideicomitente
- a. Historia y desarrollo del Fideicomitente
    - i. Constitución, Denominación y Duración
    - ii. Domicilio
    - iii. Ausencia de Operaciones Previas
  - b. Descripción del negocio
    - i. Actividad Principal
    - ii. Legislación Aplicable
    - iii. Situación Tributaria
    - iv. Recursos Humanos
    - v. Desempeño Ambiental
    - vi. Estructura Corporativa
    - vii. Descripción de los Principales Activos
    - viii. Procesos Judiciales, Administrativos o Arbitrales
    - ix. Acciones Representativas del Capital Social
    - x. Patentes, licencias, marcas y otros
    - xi. Otra Información
  - c. Administradores y accionistas
  - d. Estatutos sociales y otros convenios
  - e. Auditores externos
  - f. Operaciones con personas relacionadas y conflicto de interés
- 5) Información financiera
- a. Estados financieros auditados del fideicomitente
  - b. Balance inicial del Fideicomiso a la fecha de emisión
- 6) Consideraciones fiscales
- 7) Personas responsables
- 8) Anexos
- a. Contrato del fideicomiso

- b. B. Título que ampara la emisión
- c. C. Contrato de administración
- d. D. Contrato de licencia
- e. E. Anexo W: Formato a ser suscrito por los tenedores
- f. F. Ejemplo de distribuciones
- g. Opinión legal
- h. Opinión fiscal
- i. Balance inicial del fideicomiso a la fecha de emisión
- j. Reporte preparado por THE BOSTON CONSULTING GROUP, S.C
- k. Memorándum preparado por el asesor legal de ciertas administradoras de fondos para el retiro

A continuación se presentan algunos puntos relevantes del prospecto. El documento completo lo podemos encontrar en el archivo de anexos.

#### ***4.2.4 Resumen Ejecutivo***

A continuación se incluye un resumen de la información contenida en este Prospecto. Este resumen no pretende contener toda la información que pudiera ser relevante para tomar cualesquier decisión de invertir en los Certificados Bursátiles Fiduciarios, y se complementa con la información más detallada incluida en otras secciones de este Prospecto. El público inversionista debe prestar especial atención a las consideraciones expuestas en la Sección Factores de Riesgo”, misma que conjuntamente con la demás información incluida en el presente Prospecto debe ser leída con especial cuidado y detenimiento.

#### ***Introducción***

Por medio del presente Prospecto se busca aportar a los interesados los elementos suficientes para que puedan valorar la oportunidad de inversión que representa la adquisición de los Certificados Bursátiles.

La Emisión de los Certificados Bursátiles se estructurará mediante la constitución de un Fideicomiso Emisor, el cual llevará a cabo una emisión y colocación de Certificados Bursátiles. El referido Fideicomiso Emisor se constituirá con la Aportación Inicial que realice el Fideicomitente y se fondeará con los recursos que se obtengan de la colocación de los Certificados Bursátiles, así como de las Aportaciones del Fideicomisario B.

El Fideicomiso Emisor depositará todos los recursos que se obtengan de la Emisión y Colocación de los Certificados Bursátiles en una Cuenta General. Con esos recursos realizará el pago de los Gastos de Emisión y Colocación. Asimismo, con los referidos recursos se tiene previsto crear y fondear la Reserva de Mantenimiento y la Reserva para Gastos de Asesoría Independiente.

Una vez que se realice lo anterior, con los recursos remanentes de la Emisión y Colocación de los Certificados Bursátiles, los cuales representan más del 95% (noventa y cinco por ciento) del Monto Total de la Emisión, serán depositados en la Cuenta de Inversiones y dicho monto constituirá el Monto Asignado a Inversiones.

Será con cargo a la referida Cuenta de Inversiones que el Fideicomiso Emisor, con instrucciones del Administrador y las aprobaciones correspondientes del Comité de Inversiones, Comité Técnico o Asamblea de Tenedores, según corresponda, procederá a realizar las Inversiones y cubrir los Gastos de Inversión y la Contraprestación del Administrador.

CI-3 Reserva, S.A.P.I. de C.V. participa en la estructura del Fideicomiso Emisor en dos formas. Por una parte, en calidad de Fideicomisario B, como co-inversionista del Fideicomisario Emisor en las Inversiones. Y por otra parte, como Administrador. CI-3 Reserva, S.A.P.I. de C.V. es una sociedad anónima promotora de inversión de reciente constitución. La sociedad fue constituida por Capital I Servicios e Ixe Soluciones, una institución financiera mexicana con solidez financiera. CI-3 Reserva, S.A.P.I. de C.V. aportaciones equivalentes al 10% (diez por ciento) de lo dispuesto por el Fiduciario de la Cuenta de Inversiones y la Reserva para Gastos de Mantenimiento, para cubrir las Inversiones, los Gastos de Inversión y los Gastos de Mantenimiento, en los términos del Contrato de Fideicomiso. Las referidas Aportaciones del CI-3 Reserva, S.A.P.I. de C.V., en su carácter de

Fideicomisario B, aseguran que los intereses en las funciones que lleve a cabo como Administrador estén alineados en la toma de decisiones de las Inversiones.

El Fideicomiso Emisor realizará las Inversiones en Activos Inmobiliarios, a través de las Empresas Promovidas, los cuales serán (a) terrenos ubicados en el territorio nacional, que sean susceptibles de ser utilizados para el desarrollo de vivienda, principalmente económica y de interés social, pero también media y residencial, o con alguna porción para uso comercial, industrial o de servicios, y (b) cualesquiera derechos relacionados con ese tipo de terrenos, incluyendo, sin limitar, derechos de crédito, derechos de cobro o derechos litigiosos.; en el entendido de que las Inversiones en los Activos Inmobiliarios sólo se podrán realizar en las zonas geográficas aprobadas como elegibles por el Comité Técnico Conforme se explicará más adelante, se considera que estas Inversiones representan una buena oportunidad de negocio y con potencial para generar ganancias para los Tenedores.

Todas las Inversiones habrán de someterse por el Administrador a la consideración de un Comité de Inversiones, el cual se conformará por expertos en el sector inmobiliario tanto del Administrador, como de los Tenedores, y miembros independientes.

Adicionalmente, para todas las Inversiones habrá de existir autorización del Comité de Inversiones, del Comité Técnico o de la Asamblea de Tenedores, dependiendo de los montos que representen las Inversiones, según se explicará más adelante. En este sentido, el esquema para la toma de decisiones para la realización de las Inversiones será resultado de un amplio análisis de las oportunidades para invertir en Activos Inmobiliarios, a través de las Empresas Promovidas.

En principio se tiene contemplado que las Inversiones se lleven a cabo durante el Periodo de Inversiones, el cual durará 3 años, aunque podrá prorrogarse en los términos que se explican más adelante. Al término del Periodo de Inversiones, inicia el Periodo de Desinversiones, durante el cual, el Administrador deberá realizar la venta de los Activos Inmobiliarios en forma paulatina, de tal forma que al concluir el referido Periodo de Desinversiones ya no se tengan en propiedad Activos Inmobiliarios.

Los recursos que se obtengan de las Desinversiones serán los que generen los flujos para el Fideicomiso Emisor que permitirán realizar Distribuciones a los Tenedores y al Fideicomisario B, en las proporciones que les corresponda a cada uno de conformidad con los términos del Contrato de Fideicomiso.

