



Escola Politècnica Superior
d'Edificació de Barcelona

UNIVERSITAT POLITÈCNICA DE CATALUNYA

MASTER UNIVERSITARIO EN GESTION DE LA EDIFICACION

TRABAJO DE FIN DE MASTER

"ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS REITS, SUS VARIANTES Y LAS
PERSPECTIVAS DE APLICACIÓN EN PARAGUAY BAJO LA FIGURA DEL
FIDEICOMISO INMOBILIARIO"

Autora_ Evelyn Madelaire Alarcón

Director_ Jaume Roig Hernando

Convocatoria_ Enero, 2018

Resumen

Presentar la figura del Fideicomiso como vehículo de inversión inmobiliaria en Paraguay, es el propósito de este trabajo. Para el efecto, se expone en primera instancia, el panorama de la situación económica y en particular, el del sector de la construcción como uno de los vectores del crecimiento sostenido que experimenta el país desde hace dos décadas.

En segundo lugar, se considera pertinente ahondar en la figura del fideicomiso, vehículo de inversión que ha cobrado fuerza y que apunta a popularizarse, presentando a los efectos una breve reseña de sus orígenes y aplicación en el Derecho Romano y contrastándolo con su par inglés *“el trust”*. Posteriormente, estudiar el desarrollo contemporáneo de este instrumento, explicando la figura del US REIT como paradigma y dar un pantallazo del fideicomiso en Latinoamérica con la particularidad de los gestores bancarios en el rol de fiduciarios.

Paso siguiente, analizar la figura en Paraguay, revisando del marco legal que lo configura y el detalle de los productos financieros disponibles, haciendo hincapié en aquellos subtipos que constituyen el abanico de posibilidades para los inversores del sector inmobiliario y mostrando la evolución de los mismos en el mercado paraguayo.

Finamente, se presentan las reflexiones finales en torno a la figura, sus ventajas y aquellos aspectos a mejorar.

Palabras claves: Fideicomiso; Negocios Fiduciarios; REITs; Paraguay; Inmobiliario; Sector Construcción.

Abstract

The purpose of this work is to introduce the Fiduciary Business figure as an investment tool for Real Estate in Paraguay. For this purpose it exposes the economic background and in particular the construction field dynamics as one of the vectors of growth that the country has experienced in the last two decades.

In second place, it is considered relevant to explore the figure of the Fiduciary Business, an investment vehicle that has gained strength and aims to become popular, doing a brief review of its origins and application in Roman law and contrasting it with its English counterpart. Subsequently, to study the contemporary development of this instrument, explaining the figure of the US REITs as a paradigm, and approaching the trust in Latin America with the particularity of the bank managers in the role of fiduciaries.

Furthermore, it analyzes the figure of Fiduciary Business in Paraguay, looking at the legal framework that configures it and the availability of financial products, emphasizing those subtypes that constitute the range of possibilities for investors in the Real Estate sector and showing its evolution in the Paraguayan market.

Finally, some reflections about the figure, its advantages and those aspects to be improved are given.

Keywords: Trust; Fiduciary Businesses; REITs; Paraguay; Real Estate; Construction Sector.

INTRODUCCION.....	1
1. PARAGUAY_ ESCENARIO ECONÓMICO	2
1.1. Evolución económica de las últimas dos décadas.....	2
1.1.1. Garantía y estabilidad	2
1.1.2. Escenarios externos positivos: Aumento del precio de los <i>commodities</i>	4
1.1.3. Desacoplamiento de la región	5
1.1.4. Transformación estructural de la economía paraguaya	7
1.1.5. Aumento del PIB y del PIB per cápita y de la tasa de empleo.....	8
1.2. El sector de la construcción en el Paraguay.....	11
1.3. Sigüientes pasos	16
2. LOS ORIGENES_ EL FIDUCIAEROMANO vs EL USE INGLÉS	18
2.1. Evolución de la noción de fiducia	18
2.1.1. El derecho romano	18
2.1.2. El derecho inglés.....	21
3. EL INSTRUMENTO CONTEMPORANEO_ EL TRUST vs EL FIDEICOMISO.....	22
3.1. El <i>trust</i> angloamericano.....	23
3.1.1. Formalidades del <i>trust</i>	25
3.2. Los <i>Real Estate Investment Trusts</i> , US REITs.....	25
3.2.1. Concepto y funciones de los REITs	26
3.2.2. Régimen Jurídico de los REITs.....	27
3.2.3. La migración del modelo REIT.....	29
3.3. La Convención de La Haya	29
3.4. El fideicomiso en Latinoamérica	30
3.4.1. Aspectos generales.....	30
3.4.2. Latinoamérica y los REITs.....	31
4. EL FIDEICOMISO EN PARAGUAY.....	33
4.1. Aspectos legales	33
4.1.1. Noción	33
4.1.2. El patrimonio de afectación.....	34
4.1.3. Partes intervinientes.....	35
4.1.4. El contrato fiduciario	37

4.2.	Aspectos técnicos	38
4.2.1.	El control estatal en la fiducia.....	38
4.2.2.	Fiduciarios autorizados.....	38
4.3.	Aspectos fiscales aplicables a los negocios fiduciarios	39
4.4.	Principales productos para la inversión inmobiliaria	40
4.4.1.	Fideicomisos de inversión.....	42
4.4.2.	Fideicomisos inmobiliarios.....	43
4.4.3.	Fideicomisos de administración y pagos.....	45
4.4.4.	Fideicomisos de administración de procesos de titularización.....	45
4.4.5.	Fideicomisos de garantía	47
4.5.	Ventajas y beneficios	48
4.6.	Evolución de los negocios fiduciarios en Paraguay.....	49
4.7.	El acercamiento de los negocios fiduciarios a los REITs.....	53
	REFLEXIONES FINALES	65
	BIBLIOGRAFIA	