### ***Propuesta de Inversión***

El Fideicomiso Emisor estará enfocado en la inversión en Activos Inmobiliarios, a través de las Empresas Promovidas, que serán (i) los terrenos ubicados en territorio nacional, susceptibles de ser utilizados para el desarrollo de vivienda, principalmente de tipo económica y de interés social, pero también media y residencial, o con alguna porción para uso comercial, industrial o de servicios, y (ii) cualesquiera derechos relacionados con ese tipo de terrenos, incluyendo, sin limitar, derechos de crédito, derechos de cobro o derechos litigiosos; en el entendido de que las Inversiones en los Activos Inmobiliarios sólo se podrán realizar en las zonas geográficas aprobadas como elegibles por el Comité Técnico. Lo anterior, lo hará por medio de la adquisición de acciones o financiamiento de Empresas Promovidas, que realizarán la compra y venta directa de dichos Activos Inmobiliarios.

En el contexto actual del país, existe una gran oportunidad de adquirir terrenos que representan excelentes locaciones para desarrollar vivienda, que puedan venderse en un mediano plazo, a precios que representen ganancias para el Fideicomiso Emisor, y, consecuentemente, para los Tenedores.

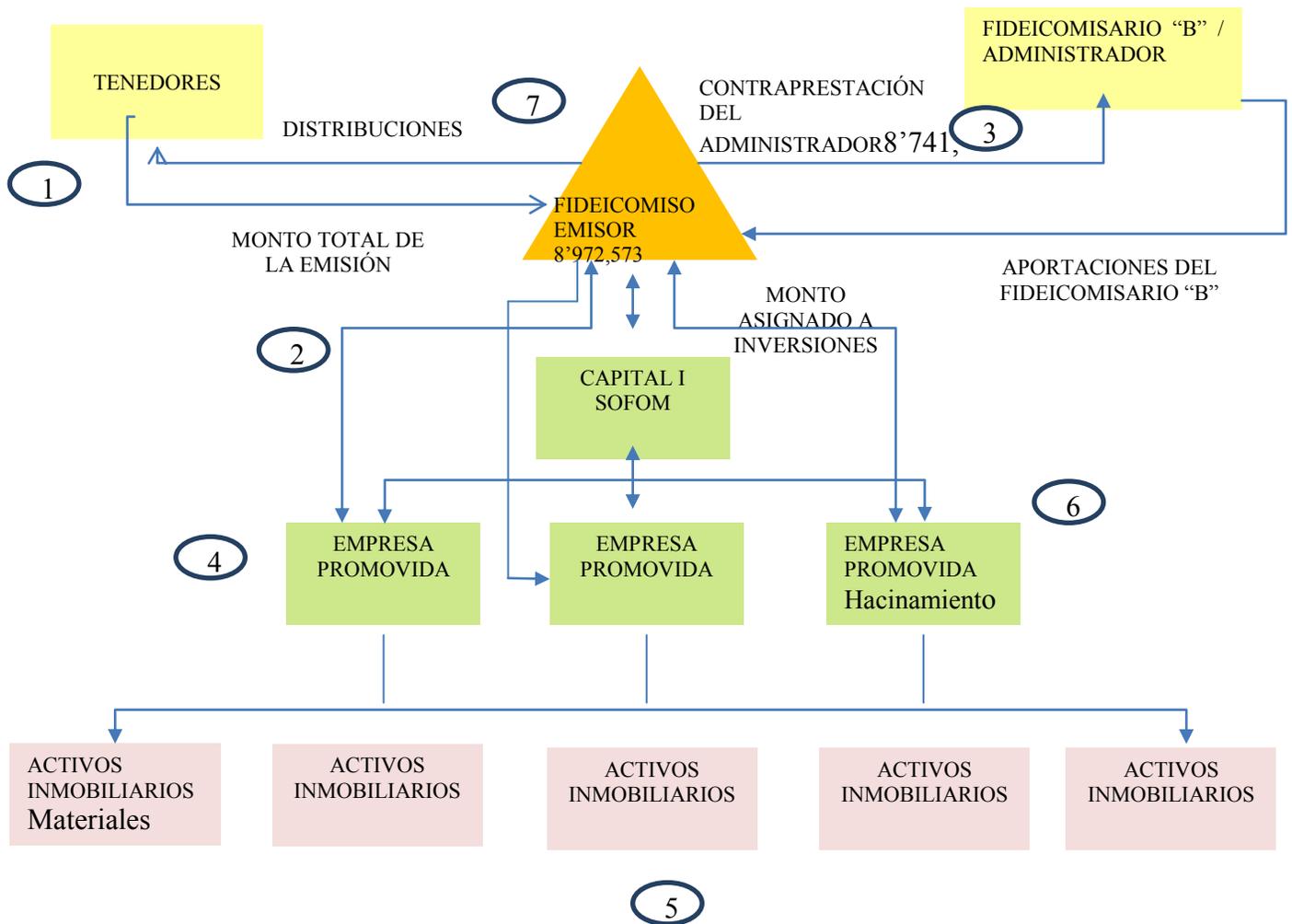
Las Inversiones se realizarán en Empresas Promovidas que tengan como objeto principal la adquisición de Activos Inmobiliarios que representen una buena oportunidad de negocio, en el sentido de que puedan venderse en el futuro a precios sustancialmente mayores a los de adquisición. La oportunidad de negocio se sustenta en las siguientes bases: (i) la necesidad actual de liquidez de un número importante de desarrolladores inmobiliarios en México, que cuentan en sus activos con importantes reservas territoriales; (ii) perspectivas favorables para la industria de la vivienda en México en los próximos 10 años, lo que implicará una fuerte demanda por los Activos Inmobiliarios que sean susceptibles a destinarse al desarrollo de nueva vivienda; y (iii) la amplia variedad y flexibilidad en la estrategias de salida para las

Inversiones, pues los Activos Inmobiliarios pueden ser objeto de opciones de venta pactadas de antemano con desarrolladores inmobiliarios, o pueden ser vendidos a terceros en el mercado; los Activos Inmobiliarios pueden también venderse en sus dimensiones y con sus características originales, o bien pueden ser subdivididos y/o desarrollados en cuanto a infraestructura y urbanización para su posterior venta.

El Fideicomiso Emisor realizará todas las Inversiones en forma profesional, debiendo contar siempre con instrucción del Administrador y la autorización u opinión del Comité de Inversiones, según corresponda; en el entendido de que todas las Inversiones deberán contar con la autorización del órgano competente del Fideicomiso Emisor que corresponda, esto es, del Comité de Inversiones, del Comité Técnico o de la Asamblea de Tenedores, dependiendo de la proporción que represente la Inversión de que se trate respecto al total del Patrimonio del Fideicomiso.

#### ***4.2.4 Estructura de la Emisión***

A continuación se presenta una descripción esquemática de la estructura que habrá de emplearse para la realización de la Emisión:



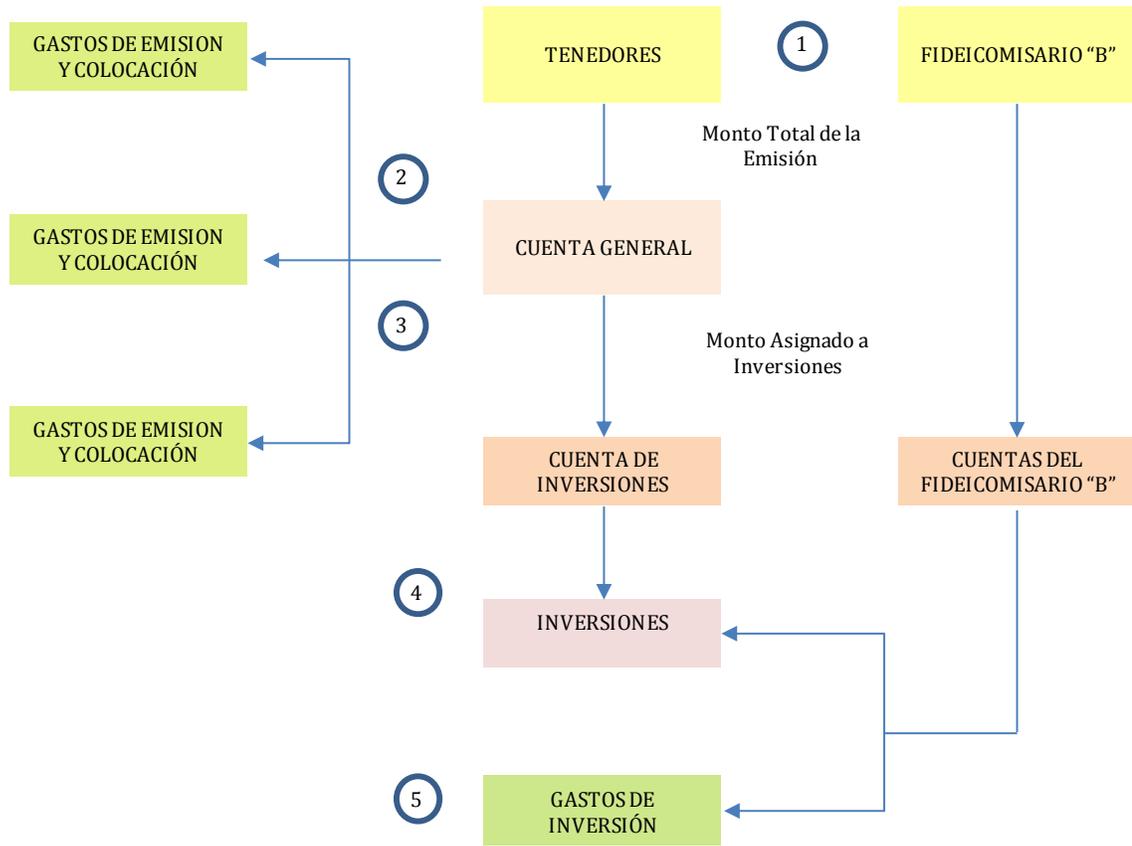
### ***Estructura de la Emisión***

Como puede observarse en el diagrama, la estructura de la Emisión se implementará de la siguiente forma:

- 1) En primer lugar se constituirá el Fideicomiso Emisor con la Aportación Inicial del Fideicomitente. El Fideicomiso Emisor realizará la emisión y colocación de los Certificados, de los cuales se obtendrá el Monto Total de la Emisión.
- 2) En la Fecha de la Emisión o en cuanto sea posible, el Fideicomiso Emisor realizará el pago de los Gastos de Emisión y Colocación, y constituirá la Reserva para Gastos de Mantenimiento y la Reserva para Gastos de Asesoría Independiente. Como resultado de lo anterior, la cantidad remanente constituirá el Monto Asignado a Inversiones.

- 3) Con cargo a la Cuenta de Inversiones, el Fideicomiso Emisor realizará el pago de la Contraprestación del Administrador.
- 4) Durante el Periodo de Inversiones, conforme se vayan requiriendo recursos para realizar las Inversiones, el Administrador, después de obtener la aprobación u opinión del Comité de Inversiones, según corresponda, y, cuando así proceda, se obtenga la autorización del Comité Técnico o de la Asamblea de Tenedores, instruirá al Fideicomiso Emisor para que libere los recursos que le sean necesarios para realizar las Inversiones y cubrir los Gastos de Inversión.
- 5) En esos momentos, el Fiduciario Emisor deberá requerir al Fideicomisario B realice la Aportaciones del Fideicomisario B que correspondan, a fin de que entregue una cantidad equivalente al 10% (diez por ciento) de lo dispuesto de la Cuenta de Inversiones para cubrir la Inversión y los Gastos de Inversión de que se trate. Para tal efecto, el Fiduciario Emisor realizará las Inversiones por el medio que resulte más conveniente, incluyendo directamente a la Empresa Promovida o mediante la aportación de capital u otorgamiento de financiamiento a Capital I SOFOM para que a su vez realice la Inversión correspondiente en la Empresa Promovida.
- 6) Las Empresas Promovidas realizarán la adquisición de los Activos Inmobiliarios. Las Inversiones y administración de dichos Activos Inmobiliarios será responsabilidad del Administrador, por cuyos servicios obtendrá la Contraprestación del Administrador, con cargo al Patrimonio del Fideicomiso Emisor.
- 7) Durante el Periodo de Desinversiones, las Empresas Promovidas recibirán los Flujos provenientes de la venta de los Activos Inmobiliarios. Estos recursos los transferirán vía pago de dividendos, amortización de capital, pago de créditos, u otros similares o equivalentes, al Fideicomiso Emisor o a Capital I SOFOM, según corresponda. A su vez, los Flujos que ingresen a Capital I SOFOM, por los conceptos anteriores, los transferirá vía dividendos, amortización de capital, pago de créditos, u otros similares o equivalentes, al Fideicomiso Emisor.
- 8) Por último, el Fideicomiso Emisor recibirá todos los Flujos y realiza las Distribuciones a los Tenedores y al Fideicomisario B, en las proporciones que les corresponda de conformidad con los términos del Contrato de Fideicomiso y el Título. Cuentas del Fideicomiso.

A continuación se incluye una descripción esquemática del manejo de los recursos que ingresan al Fideicomiso Emisor en calidad de Aportación Inicial del Fideicomitente, Monto Total de la Emisión, y Aportaciones del Fideicomisario B:



### ***Cuentas del Fideicomiso Emisor***

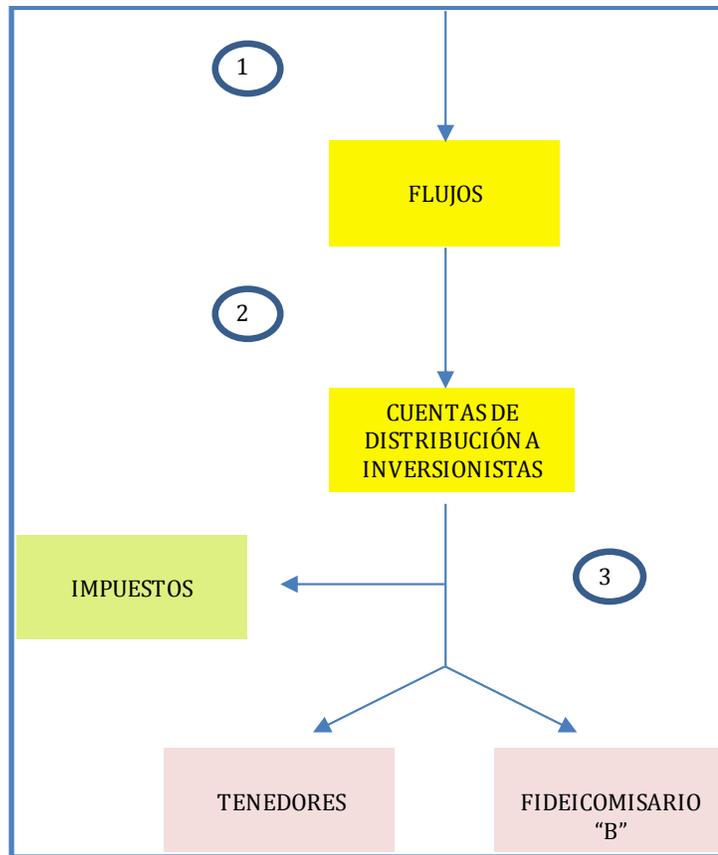
Como se desprende del diagrama, el manejo de los recursos en cuestión se dará de la manera siguiente:

- 1) La Aportación Inicial del Fideicomitente y el Monto Total de la Emisión se depositan en la Cuenta General del Fideicomiso Emisor.
- 2) Con cargo a la Cuenta General del Fideicomiso, se realizará el pago de los Gastos de Emisión y Colocación y serán creadas y fondeadas la Reserva para Gastos de Mantenimiento y la Reserva para Asesores Independientes.