INDICE DE FIGURAS

Figura 1_ Crecimiento anual del PIB	3
Figura 2_ Inflación, precio consumidor anual_ en %	3
Figura 3_ Evolución del tipo de cambio nominal GS/USD	4
Figura 4_ Evolución del índice de precios de los <i>commodities</i>	5
Figura 5_ Desglose sectorial del empleo (miles).....	9
Figura 6_ Reducción de la pobreza y la desigualdad	10
Figura 7_ Crecimiento interanual del sector de la construcción	12
Figura 8_ Sistemas legales en el mundo	22
Figura 9_ Evolución Jurídica de los US REITs.....	28
Figura 10_ Evolución de los Negocios Fiduciarios.....	49
Figura 11_ Fideicomisos de Administración por Subtipo al año 2016	50
Figura 13_ Porcentaje de activos manejados al año 2016.....	52
Figura 14_ Porcentaje de patrimonio neto manejado al año 2016	52

INDICE DE TABLAS

Tabla 1_ Promedio de la tasa de crecimiento anual del PIB vs. El de la región	6
Tabla 2_ Estimación del crecimiento económico por sector _ 2Q 2017.....	8
Tabla 3_ Evolución de los Negocios Fiduciarios.....	49
Tabla 4_ Fideicomisos de Administración por Subtipo al 2016 _ en USD.....	50
Tabla 5_ Evolución de activos manejados por tipo de fideicomiso_ en USD.....	51
Tabla 6_ Saldo de Balance al año 2016.....	53

GLOSARIO DE ABREVIATURAS

FMI/IMF	Fondo Monetario Internacional
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
BCP	Banco Central del Paraguay
MOPC	Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones
SENAVITAT	Secretaría Nacional de la Vivienda y el Hábitat
DGEEC	Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos
AFD	Agencia Financiera de Desarrollo
APP	Alianza Público Privada
PBI	Producto Interno Bruto
IRP	Impuesto a la Renta Personal
IVA	Impuesto al Valor Agregado
IRACIS	Impuesto a la Renta Comercial, Industrial o de Servicios
BECAL	Becas de Excelencia Carlos Antonio López
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts, por sus siglas en inglés
FIBRA	Fideicomiso de Infraestructura y Bienes Raíces
FII	Fondos de Inversión Inmobiliaria – Fundos de Inversión Inmobiliario
NPLs	Non-performing loans, por sus siglas en inglés
USD	Dólar Estadounidense - United States Dollar, por sus siglas en inglés
R\$	Reales Brasileños

GLOSARIO DE TÉRMINOS TÉCNICOS

ACCIÓN: Cada una de las partes en que se divide el capital de una empresa (particularmente en las S.A.), existiendo distintas categorías: de fundador, ordinarias, preferenciales, etc. Algunas sociedades – SAECA- cotizan en bolsa sus acciones.

ACTIVO ESPECÍFICO: Es aquel construido o desarrollado por una empresa con una finalidad muy determinada y que sólo puede ser utilizado en forma eficiente en dicho proceso o actividad, no siendo transferible a otra sin incurrir en altos costos.

ACTIVO SUBYACENTE: Es aquel activo financiero sobre el que caen contratos financieros o instrumentos, es decir, el valor de referencia de determinados derivados financieros. En otros términos, en finanzas productos como futuros, opciones, warrants, swaps y otros que no son activos por sí mismos, sino que dependen de la cotización, evolución y precio de otro activo concreto, es un activo subyacente.

ACTIVIDAD ECONÓMICA: Toda acción humana dirigida a la creación de valor, en la forma de bienes y servicios, que se aplicarán a la satisfacción de necesidades.

ACUMULACIÓN (del capital): Proceso consistente en el incremento de la dotación de bienes de capital de la economía en el transcurso del tiempo; más genéricamente, incremento de la dotación del stock de riqueza de la economía.

AMORTIZACIÓN: 1. Devolución total o parcial de un préstamo; 2. Registración contable de la depreciación de un bien.

APP: Norma jurídica en la cual sector público y privado participan en un proyecto específico de inversión en infraestructura y servicios, en plazos que pueden durar hasta 30 años. Con una distribución de compromisos y riesgos entre las partes.

AJUSTE FISCAL: Medidas fiscales encaminadas a compensar, total o parcialmente, el trato diferente que se da ya sea a las importaciones en relación con los productos nacionales similares o a las exportaciones en comparación con productos similares vendidos en el mercado interior.

BASE MONETARIA: Comprende la circulación monetaria más los depósitos en pesos en el Banco Central, esto es, el dinero emitido por el Banco Central puede encontrarse bajo la forma de EMP (Efectivo en Manos del Publico), efectivo en bancos y los Encajes Bancarios.

COMMODITIES: Bienes homogéneos que se comercializan internacionalmente, por ejemplo la soja, el petróleo, los metales, etc.

CRECIMIENTO: Cambio cuantitativo, incremento de los factores de producción de la economía. Se utiliza en la bibliografía actual para hacer referencia al proceso de expansión de las economías.

DÉFICIT (Antón. “Superávit”): Situación caracterizada por la existencia de desembolsos superiores a los ingresos en cualquier organización o institución.

DEFICIT FISCAL: El déficit fiscal (o presupuestario) es el concerniente al sector público; los gastos del estado son mayores que sus ingresos; se dice que existe déficit (o superávit) primario cuando no se toma en consideración el pago de la deuda pública.

ESTABILIDAD: Ausencia de perturbaciones (importantes) en las principales variables de la economía, en especial en lo concerniente a precios y crecimiento. Es un concepto dinámico, no estático, que implica equilibrio en crecimiento.