- 3) Una vez realizado lo indicado en los numerales anteriores, los recursos remanentes se transfieren a la Cuenta de Inversiones y dicha cantidad inicial constituirá el Monto Asignado a Inversiones.
- 4) Con cargo a la Cuenta de Inversiones, el Fideicomiso Emisor realizará el pago de las Inversiones, los Gastos de Inversión y la Contraprestación por Administración. Los recursos que efectivamente sean utilizados de la Cuenta de Inversiones constituye el Monto Invertido.
- 5) Como parte del proceso para realizar Inversiones, el Administrador debe de identificar y analizar detalladamente oportunidades para adquirir Activos Inmobiliarios y previa obtención de las autorizaciones necesarias, solicita al Fideicomiso Emisor que libere los recursos de la Cuenta de Inversiones que requiere para realizar las Inversiones y cubrir los Gastos de Inversión que correspondan. Una vez que la Inversión haya sido debidamente aprobada, el Fiduciario Emisor debe de solicitar al Fideicomisario B realizar la Aportación del Fideicomisario B que corresponda, de conformidad con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso. El monto que resulta del Monto Invertido, más las Aportaciones del Fideicomisario B, constituye el Monto Invertido en Conjunto.

### ***Distribuciones de los Flujos***

El diagrama que aparece a continuación contiene una descripción esquemática de las Distribuciones de los Flujos que se obtienen de las Desinversiones:



***Distribuciones a los Tenedores y al Fideicomisario B***

- 1) Los Flujos que se generen por las Desinversiones ingresarán al Fideicomiso Emisor, principalmente por concepto de dividendos, amortización de capital, pago de créditos, venta de acciones, u otras similares o equivalentes, según corresponda, por parte de las Empresas Promovidas y Capital I SOFOM. Dichos Flujos se depositarán en la Cuenta de Distribución a Inversionistas.
- 2) Con cargo a la Cuenta de Distribución a Inversionistas, el Fideicomiso Emisor realizará el pago de las retenciones, enteros y pagos de impuestos y demás contribuciones que deban hacerse de conformidad con la legislación aplicable.
- 3) También con cargo a la Cuenta de Distribución a Inversionistas, el Fideicomiso Emisor realizará las Distribuciones a los Tenedores y al Fideicomisario B.

#### ***4.2.5 Objetivo y Estrategia de las Inversiones***

En todo momento el Fideicomiso Emisor y el Administrador buscarán que las Inversiones incrementen el valor a largo plazo de los Certificados Bursátiles. No obstante, cabe señalar que no existe una obligación de pago de principal ni de intereses en términos de los Certificados. Incluso, los Certificados Bursátiles podrían no tener rendimiento alguno o este puede ser negativo.

El Fideicomiso Emisor se enfocará en la inversión en Activos Inmobiliarios, a través de las Empresas Promovidas, los cuales serán (i) terrenos ubicados en territorio nacional, susceptibles de ser utilizados para el desarrollo de vivienda, principalmente de tipo económica y de interés social, pero también media y residencial, o con alguna porción para uso comercial, industrial o de servicios, y (ii) cualesquiera derechos relacionados con ese tipo de terrenos, incluyendo, sin limitar, derechos de crédito, derechos de cobro o derechos litigiosos; en el entendido de que las Inversiones en los Activos Inmobiliarios sólo se podrán realizar en las zonas geográficas aprobadas como elegibles por el Comité Técnico. Lo anterior, lo hará por medio de la adquisición de acciones o financiamiento de cualquier tipo, sujeto a cualquier restricción o limitación legal o regulatoria, de Empresas Promovidas, que realizarán la compra y venta directa de dichos terrenos o derechos. Las Empresas Promovidas serán vehículos de propósito específico, ya sean sociedades mercantiles o fideicomisos, que tengan como objeto principal adquirir Activos Inmobiliarios.

Las Inversiones se realizarán en Empresas Promovidas que tengan como objeto principal adquirir Activos Inmobiliarios que representen una buena oportunidad de negocio, en el sentido de que puedan venderse en el futuro a precios sustancialmente mayores al precio de adquisición correspondiente. La oportunidad de negocio se sustenta en las siguientes bases: (i) la necesidad actual de liquidez de muchos desarrolladores inmobiliarios y otros participantes del sector, que cuentan con importantes reservas territoriales; (ii) las favorables perspectivas para la industria de la vivienda en México en los próximos 10 años, lo que implicará una fuerte demanda por los Activos Inmobiliarios en dónde desarrollar la vivienda nueva requerida; y (iii) la variedad de estrategias de salida para las Inversiones, pues los Activos Inmobiliarios pueden ser sujetos de ofertas de venta pactadas de antemano con desarrolladores inmobiliarios, o pueden ser vendidos a terceros en el mercado; los Activos Inmobiliarios

pueden también venderse en sus dimensiones y con sus características originales, o bien pueden ser subdivididos y/o desarrollados en cuanto a infraestructura y urbanización para su venta.

#### ***4.2.6 Políticas Generales de la Emisión:***

Los Certificados Bursátiles cumplirán con las disposiciones aplicables establecidas en la LMV, la Circular Única de Emisoras, el Reglamento Interior de la BMV y las demás disposiciones aplicables. Para una descripción más detallada de las políticas generales de la Emisión, se podrá consultar la Sección 3-F de este Prospecto.

#### ***4.2.7 Protección a los Intereses de los Tenedores***

En términos generales, los Tenedores contarán con las protecciones previstas en el inciso c) del artículo 7 de la Circular Única de Emisoras, así como acceso a la información que en términos de la misma Circular Única de Emisoras debe publicarse. Para una descripción más detallada de las medidas de protección a los intereses de los Tenedores, se podrá consultar la Sección 3-F de este Prospecto.

#### ***4.2.8 Plan de Negocios y Calendario de Inversiones***

El Plazo de la Emisión será en principio de 6 años. No obstante, el mismo podrá prorrogarse en 2 (dos) ocasiones, por 2 (dos) años en cada caso, cuando así lo solicite el Administrador, previa aprobación u opinión del Comité de Inversiones, según corresponda, y autorización del Comité Técnico o Asamblea de Tenedores, según corresponda. En este sentido, el Plazo de la Emisión será inicialmente de 6 (seis) años y podrá llegar a ser de hasta 10 (diez) años, dependiendo de que se realicen las referidas prorrogas.

El Plazo de la Emisión se dividirá en un Periodo de Inversiones y en un Periodo de Desinversiones, de 3 (tres) años cada uno. Ambos periodos también podrán prorrogarse cuando así lo determine el Administrador y lo autorice el Comité de Inversiones.

Durante el Periodo de Inversiones, el Fideicomiso realizará las Inversiones, a efecto de que las Empresas Promovidas adquieran los Activos Inmobiliarios. Durante el Periodo de Desinversiones, las Empresas Promovidas venderán dichos activos o las acciones de las referidas Empresas Promovidas serán vendidas a un tercero, y entregarán al Fideicomiso Emisor los Flujos que se obtengan, ya sea vía el pago de dividendos, amortización de capital, producto de la venta de la acciones, el pago de crédito, o de cualquier otra forma similar o equivalente a las anteriores, al Fideicomiso Emisor y/o al Fideicomitente, según corresponda.

A continuación se proporciona un calendario de Inversiones potenciales, en el que las Inversiones se estiman como porcentajes en relación con el Monto Asignado a Inversiones:

#### *Calendario de posibles inversiones*

Año del Período de Inversiones	Porcentaje del Monto Asignado a Inversiones, que se espera Invertir
1	Mínimo 50%
2	25-50%
3	0-25%

#### *4.2.9 Factores de Riesgo del Prospecto*

Los posibles Tenedores deben de analizar y evaluar cuidadosamente toda la información contenida en el presente Prospecto. En particular, los posibles Tenedores deben de considerar los factores de riesgo que se describen en este apartado, los cuales en caso de materializarse, podrían afectar los Flujos del Fideicomiso Emisor y consecuentemente, afectar las Distribuciones a los Tenedores.

El presente Prospecto contiene cierta información basada en estimaciones o aproximaciones, relacionada con acontecimientos y expectativas futuras. En virtud de que gran parte de la información de esta naturaleza no puede ser garantizada, se advierte a los posibles Tenedores que los resultados reales pueden diferir de los esperados y por lo tanto el motivo determinante de invertir en los Certificados Bursátiles no debe estar sustentado en la información sobre estimaciones que se contempla en el presente Prospecto.

Adicionalmente, pueden existir otros riesgos e incertidumbres no incluidos en el presente Prospecto, ya sea porque se desconozcan o porque actualmente se consideren no significativos, y que podrían también afectar los Flujos y las Distribuciones. Por ello, también se advierte a los posibles Tenedores que es recomendable que consulten a sus propios asesores profesionales respecto de los factores de riesgo en la adquisición, participación y/o disposición de los Certificados.

### ***Riesgos Mundiales***

#### ***Riesgo por la Correlación Económica Internacional***

La crisis económica y financiera que se desarrolló durante los últimos años demostró la fuerte correlación que existe entre las economías del mundo. Un choque económico adverso en un país puede tener impactos económicos negativos en muchos otros. Es por ello que, en caso de que dichos choques no sean temporales y prolonguen la desaceleración de la economía internacional, el desempeño de la economía mexicana puede afectarse seriamente. Esto deja en claro que la economía mexicana está expuesta a sufrir cambios en sus ciclos económicos debido a los choques que provienen del exterior, lo que puede afectar el objetivo, la estrategia de inversión y el rendimiento del Fideicomiso Emisor.

### ***Riesgos Relativos a México***

#### ***Control Gubernamental de la Economía***

En general se estima que las políticas del gobierno han tenido como propósito limitar su intervención en la economía mexicana durante los últimos años; sin embargo, el gobierno

continúa teniendo una influencia significativa respecto de la misma. Las políticas gubernamentales relativas a la economía podrían tener efectos adversos para las empresas privadas, en general y para las empresas y proyectos del sector vivienda relacionados con las Inversiones del Fideicomiso Emisor, en particular. Se ha observado en el pasado que ciertas medidas del gobierno no han cumplido con los objetivos establecidos, y del mismo modo ciertas medidas adoptadas en el presente puede que no cumplan con los propósitos para los cuales fueron implementadas. No es posible determinar el efecto que dichas políticas tendrán sobre la economía mexicana o sobre la liquidez, la situación financiera o el resultado de las operaciones del Fideicomiso y de sus Inversiones.

En general, el nivel de riesgo es mayor cuando se invierte en países o economías emergentes en comparación con inversiones en países desarrollados. El Fideicomiso Emisor no puede anticipar con certeza de qué manera y en qué grado, cambios en la situación macroeconómica afecten el desempeño de los desarrollos y los negocios inmobiliarios y si estos cambios afecten en forma adversa el rendimiento de las Inversiones del Fideicomiso Emisor.

En el mismo sentido, producto de un cambio en las variables económicas, las instituciones que participan en el financiamiento de créditos para la vivienda, pueden cambiar su enfoque y restringir de manera significativa el otorgamiento de créditos a esta actividad, lo cual tendría un efecto negativo importante en esta industria, en los proyectos inmobiliarios, en el valor de los terrenos en donde se desarrolla vivienda y, en consecuencia, en el Fideicomiso.

### ***Fluctuaciones Cambiarias***

Los efectos de la devaluación o depreciación del peso frente al dólar y otras divisas, han afectado y, en caso de presentarse nuevamente, podrían afectar el consumo interno del país, incluyendo la demanda y adquisición de vivienda. No se puede asegurar que las fluctuaciones cambiarias no tendrán un efecto adverso en la liquidez, situación financiera o en los resultados de las operaciones futuras del Fideicomiso y de sus inversiones.

### ***Inflación y Tasas de Interés***

México ha experimentado altos niveles inflacionarios y de tasas de interés en años relativamente recientes. Los niveles de inflación correspondientes al período 2002- 2009 han descendido considerablemente con relación a los niveles de inflación de sexenios anteriores, y se consideran estables.

No es posible asegurar que México no sufrirá en el futuro incrementos inflacionarios o de tasas de interés. Esto puede tener un efecto adverso sobre la industria de la vivienda y, en consecuencia, afectar el valor de los terrenos en donde se edifican los desarrollos.

### ***Eventos Políticos***

Los eventos políticos en México también pueden afectar la situación financiera y los resultados de operación del Fideicomiso Emisor y de las Inversiones.

Si bien en las últimas 2 Administraciones ha existido continuidad en las políticas económicas del país y particularmente en la política sectorial de vivienda, no se puede garantizar que éstas continuarán inalteradas durante toda la Vigencia del Fideicomiso.

### ***Riesgos Relativos al Sector Vivienda***

Toda vez que las Inversiones del Fideicomiso Emisor se realizan en Empresas Promovidas del sector vivienda, resultan relevantes los riesgos siguientes:

### ***Dependencia del Financiamiento Hipotecario Gubernamental en la Industria de la Vivienda***

El gobierno de México ha tenido y sigue teniendo una importante influencia en la industria de la vivienda en general. El rol del gobierno en la construcción y financiamiento de la vivienda, particularmente de la vivienda económica y de interés social, es determinante para esta industria. Debido a que las Inversiones se realizarán en Empresas Promovidas que se enfocarán principalmente a adquirir terrenos en donde puede construirse vivienda económica y

de interés social, existe una alta dependencia de las políticas y procedimientos administrativos que el Gobierno Federal determine respecto de organismos gubernamentales claves en este segmento, como lo son INFONAVIT, FOVISSSTE o SHF.

Los resultados financieros de los Activos Inmobiliarios se verán afectados por las decisiones gubernamentales relativas a la distribución de los fondos destinados al financiamiento hipotecario, así como por la oportunidad en que dichas distribuciones se realicen, especialmente si se toma en cuenta que se trata de recursos limitados, que pueden variar de un año a otro y de una política de vivienda sexenal a otra. Aun cuando la disponibilidad de financiamiento hipotecario proveniente de estas entidades gubernamentales ha aumentado significativamente en los últimos años, no se puede asegurar que dicha tendencia se mantendrá y que una futura política gubernamental no limite o demore la disponibilidad de financiamiento hipotecario, lo cual puede resultar en una disminución en los rendimientos de los Activos Inmobiliarios.

Si bien el gobierno ha realizado cambios importantes en la legislación para darle a instituciones gubernamentales como el INFONAVIT mayor independencia de gestión respecto del Gobierno Federal, existe aún una importante dependencia de éste en cuanto a las decisiones estructurales. Cambios en el enfoque del INFONAVIT, FOVISSSTE y SHF, instituciones federales que regulan y participan en esta actividad, pueden tener un efecto negativo importante en la construcción de vivienda económica y de interés social y por ende en el mercado de los Activos Inmobiliarios. No es posible determinar el efecto que lo anterior puede tener sobre la liquidez, la situación financiera o el resultado de las operaciones del Fideicomiso Emisor y de sus Inversiones.

### ***Reglamentación en la Industria de la Vivienda***

La industria de la construcción de vivienda en México está sujeta a extensas reglamentaciones por parte de diversas autoridades federales, estatales y municipales que afectan la adquisición de terrenos y las actividades de desarrollo y construcción de proyectos, especialmente en lo que al uso del suelo, permisos, licencias y autorizaciones se refiere. Dichas autoridades pueden modificar los planes de desarrollo urbano o imponer requerimientos adicionales o más

estrictos que los existentes. Aunque parte del proceso de análisis de una propuesta de inversión incluye un estudio detallado de dichos factores, existe el riesgo de que la autoridad modifique la reglamentación y lineamientos sobre los cuales se adquieren los terrenos, desconociendo aprobaciones previas o imponiendo normas más estrictas o mayores o menores plazos. No es posible determinar el efecto que estos cambios pueden tener sobre las Inversiones del Fideicomiso Emisor.