FLUCTUACIÓN: Variación; cambio en las variables o en las condiciones generales de la economía; sin.: “ciclo económico”.

INFLACIÓN (Antón. “Deflación”): Incremento sostenido en el nivel general de los precios y servicios de la economía; esto implica que el aumento de unos pocos precios, sea por razones estacionales o no, no constituye inflación; como tampoco debe denominarse inflación un incremento ocasional de precios. Su medición se realiza utilizando diversos índices, entre los que puede citarse el Índice de Precios al Consumidor (IPC), el Índice de Precios Mayoristas (IPM), el Índice de Precios de la Construcción, etc.

INTERÉS: Costo del dinero; precio que debe pagarse como retribución de un préstamo monetario.

INVERSIÓN: Gasto de las empresas para mantener e incrementar su capacidad productiva; la inversión es el componente más volátil de la demanda agregada.

MERCADO MONETARIO: o de dinero es el conjunto de mercados financieros, independientes pero relacionados, en los que se intercambian activos financieros que tienen como denominador común un plazo de amortización corto, que no suele sobrepasar los dieciocho meses, un bajo riesgo y una elevada liquidez.

MERCADOS EMERGENTES: Países con un rápido crecimiento de su actividad económica que se relaciona, no solo con el crecimiento interno del propio país, sino también singularmente con un incremento notable de las relaciones comerciales con terceros países.

PBI Es el total de los bienes y servicios generados por una economía en un periodo de tiempo (usualmente un año); es la más importante de las macromagnitudes de la economía.

POLÍTICAS PÚBLICAS: Son acciones de gobierno con objetivos de interés público que surgen de decisiones sustentadas en un proceso de diagnóstico y análisis de factibilidad, para la atención efectiva de problemas públicos específicos, en donde participa la ciudadanía en la definición de problemas y soluciones.

POLÍTICA FISCAL: Es una rama de la política económica que configura el presupuesto del Estado, y sus componentes, el gasto público y los impuestos, como variables de control para asegurar y mantener la estabilidad económica, amortiguando las variaciones de los ciclos económicos, y contribuyendo a mantener una economía creciente, de pleno empleo y sin inflación alta.

POLÍTICA MONETARIA: o política financiera es una rama de la política económica que usa la cantidad de dinero como variable para controlar y mantener la estabilidad económica.

POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA: Es aquella política monetaria que busca aumentar el tamaño de la oferta monetaria.

SISTEMA MONETARIO: Conjunto de instrumentos, instituciones y mecanismos relacionados o vinculados a la emisión, circulación y administración del dinero y los medios de pago de la economía.

TRACK RECORD: es la curva de resultados de un inversor, una institución de inversión colectiva o un sistema de trading durante un periodo de tiempo determinado.

INTRODUCCION

Lo que en principio pretendió ser un análisis comparativo de los REITs y su aplicación en el marco paraguayo bajo la figura del fideicomiso inmobiliario, encontró durante el abordaje de la investigación, en la fiducia un mundo más amplio –casi infinito- de aplicaciones que sorprenden por su versatilidad, y que si bien no son idénticas, evocan a las del *trust* angloamericano, base de las regulaciones contemporáneas sobre el tema.

La profundización holística en el esquema negocial fiduciario, permitió la aproximación a numerosas tipologías de inversión, con productos financieros planteados “casi a medida” de las necesidades de los inversores. Evidenciando en paralelo, que el Fideicomiso Inmobiliario como tal, no sólo no se acerca a los REITs, sino que además hay otras tipologías de este vehículo, por naturaleza, de mayor equivalencia.

Lo explicado, ha hecho patente la necesidad de reorientar la lupa, convirtiendo un elemento, *a priori* secundario, en el eje gravitante del presente trabajo. Así fue como, la ligera modificación del objeto de estudio, encontró un campo mucho más interesante –y productivo- en el “**Análisis del Fideicomiso como vehículo de financiación e inversión inmobiliaria en Paraguay: sus productos, aplicaciones, evolución y ahí sí, su posible acercamiento a los REITs**”, con la convicción fiel, de que será de mayor utilidad para los agentes involucrados en el sector de la construcción en ese país.

Estos giros en la investigación, a medida que nos aproximamos al objeto de estudio, demuestran como una hipótesis no es absoluta, sino que amplía el panorama y por tanto, es susceptible a mutaciones.

Diseño/metodología/enfoque: Se ha aplicado la metodología hipotético-deductiva.

Aportaciones y resultados: Desde una perspectiva del inversor, presentar los Fideicomisos -un tanto desconocidos fuera de las esferas bancarias en Paraguay- como vehículos de inversión inmobiliaria, competitivos en términos de garantía, agilidad y control del riesgo, factores importantes en economías en crecimiento.

Originalidad/Valor añadido: Investigación de la figura del Fideicomiso como vehículo de financiación e inversión inmobiliaria y sus aplicaciones en Paraguay, escasamente estudiado hasta la fecha.

1. PARAGUAY_ ESCENARIO ECONÓMICO

1.1. Evolución económica de las últimas dos décadas

En los últimos 20 años Paraguay experimentó una profunda transformación económica en muchos sentidos y atravesó importantes retos, desde la crisis de la deuda pública de los ochenta, la caída de la dictadura en 1989, la transición democrática, los problemas del sistema financiero nacional en los noventa y la crisis fiscal de finales del siglo pasado e inicios de éste. Todo esto agravado por la crisis regional de 1998 con el Plan Real de Brasil y el de la caja de conversión de Argentina, conocida como el corralito, a finales del 2001. (Desarrollo En Democracia (DENDE), 2016)

Finalmente, luego de todos estos avatares, la economía logró estabilizarse gracias a varias claves concurrentes.

1.1.1. Garantía y estabilidad

A los problemas financieros del periodo 1995 al 2002, con crecimientos de la economía realmente bajos, se sumaba el acelerado incremento del déficit fiscal y el consecuente atraso en pagos de deuda externa e interna.

A partir del año 2003 inicia un proceso de reactivación de la actividad económica con la adopción de importantes reformas orientadas a la reducción del déficit y a la reestructuración de la deuda pública; al mejoramiento en la legislación, adecuación y supervisión del sistema financiero nacional y; a la adopción de un nuevo modelo de desarrollo agroindustrial en correlación con fuertes demandas en términos de inversión en capital e infraestructura.

Las estadísticas demuestran que las políticas adoptadas fueron exitosas y las dos principales metas: de reactivación y crecimiento; y de fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica, alcanzadas. De hecho, el crecimiento promedio de 5,14% registrado en el quinquenio 2006-2010 fue ampliamente superior al 1,9% del anterior, incluso a pesar de los efectos de la crisis económica mundial y los factores climáticos adversos que afectaron a la economía nacional en 2009. (Desarrollo En Democracia (DENDE), 2016)

Figura 1_ Crecimiento anual del PIB

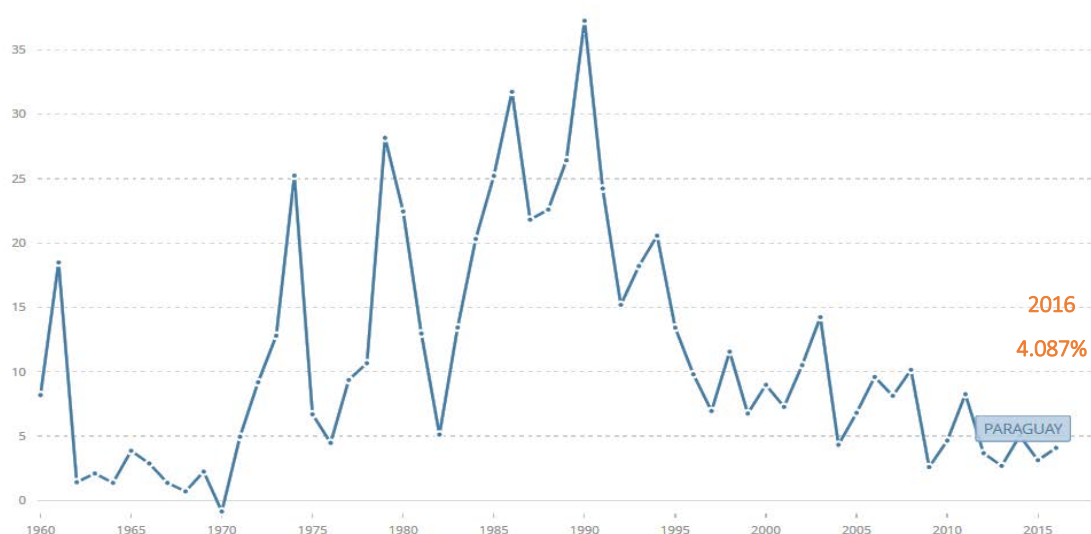


Fuente: BCP | Extraído de (Desarrollo En Democracia (DENDE), 2016)

Empezado el proceso, la inflación rápidamente convergió a tasas de un dígito lo que vino acompañado de la apreciación del guaraní frente al dólar, con continuas depreciaciones en los 90. No obstante, los notables esfuerzos por reducirla fueron evidenciados sobre todo a partir del 2011, con el nuevo esquema de política monetaria basado en metas de inflación.

Al respecto, en el 2017, dos factores marcaron la política monetaria, el primero, la reducción de esta meta del 4,5% al 4,0% anual, que finalmente cerraría en un 3,8% (CEPAL, 2017). El segundo, una política monetaria principalmente expansiva con una disminución de la tasa del 5,5% al 5,25% con miras a favorecer las inversiones.

Figura 2_Inflación, precio consumidor anual_ en %



Fuente: International Monetary Fund, International Financial Statistics and data files

Figura 3_Evolución del tipo de cambio nominal GS/USD



Fuente: Banco Central del Paraguay

Por tanto, el primer determinante para una transformación robusta fue una confluencia de factores en materia de responsabilidad fiscal, control de la inflación y estabilidad del sistema financiero, triada clave para la atracción de inversión privada nacional y extranjera en diversos sectores económico.

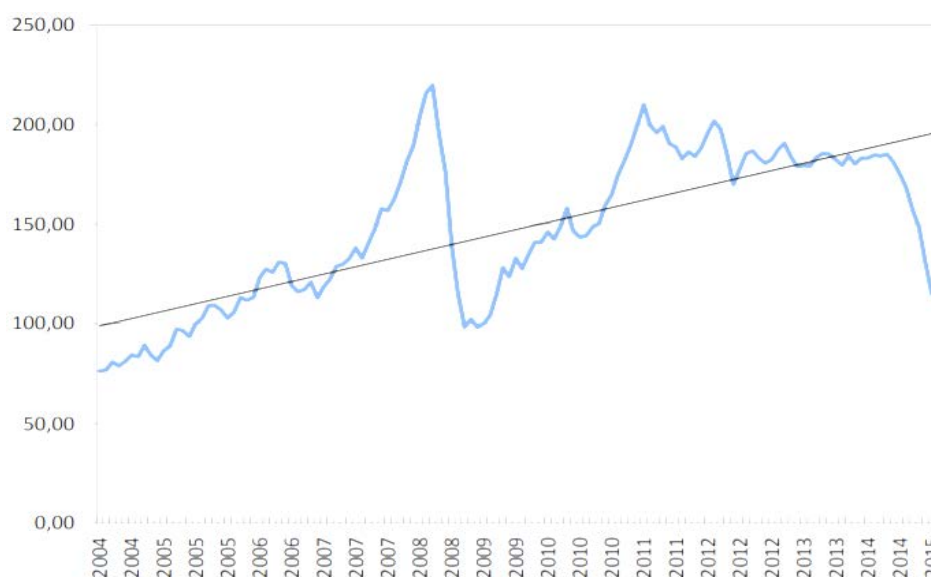
1.1.2. Escenarios externos positivos: Aumento del precio de los *commodities*

El éxito de las políticas implementadas, percibido con mayor fuerza gracias a los escenarios externos positivos, permitió fortalecer la estabilidad macroeconómica.