### ***Riesgos Relativos al Fideicomiso Emisor y a la Inversión en el Mismo***

No Existe la Obligación de Pago de Principal ni de Intereses

No existe la obligación por parte del Fiduciario Emisor, del Fideicomitente, ni del Intermediario Colocador de pagar el monto invertido por los Tenedores de los Certificados Bursátiles en los mismos ni cualquier tipo de intereses relacionados con los mismos, ya sean ordinarios, moratorios o de cualquier otra naturaleza. Debido a lo anterior, la falta de pago del monto invertido por los Tenedores en los Certificados Bursátiles no constituirá un Evento de Terminación Anticipada.

### ***Falta de Seguridad en la Obtención de Ganancias o Retornos de la Inversión***

No se puede asegurar que se podrá elegir y realizar Inversiones en determinados Activos Inmobiliarios. Del mismo modo, no se puede asegurar que se podrá generar retornos para los Inversionistas o que dichos retornos irán en proporción al riesgo implícito en la inversión en proyectos de esta naturaleza. No se puede asegurar que los Tenedores reciban efectivamente ganancias provenientes de sus Certificados. Por lo mismo, se recomienda que el invertir en los Certificados Bursátiles sea considerado por aquellas Personas que puedan hacer frente a una pérdida total de su inversión.

***El Fideicomiso Emisor es un Mecanismo de Inversión sin Antecedentes Operativos que Puede no Alcanzar sus Objetivos***

Aunque los miembros del Administrador tienen experiencia en la administración de fondos para el desarrollo de vivienda en México, el Fideicomiso Emisor y el Administrador no han comenzado operaciones conjuntas. El Fideicomiso Emisor está sujeto a riesgos de negocios e incertidumbre derivados de ser un producto de inversión relativamente nuevo en México, incluyendo el riesgo de que no alcance sus objetivos de inversión. No obstante que los miembros del Administrador cuentan con experiencia en la originación, estructuración, monitoreo y disposición de inversiones del tipo que el Fideicomiso Emisor pretende hacer, no puede haber certeza respecto del éxito de dichas inversiones.

***No se Cuenta con un Dictamen sobre la Calidad Crediticia de la Emisión***

Dada la naturaleza de los Certificados Bursátiles, no existe un dictamen sobre la calidad crediticia de la Emisión, expedido por una institución calificadora de valores autorizada conforme a las disposiciones aplicables. Lo anterior genera que los inversionistas no tengan elementos adicionales para medir la seguridad sobre las Distribuciones probables que recibirán por la tenencia de los Certificados Bursátiles.

***No se cuenta con un calendario preestablecido de Inversiones y Desinversiones***

No se cuenta con un calendario predeterminado para realizar las Inversiones y Desinversiones, por lo que se desconoce la fecha en la que los Tenedores, en su caso podrían recibir Distribuciones resultado de las Inversiones y posteriores Desinversiones que se realicen.

***Sustitución del Administrador***

En caso de que el Administrador sea destituido, en los términos del Fideicomiso, el Comité Técnico tendría que nombrar a un nuevo administrador, supuesto en el cual no existe la certeza en cuanto a la capacidad del mismo para cumplir con los objetivos del Fideicomiso.

***Pueden surgir conflictos de interés con las Inversiones***

En caso de que el Fideicomiso se enfrentase a un posible conflicto de interés respecto de alguna de las oportunidades de Inversión, por tratarse de una Operación entre Partes Relacionadas, el Administrador tendría que solicitar la autorización del Comité Técnico para poder llevar a cabo esa Inversión. En este sentido, está previsto que el Comité Técnico, con mayoría de miembros nombrados por los Tenedores, sea el que resuelva sobre las Inversiones que podrían implicar un conflicto de interés. No obstante lo anterior, no se puede asegurar por completo el que los conflictos de interés se eliminen o se limiten de forma satisfactoria para los Tenedores.

Asimismo, los Tenedores deben tomar en cuenta que en caso de que el Administrador o los Funcionarios Clave actúen de conformidad con la autorización que emita el Comité Técnico con respecto a un posible conflicto de interés, no serán responsables por los actos que realicen.

***La fuente de pago de los títulos puede resultar insuficiente***

La existencia y montos de los recursos que, en su caso, serán distribuidos a los Tenedores dependen (entre otros factores) de la habilidad del Administrador para identificar, implementar, ejecutar y concluir oportunidades de inversión. No hay garantía de que el Administrador podrá ubicar dichas oportunidades de inversión, de que podrá implementarlas, ejecutarlas y concluir las con éxito. Conforme a lo anterior, los Tenedores deben tener en cuenta que las Inversiones podrían no generar flujo o retorno alguno o generarlo en los niveles esperados, e incluso perderse en su totalidad. Los Tenedores deben considerar que al invertir en los Certificados Bursátiles no tienen asegurado el reembolso del principal invertido, ni el pago periódico de cualquier otra cantidad.

***Al ser títulos que representan capital se listan como instrumentos de capital con los riesgos que ello conlleva***

No existe obligación de pago de principal ni de intereses a los Tenedores. Sólo se harán Distribuciones a los Tenedores en la medida en que existan recursos distribuibles que formen parte del Patrimonio del Fideicomiso.

El Fideicomitente, el Fiduciario, el Representante Común, el Administrador, el Intermediario Colocador, y sus respectivas subsidiarias o afiliadas, no tendrán responsabilidad alguna de pago conforme a los Certificados Bursátiles, salvo en el caso del Fiduciario, con los recursos que forman parte del Patrimonio del Fideicomiso que sean distribuibles conforme a lo previsto en el Contrato de Fideicomiso. En caso de que el Patrimonio del Fideicomiso resulte insuficiente para hacer Distribuciones conforme a los Certificados Bursátiles, los Tenedores de los mismos no tendrán derecho de reclamar el pago de dichas cantidades.

***El Patrimonio del Fideicomiso podría estar expuesto a posibles reclamaciones de aquellos terceros con los cuales el Fiduciario celebre Contratos de Inversión y Desinversión***

El Administrador, a nombre y por cuenta del Fiduciario celebrará los Contratos de Inversión y de Desinversión con distintas personas. En el caso de que cualquiera de dichas personas alegara la existencia de algún incumplimiento por parte del Fiduciario a los términos de dichos contratos o a la legislación aplicable y en consecuencia intentara alguna acción legal en contra del Fiduciario, el Patrimonio del Fideicomiso podría ser expuesto a dichas acciones, las cuales podrían incluir, entre otros, mandamientos de embargo de cualquier bien o derecho que integre el Patrimonio del Fideicomiso. Lo anterior podría afectar el derecho de los Tenedores a recibir las cantidades que se les adeuden bajo los Certificados Bursátiles.

***El Patrimonio del Fideicomiso podría estar expuesto a posibles reclamaciones de aquellos terceros con los cuales el Fiduciario celebre Contratos de Inversión y Desinversión***

El Administrador, a nombre y por cuenta del Fiduciario celebrará los Contratos de Inversión y de Desinversión con distintas personas. En el caso de que cualquiera de dichas personas alegara la existencia de algún incumplimiento por parte del Fiduciario a los términos de dichos contratos o a la legislación aplicable y en consecuencia intentara alguna acción legal en contra del Fiduciario, el Patrimonio del Fideicomiso podría ser expuesto a dichas acciones, las cuales podrían incluir, entre otros, mandamientos de embargo de cualquier bien o derecho que integre el Patrimonio del Fideicomiso. Lo anterior podría afectar el derecho de los Tenedores a recibirlas cantidades que se les adeuden bajo los Certificados Bursátiles.