Todo país con una economía principalmente primaria es claramente dependiente del comportamiento de los precios de las materias primas que inciden en los valores comercializados con el exterior, y como es sabido, esto impacta en la economía y por ende, influye en el equilibrio de las variables macroeconómicas que inciden en la estabilidad y competitividad a mediano y largo plazo.

Si bien los precios de los *commodities* de exportación son muy volátiles, la tendencia a la alza se mantiene a lo largo del tiempo, como se puede observar en la figura 4.

Figura 4_ Evolución del índice de precios de los *commodities*



Fuente: IMF, International Financial Statistics and data files

Tras la fuerte caída del 2008, debido a la crisis internacional, Paraguay como cuarto mayor productor de soja en el mundo y sexto exportador de carne bovina¹, aprovechó el ciclo de bonanza generado por el alto de precios de los *commodities* blandos a nivel mundial. El mayor ingreso per cápita, reflejo de lo anterior, sumado a la inversión privada, impulsó en la última década un nuevo panorama económico con un crecimiento que salpicó a todos los sectores.

1.1.3. Desacoplamiento de la región

Paraguay inició un proceso de desacoplamiento económico desde hace poco más de un lustro. A modo de contextualización, podría decirse que entre el periodo 2003-2007, previo a la crisis financiera mundial, Latinoamérica presentaba una evolución positiva² pero a partir de allí sus principales economías experimentaron una ralentización, repercutiendo de forma negativa en el crecimiento de la región entre los años 2013-2016 (Giménez Duarte, 2017)

Las políticas económicas paraguayas iban siempre de la mano con las brasileras, factor reflejado en promedios de crecimiento similares. Así, en el periodo 2003-2007 Brasil creció en un 4,0%,

¹ Quedará relegado al quinto lugar en el 2017 según previsiones del Departamento de Agricultura de EEUU. Fuente_ http://www.lanacion.com.py/negocios_edicion_impresa/2017/06/15/paraguay-caera-en-ranking-de-exportadores-de-soja/

² Gracias a los altos precios de los *commodities* y a una China Continental con crecimiento superior al 10%

mientras Paraguay en 4,1%. En el quinquenio 2008-2012 ambos países tuvieron crecieron en un 3,7%. Sin embargo, en los años siguientes, Paraguay enfocó su política en dos aristas: i. Optimizar el uso de los recursos públicos de manera a maximizar el impacto positivo en la economía y; ii. Promover la diversificación de su matriz productiva y la inversión privada. ¿El resultado? La economía paraguaya, en lugar de contraerse como la de sus principales socios, creció en promedio un 6,5% (Giménez Duarte, 2017).

Esto explica cómo a pesar de las condiciones climáticas adversas y de la reducción significativa de los precios de los *commodities* en el 2015, el país alcanzó una expansión del 4,1% en su PIB (Banco Central del Paraguay, 2017).

Tabla 1_ Promedio de la tasa de crecimiento anual del PIB vs. El de la región

Países	Periodo			Diferencias con Py		
	2003-2007	2008-2012	2013-2016	2003-2007	2008-2012	2013-2016
Argentina	8,80	2,60	0,11	-4,70	1,10	6,39
Brasil	4,00	3,70	-1,00	0,10	0,00	7,50
Chile	5,50	3,90	2,50	-1,40	-0,20	4,00
Latinoamérica	-	3,00	0,80	-	0,70	5,70
Paraguay	4,10	3,70	6,50			

Fuente: Elaboración propia con datos del IMF, International Financial Statistics and data files

Por otra parte, no es un secreto que Brasil se encuentra sumido en una de sus peores crisis económicas, con una caída del 3,00% de su economía en 2016 ni que Argentina experimenta una contracción real, resultado de un proceso de ajuste. Sin embargo, pese a ello y gracias al redireccionamiento de sus políticas, Paraguay se las arregló para crecer un 5,70% en los últimos 4 años por encima de la región latinoamericana 6,39% más que Argentina, y 7,5% más que Brasil.

El desacoplamiento ha sido determinante para la consolidación de un crecimiento económico sin precedentes, no solo en relación a su historial sino también al panorama regional. En palabras de Humberto Colmán, Viceministro de Economía, “Tener 16 trimestres consecutivos de crecimiento y 16, por encima de los socios comerciales es algo sin precedentes en la historia del desempeño económico reciente de Paraguay”. (Colmán, 2017)

La incógnita pasa por cuán sostenible es esto y para saberlo es necesario tener claras las causas del desacople. En su artículo, Colmán (Colmán, 2017) plantea unas posibles,

a. A diferencia de la región, con una retracción promedio del 3,90% anual en los términos de intercambio³ en el periodo 2012-2015, Paraguay vio un aumento del 1,20% acorde con los datos de la CEPAL, resultado del ajuste de los mercados de *commodities*.

b. Nuevos motores del crecimiento: el sector industrial y el continuo crecimiento de la construcción, como vectores, gracias al capital local y al retorno de la confianza de los inversores, reflejado en la recuperación del flujo de entrada de inversión extranjera directa.

c. Aumento significativo de la inversión pública en infraestructura en un 12,3% entre el 2011-2017, como política a mediano y largo plazo para la reducción del déficit de ésta en el país. Mientras que en la región los problemas de bajo crecimiento y ajuste fiscal se traducen en contracciones del gasto público en general y las inversiones en particular.

En general, en países pequeños y con elevada apertura comercial como Paraguay, se dice que existe una dependencia externa y exógena del crecimiento pero pese a que la demanda externa ha disminuido, la tasa de crecimiento del país sigue aumentando. Esto presenta un escenario optimista de crecimiento económico ya que indica un desarrollo local autónomo y auto sustentado.

1.1.4. Transformación estructural de la economía paraguaya

El crecimiento del sector primario salpicó a otros sectores y favoreció el inicio de una transformación estructural de la economía paraguaya impulsado por el gobierno en busca de la diversificación, Si bien la actividad económica primaria aún es la de mayor importancia⁴, las estrellas de este proceso fueron el comercio, los servicios y la construcción haciendo al país paulatinamente menos dependiente.

Carlos Fernández Valdovinos, presidente del BCP mencionaba la probabilidad de que Paraguay sea nuevamente el país que más crezca en Sudamérica en el 2017 (UH Economía, 2017)

³ Términos de intercambio, (en inglés Terms of Trade, TOT) es un término utilizado en economía y comercio internacional, para medir la evolución relativa de los precios de las exportaciones y de las importaciones de un país, y puede expresar asimismo la evolución del precio de los productos exportados de los países, calculado según el valor de los productos que importa, a lo largo de un período, para saber si existen aumentos o disminuciones. Se habla de «deterioro de los términos de intercambio» cuando el precio de los productos exportados tiende a disminuir comparado con el de los productos importados.

⁴ Así, la agricultura, que el año pasado mostró un crecimiento del 3,0%, en el corriente periodo tendría uno de hasta 4,0% para el cual se espera además, un repunte del sector ganadero. (UH Economía, 2017)

El sector de la construcción, que ya en el 2016 fue el más dinámico con un 18,6%, por segundo periodo consecutivo se convierte en el principal motor, con una expansión estimada de hasta 10%. La dinámica continuaría debido al volumen de las obras de carácter inmobiliario pero principalmente por la fuerte apuesta del sector público en infraestructura (UH Economía, 2017).

En relación a los demás sectores económicos, el informe de Valdovinos proyecta la misma tendencia para el 2017, aunque en porcentajes menores de crecimiento. Sólo por destacar los más importantes, tanto los servicios como el comercio tendrían una expansión similar en torno al 6,0%. Estos, representan más del 46% de la actividad económica del país y concentran la mayor parte de la fuerza obrera.

En lo que a otros segmentos respecta, si bien no se dieron los mismos porcentajes, la tendencia de crecimiento se mantiene. La industria de las manufacturas, continuaría con un buen ritmo hasta expandirse en un 6,0% este año; las maquilas por su parte lograron se han fijado como meta realizar envíos por USD 350 millones, batiendo el record de los USD 315 millones del año anterior.

Tabla 2_ Estimación del crecimiento económico por sector _ 2Q 2017

PRIMARIO			SECUNDARIO			TERCIARIO		
Rubro	Variación		Rubro	Variación		Rubro	Variación	
	2016	2017		2016	2017		2016	2017
Agricultura	3,00	4,00	Manufactura	5,30	6,00	Gob. Central	-2,80	-1,00
Ganadería	2,60	4,00	Construcción	18,60	10,00	Comercio	3,00	6,00
Otros	5,40	5,20	Electricidad	12,60	-0,10	Comunicaciones	-2,70	2,00
						Otros servicios	3,30	6,10
						Impuestos	0,90	4,80
PIB TOTAL							4,10	4,20
PIB USD millones							27.662	29.755

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central del Paraguay

1.1.5. Aumento del PIB y del PIB per cápita y de la tasa de empleo.

El crecimiento sostenido de las últimas décadas, fue reflejado en el aumento significativo del PIB per cápita.

La crisis económica mundial tuvo su epicentro a finales de 2008, pero sus consecuencias más negativas impactaron al Paraguay en 2009. En este año, además de las perturbaciones externas también se sintieron los efectos climáticos adversos, que afectaron severamente a la producción agropecuaria con lo que la actividad económica cayó en un 4,0%. En los años posteriores, la economía paraguaya registró resultados positivos, sobre todo en 2010, cuando alcanzó una tasa

de variación del PIB superior al 13%, la más alta del MERCOSUR y una de las más altas del mundo en ese año. Salvo por una nueva caída en el año 2012, motivada por condiciones climáticas y fitosanitarias que afectaron nuevamente a la agricultura y la ganadería, la economía ha tenido un comportamiento positivo en la mayor parte de la última década. (Desarrollo En Democracia (DENDE), 2016). En este contexto se estima un crecimiento del PIB del 4,2% para el 2017, resultado de la evolución del comercio, los servicios, la industria por el lado de la oferta, así como del consumo y la inversión por el lado del gasto (CEPAL, 2017).

Para el 2018, se pronostica estabilidad en el comportamiento de las variables macroeconómicas y un crecimiento del PIB ligeramente menor cercano al 4,0% debido a una desaceleración de la inversión y a la moderada producción de energía, asociado a factores de riesgos internos como el aumento del gasto público y los tiempos electorales, así como a otros externos, como la leve recuperación de los socios comerciales mayores (CEPAL, 2017).