***La estructura fiscal del Fideicomiso puede ser modificada o su interpretación puede cambiar***

Se pretende que el Fideicomiso cumpla con los requisitos establecidos en el artículo 227 de la LISR vigente, así como las reglas administrativas respectivas y por lo tanto, se encuentre sujeto al régimen de transparencia contenido en el artículo 228 de la LISR. Sin embargo, es posible que dicho régimen no se encuentre disponible al Fideicomiso por diversas razones, incluyendo por cualquier modificación a las disposiciones legales que lo contemplan o porque las autoridades fiscales correspondientes consideren que el Fideicomiso no cumple con los requisitos aplicables. En dicho supuesto, es posible que las autoridades fiscales consideren que el Fideicomiso es un fideicomiso empresarial para efectos fiscales (ya sea porque consideren que cualquier acto comercial llevado a cabo por el Fiduciario definiría la naturaleza del Fideicomiso o por otras razones). En caso de que el Fideicomiso fuese considerado como un fideicomiso a través del cual se realizan actividades empresariales, el Fiduciario deberá determinar un resultado fiscal o una pérdida por las operaciones del Fideicomiso misma que será atribuida al final del ejercicio a los Tenedores. Adicionalmente, en dicho caso, el Fideicomiso podría estar sujeto al pago de impuesto empresarial a tasa única.

***Relacionados con las Empresas Promovidas***

Puede resultar difícil identificar inversiones atractivas. Aunque los Miembros del Equipo de Administración tienen experiencia en identificar oportunidades de inversión del tipo establecido en el Fideicomiso, no puede haber certeza de que al Administrador se le presentará, o tendrá la oportunidad de anticipar o identificar un número suficiente de inversiones apropiadas para invertir la totalidad del Monto Asignado a Inversiones dentro de los plazos establecidos. En caso de que dicha identificación no se realice en los tiempos previstos, el monto esperado de Distribuciones a los Tenedores podría verse afectado de forma negativa.

***Gobierno Corporativo de las Empresas Promovidas***

Si bien las Inversiones se realizarán en Empresas Promovidas que tengan una sólida perspectiva de crecimiento y eficiencia administrativa, las Empresas Promovidas podrían no encontrarse sujetas al régimen de la LMV y, por lo tanto, los requisitos del régimen de gobierno corporativo previsto en dicha ley no les serían aplicables; en este sentido, las Empresas Promovidas no se encontrarían obligadas a cumplir con ciertos requerimientos societarios aplicables a las sociedades anónimas bursátiles, destacando, entre otros, las obligaciones relativas a contar con: (i) un auditor externo, (ii) un comité de auditoría, o (iii) consejeros independientes.

***Riesgos Relativos a los Proyectos de Inversión***

Participación en un Número Limitado de Proyectos. El Fideicomiso Emisor participará en un número limitado de inversiones en Activos Inmobiliarios, por lo que las ganancias o retornos totales del Fideicomiso Emisor pueden verse significativamente afectados en el caso de desempeño desfavorable en un sólo proyecto, situación que debe ser considerada por los Inversionistas.

## ***Otros Factores de Riesgo***

### ***Riesgos Físicos***

Los Activos Inmobiliarios que adquiera el Fideicomiso Emisor pueden estar sujetos a una variedad de riesgos físicos, tales como inundaciones, terremotos, huracanes, etc. , los cuales pueden afectar negativamente su valor de venta en el futuro y, con ello, el rendimiento obtenido en las Inversiones del Fideicomiso Emisor.

### ***Información sobre Estimaciones***

El presente Prospecto contiene información sobre ciertas estimaciones. Toda información distinta a la información histórica que se incluye en el mismo refleja perspectivas con relación a acontecimientos futuros y puede contener información sobre resultados financieros, situaciones económicas, tendencias y hechos inciertos. Se advierte a los inversionistas potenciales que los resultados reales pueden ser substancialmente distintos a los esperados y que no deberán basarse en información sobre estimaciones. Las expresiones “cree”, “espera”, “considera”, “estima”, “prevé”, “planea” y otras similares, identifican dichas estimaciones en el presente Prospecto.

### ***La Operación está Dirigida a Cierta Tipo de Inversionistas Especializados***

Los Certificados Bursátiles son valores complejos con características particulares asimilables a la inversión en acciones representativas del capital de una sociedad. Cualquier decisión de invertir en los mismos requiere un análisis cuidadoso no sólo de los Certificados Bursátiles, sino también del Fideicomitente, el Administrador y los Funcionarios Clave.

# Conclusiones

---

Las necesidades de vivienda de la población son un desafío permanente en toda sociedad. Y lo son porque el ritmo al que se multiplican los hogares y los requerimientos de conservación habitacional, no siempre corresponde a los recursos de inversión disponibles, al potencial productivo de la industria y a la capacidad de compra de las familias.

Las nuevas necesidades de vivienda se van generando con el tiempo, y están determinadas “en primera instancia, por las transformaciones que sufren los principales componentes de la dinámica demográfica del país (fecundidad, mortalidad, migración) y las consecuencias que éstas tienen sobre la estructura por edad de la población, la formación de los nuevos hogares y la distribución territorial del poblamiento”.

La desaceleración del crecimiento demográfico que se ha presentado en los últimos años, no necesariamente va acompañado en la desaceleración del crecimiento en el número de viviendas.

Por el contrario, a partir de los años setenta la dinámica demográfica del país influye en el ritmo de producción habitacional y, desde entonces, el inventario habitacional ha presentado tasas de crecimiento superiores al de la población. Esto se debe principalmente a la reducción progresiva del tamaño de los hogares.

En los próximos años México experimentará un fenómeno demográfico caracterizado por una tasa de dependencia baja, la cual alcanzará su valor mínimo cerca la década 2030-2040. Este hecho implica que la pirámide poblacional será más rectangular, es decir, habrá una concentración mayor de la población que puede adquirir una vivienda.

Podemos observar que en los últimos años el aumento de la importancia de los hogares unipersonales y de corresidentes, así como la disminución en el número de hijos de las mujeres y la división de familias producto de separaciones y divorcios, por mencionar algunos de los fenómenos más relevantes. Como resultado, se observa una tendencia hacia la disminución del número de integrantes de las familias y el aumento acelerado del número de nuevas familias u hogares, lo que hace aumentar el número de nuevas viviendas necesarias.

El número de viviendas se incrementará por un factor de 1.5 entre 2010 y 2040, pasando de 28.5 a 42.7 millones, es decir, 475 mil viviendas al año.

Durante el 2016 se estima que 1'166,872 hogares demanden algún crédito para vivienda (hipotecario, autoproducción y mejoramiento), por lo que la demanda tendrá un impacto de poco más de 4.1 millones de personas.

Por otro lado, como se ha mencionado en este trabajo, el sector de la vivienda ha sido uno de los más dinámicos de la economía mexicana por la variedad de oportunidades, competencia e innovación. La mayoría de las familias habitan en una vivienda propia, y ello depende en buena medida de los desarrolladores inmobiliarios y del acceso al financiamiento. Los desarrolladores de vivienda de interés social y medio compran grandes extensiones de tierra, obtienen los permisos para su desarrollo, crean la infraestructura, construyen las viviendas y negocian los préstamos hipotecarios para venderla a los compradores.

Es de esta manera que tanto las empresas desarrolladoras de vivienda como el gobierno Federal y estatal tienen la consigna de buscar alternativas de financiamiento para hacer frente a la problemática de vivienda. Lo que se traduce en la necesidad de un aumento de inversión que no puede ser sostenido con los recursos actuales, por lo que surge la necesidad de nuevas formas de fondar proyectos.