Por su parte, la tasa de empleos registró que la mayor parte del crecimiento se concentró en el comercio (40% de los nuevos empleos netos) y los servicios públicos (20%), seguidos de los sectores de manufactura (13%), otros servicios (11%), finanzas y bienes raíces (10%) y la construcción (8%) (Banco Mundial, 2017).

Figura 5_ Desglose sectorial del empleo (miles)



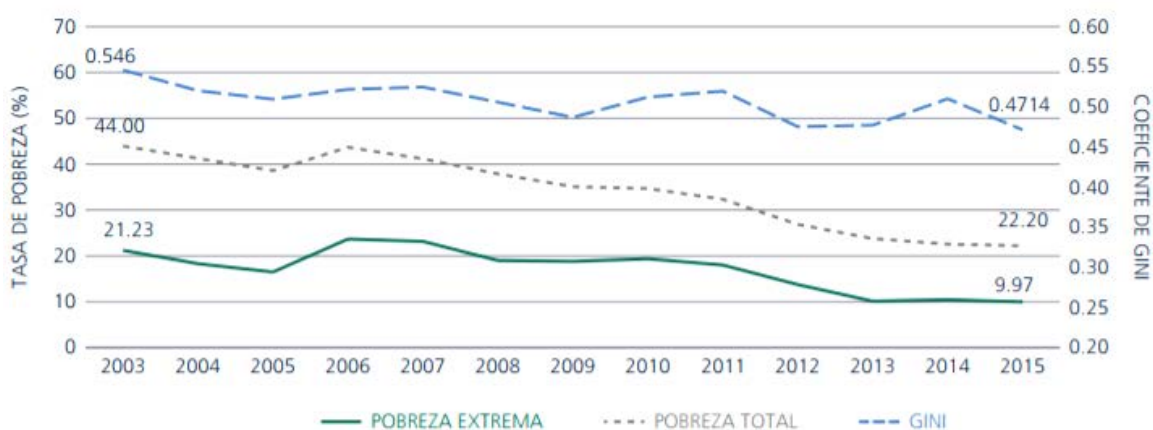
Fuente: Encuesta Permanente de Hogares, DGEEC | Extraído de (Banco Mundial, 2017)

Estos patrones de creación de empleo se tradujeron no solo en cantidad sino además en una mejora de la calidad del empleo con una variación interanual del índice de sueldos y salarios del 4,5% según el BCP. Actualmente, la tasa de desempleo se ubica en 8,9% acorde a los datos de la DGEEC.

La combinación de un robusto crecimiento del empleo, el aumento de la calidad de éste y los mayores ingresos condujo a una reducción significativa de la pobreza y la desigualdad.

En ratios, la pobreza extrema se redujo del 21% en 2003 a un 5,73% en 2017. En lo que a pobreza moderada respecta, se dio una reducción del 44% al 23,13% en el mismo período (DGEEC, 2017).

Figura 6_ Reducción de la pobreza y la desigualdad



Fuente: Encuesta Permanente de Hogares, DGEEC | Extraído de (Banco Mundial, 2017)⁵

En conclusión, el crecimiento económico sostenido se debe a varias fuerzas, unas concurrentes y otras consecuentes. Lo cierto es que Paraguay, se ha subido a la ola e ingeniosamente ha logrado durante dos décadas mantenerse en pie gracias a las revisiones de sus regímenes fiscales, jurídicos y legales cuando fue preciso.

Actualmente, los desafíos de la política económica son la adecuada protección de la solvencia macroeconómica y fiscal mediante el cumplimiento del compromiso de Responsabilidad Fiscal y la reorientación de las principales políticas públicas para que el crecimiento del sector productivo pueda ser aprovechado por las personas que aún no han podido obtener las ventajas de esta transformación (Desarrollo En Democracia (DENDE), 2016).

⁵ El coeficiente de Gini es una medida de la desigualdad ideada por el estadístico italiano Corrado Gini. Utilizada para medir la desigualdad en los ingresos dentro de un país aunque puede utilizarse para medir cualquier forma de distribución desigual.

De hecho, para acelerar el efecto derrame y traducir el crecimiento en desarrollo, el país ha recurrido al financiamiento externo, por medio de la colación anual de bonos soberanos desde el 2013; incrementando entre este año y el 2017 la deuda pública del 14,4% al 23,7% del PIB (CEPAL, 2017). Esto, para poder implementar medidas micro⁶ con favorables resultados por el momento.

- Mayor gasto social con programas integrales para la disminución y eliminación de la transmisión intergeneracional de la pobreza, impactando en indicadores de salud y educación.
- Inversión en capital humano, con becas locales para educación terciaria y el programa BECAL para maestrías y doctorados en las mejores universidades del mundo.
- El plan de infraestructura, lanzado en 2015, mediante el fortalecimiento del Sistema Nacional de Inversión Pública y a la aprobación de Ley Nº 5102/2013 de Promoción de la Inversión en Infraestructura Pública y Ampliación y Mejoramiento de los Bienes y Servicios a cargo del Estado, también conocida como la “Ley de APP”. A ser financiada, diseñada, construida, mantenida y operada por el sector privado. Apenas con dos proyectos se alcanzó una inversión sin precedentes en infraestructura pública y soluciones habitacionales para familias vulnerables.⁷

La meta del Plan Nacional de Desarrollo 2030 es ambiciosa porque además de hacer esta expansión sostenible pretende, en las próximas tres décadas, aprovechar la estructura demográfica beneficiándose del bono y aspira a sentar las bases para orientar a Paraguay a convertirse en una economía desarrollada.