El comportamiento de las empresas mexicanas para obtener financiamiento está viviendo, ha propiciado un análisis más serio de la “Estructura Financiera” de los negocios.

Las empresas necesitan financiamiento para llevar a cabo sus estrategias de operación, inversión y financiamiento, dichas estrategias permiten aumentar la producción, construir o hacer alguna otra inversión que la empresa vea benéfica para sí misma.

La forma en que las empresas realizan financiamiento es a través de instrumentos de deuda o vía capital. La combinación de capital propio y ajeno es el financiamiento que en mayor o menor grado tiene toda empresa.

En ese sentido podemos observar diferentes tipos de financiamiento que utilizan las empresas para obtener esos recursos como son los de corto plazo, mediano plazo como lo es el crédito puente y finalmente los de largo plazo a través de instrumentos bursátiles.

De acuerdo a la investigación realizada en el presente trabajo podemos aseverar que ante la creciente demanda de vivienda que se vislumbra en los próximos años en el país, las desarrolladoras de vivienda jugarán un papel muy importante para satisfacer esta necesidad, es por ello que el principal reto para estas será buscar hacerse de recursos para llevar a cabo dicha finalidad.

Por lo anterior y por la magnitud y complejidad de los proyectos, han surgido nuevos instrumentos bursátiles, otros han tenido que diversificarse y evolucionar para adaptarse a las necesidades actuales como es el caso de los CKD's.

Los CKD'S como se ha mencionado son Certificados de Capital de Desarrollo que fueron diseñados por la CONSAR con recursos provenientes de las Afores para el financiamiento de diversos proyecto de infraestructura que requiere el país. Por el hecho de tratarse de un financiamiento a largo plazo nos conduce a manejar altos riesgos para los inversionistas sin embargo se ha observado que para diversos proyectos en los que se han financiado con CKD'S estos han sido un todo un éxito favoreciéndose con muy altos rendimientos.

Finalmente para el caso de estudio presentado he de puntualizar que se trata de una de las primeras empresas en invertir en infraestructura inmobiliaria bajo este esquema de financiamiento con CKD's. Actualmente sería aventurado y poco ético hablar de los beneficios, ventajas y desventajas o bien hacer una comparativa con respecto a otro tipo de financiamiento como pudieran ser las FIBRAS (hablando específicamente de proyectos destinados a infraestructura inmobiliaria) ya que el Fideicomiso administrado por la empresa Capital I se encuentra en el período de liquidación que fue emitido por 6 años a partir del año

2011. Por lo que al momento no se puede determinar o bien verse reflejados los recursos captados por estos.

Sería importante dar seguimiento a este trabajo una vez finalizado el período de liquidación y llevar a cabo un análisis FODA y concluir en el beneficio o no de este tipo de financiamiento.



# Mesografía

---

## *Capítulo 1*

- [http://www.cidoc.com.mx/estudiospdf/2012/EAVM\\_2012.pdf](http://www.cidoc.com.mx/estudiospdf/2012/EAVM_2012.pdf)
- <http://www.cmic.org/comisiones/sectoriales/vivienda/2012/estadistica/estad%C3%ADstica.htm>
- <http://www.shf.gob.mx/ESTADISTICAS/EDOACTUALVIVIENDA/Paginas/edoactualvivismex.aspx>
- <http://www.cidoc.com.mx/estudiospdf/2004>
- [http://www.jsa.com.mx/documentos/publiaciones\\_jsa/libro%20vivienda%20social.pdf](http://www.jsa.com.mx/documentos/publiaciones_jsa/libro%20vivienda%20social.pdf)

## *Capítulo 2*

- [http://infonavit.janium.net/janium/TESIS/Maestria/Guerrero\\_Martinez\\_Sandra\\_Luz\\_45550.pdf](http://infonavit.janium.net/janium/TESIS/Maestria/Guerrero_Martinez_Sandra_Luz_45550.pdf)
- <http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/fibras>
- [http://catarina.udlap.mx/u\\_dl\\_a/tales/documentos/lcp/romero\\_o\\_j/capitulo2.pdf](http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/romero_o_j/capitulo2.pdf)
- [http://ciep.itam.mx/~msegui/merc\\_sec.htm](http://ciep.itam.mx/~msegui/merc_sec.htm)
- [http://catarina.udlap.mx/u\\_dl\\_a/tales/documentos/lcp/casarin\\_o\\_lc/capitulo2.pdf](http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/casarin_o_lc/capitulo2.pdf)
- <http://www.eumed.net/tesis-doctorales/ags/3.pdf>
- <http://tesis.ipn.mx/dspace/bitstream/123456789/5306/1/IMPORTANCIavaluo.pdf>

---

*Capítulo 3*

- <http://www.youtube.com/playlist?list=PL8569ACDB4098303A>
- <https://www.google.com.mx/#q=tutorial+de+fibras+desarrollado+por+ixe+banco>
- [http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/oculta\\_repo/\\_vtp/BMV/20d3\\_boletines\\_de\\_pr\\_ensa/\\_rid/2556/\\_mto/3/CAPITAL1180511.pdf](http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/oculta_repo/_vtp/BMV/20d3_boletines_de_pr_ensa/_rid/2556/_mto/3/CAPITAL1180511.pdf)
- [http://www.actinver.com/documentos/IAalisis/Analisis/Doc/PaginaActinver/reporteEspecial/A120824\\_Reporte%20Especial%20Espa%C3%B1ol%20-%20CKDs.pdf](http://www.actinver.com/documentos/IAalisis/Analisis/Doc/PaginaActinver/reporteEspecial/A120824_Reporte%20Especial%20Espa%C3%B1ol%20-%20CKDs.pdf)
- [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Bolet%C3%ADn\\_EY\\_Servicios\\_Financieros\\_No.3\\_2012/\\$FILE/BoletIn\\_Servicios\\_Financieros\\_3\\_2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Bolet%C3%ADn_EY_Servicios_Financieros_No.3_2012/$FILE/BoletIn_Servicios_Financieros_3_2012.pdf)
- <http://www.ptolomeo.unam.mx/>
- <https://www.deloitte.com>
- <http://amafore.org/>
- <http://www.consar.gob.mx/>
- <http://www.iimv.org/actividades2/Cartagena2012/martes/Presentaci%C3%B3n%20CKDs%20Serrano%2017Sept%202012.pdf>
- [www.fa.com.mx](http://www.fa.com.mx)
- [http://www.hsbc.com.mx/1/PA\\_esf-ca-app-content/content/inicio/empresas/archivos/emisiones/ci3ck\\_11/edo\\_fin\\_1s\\_2013.pdf](http://www.hsbc.com.mx/1/PA_esf-ca-app-content/content/inicio/empresas/archivos/emisiones/ci3ck_11/edo_fin_1s_2013.pdf)

*Capítulo 4*

- <http://www.amafore.org/retiros-y-disposici%C3%B3n-de-recursos>
- [http://ciep.itam.mx/~msegui/brev\\_fin.htm](http://ciep.itam.mx/~msegui/brev_fin.htm)
- <http://www.consar.gob.mx/>
- [https://www.hsbc.com.mx/1/PA\\_esf-ca-app-content/content/inicio/empresas/archivos/emisiones/ci3ck\\_11/ci3ck11\\_prospecto\\_parte\\_2.pdf](https://www.hsbc.com.mx/1/PA_esf-ca-app-content/content/inicio/empresas/archivos/emisiones/ci3ck_11/ci3ck11_prospecto_parte_2.pdf)
- [http://www.consar.gob.mx/otra\\_informacion/pdf/transparencia/Informe\\_al\\_Congreso\\_Trimestre\\_1\\_2013.pdf](http://www.consar.gob.mx/otra_informacion/pdf/transparencia/Informe_al_Congreso_Trimestre_1_2013.pdf)