1.2. El sector de la construcción en el Paraguay

La estabilidad macro-económica y el rigor fiscal de las cuentas estatales, le valieron a Paraguay para escalar hasta una calificación BB con perspectiva positiva⁸, situándose a un peldaño del

⁶ Se enumeran solo aquellas prioritarias

⁷ Los proyectos en cuestión son la Duplicación de las Rutas Nacionales Nro. 2 y 7 (USD 520 millones) y la Modernización y ampliación del Aeropuerto Internacional Silvio Pettrossi (USD 149 millones), ambos con plazo de 30 años. Cabe aclarar que las iniciativas de PPP no son “privatizaciones” sino más bien proyectos de infraestructura pública que retornan a la administración del Estado una vez transcurrido el plazo contractual, durante el cual el Estado tiene amplias facultades de control, fiscalización y penalización en caso de que no se cumplan los estándares que se fijan en los pliegos, incluyendo la intervención y la terminación anticipada en caso de incumplimiento grave. (Carlevaro, 2017)

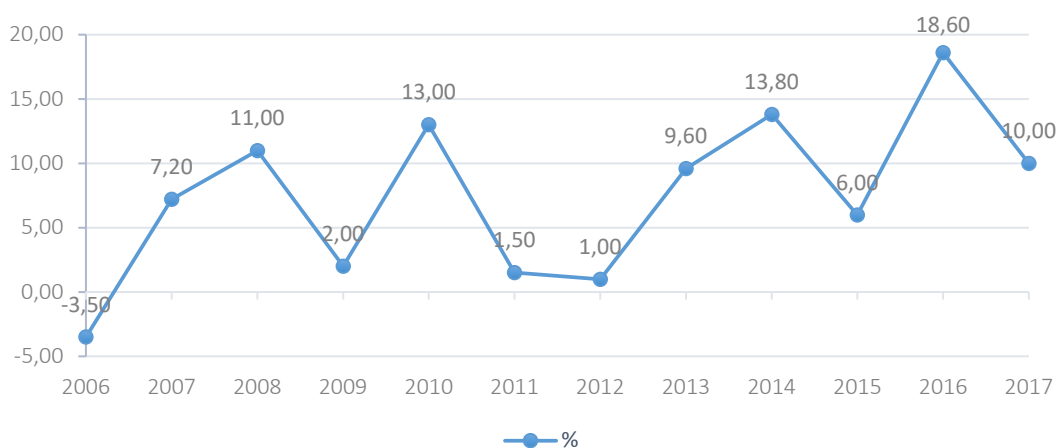
⁸ Fitch, Diciembre 14, 2017 – “Non Investment grade speculative” – a un peldaño de la calificación del Lower medium grade, dentro del Investment Grade.

anhelado *investment grade* en el 2018, posición que apuntalaría la economía a nivel interno y la imagen del país en el exterior. El escenario positivo marcado por las calificadoras de riesgo presentan desafíos que deben ser superados, entre los que destacan la corrupción y debilidad de las instituciones, la falta de infraestructuras, de transparencia y la desigualdad (Di Martino, 2014).

En pocas palabras, Paraguay sigue creciendo en altos niveles a pesar de la desaceleración en la región, e incluso de la caída de los precios internacionales de sus rubros tradicionales de exportación, lo que significa que supo encontrar otros motores para seguir impulsando su economía, permitiendo mantener los niveles de expansión del PIB, con proyecciones favorables también para el 2018.

Los servicios, las nuevas industrias y la construcción son estos motores, siendo entre los tres, el último, el que da más campo para el análisis ya que el brinco de éste fue resultado de una sinergia simultánea de factores pasando de ser casi un hobby para quienes disponían de capital, a un sector en creciente –aunque aún débil- profesionalización dentro de un mercado actualmente en la mira de grandes inversores, locales y extranjeros.

Figura 7_ Crecimiento interanual del sector de la construcción



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

*El crecimiento del año 2015 se vio afectado considerablemente por el Fenómeno “El Niño” con un marcado retraso en la ejecución de obras lo que produjo el encarecimiento de los proyectos.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Paraguay se ubica en BB con perspectiva estable. La calificación crediticia de Moody's para Paraguay se fijó por última vez en Ba1 con perspectiva Estable. La calificación crediticia de Fitch para Paraguay fue reportada por última vez en BB con perspectiva positiva. En general, los fondos soberanos de inversión, los fondos de pensiones y otros inversionistas utilizan una calificación crediticia para medir la solvencia crediticia de Paraguay, lo que tiene un gran impacto en los costos de endeudamiento del país.

En el gráfico de crecimiento interanual del sector es posible observar que éste despegó en el 2013 y mantiene una tendencia a la alza, viéndose afectado sólo en el 2015 por las condiciones naturales extremas. El sector privado fue impulsor de esto y cuando se pensó que en el 2016 se produciría un contagio directo de la contracción de los principales vecinos de la región, gracias a las iniciativas públicas la tendencia anti-cíclica pudo ser evitada.

1.2.1. Sector Privado

El movimiento en el sector de las construcciones despegó y ha sido mantenido por el sector privado, tanto en Asunción como en las demás regiones del país.

En los inicios de este proceso, el principal vector de desarrollo, –por escala y volumen- fue el cambio estructural de la clase media y media-alta, en lo que a consumo respecta, como consecuencia de la reducción de los niveles de pobreza de los últimos 10 años, que ha servido para potenciar la demanda. Este factor, apuntalado por el gran crecimiento de la economía, desde el lado de la oferta, se convirtió en el campo de experimentación de inversores locales y posteriormente, extranjeros de alto riesgo que han visto un negocio altamente rentable puntualmente en Asunción, con mayores retornos que otras capitales de América Latina, varias con escenarios económicos con pronósticos reservados. (Consultora BIS, 2017)

Lo que en aquel entonces los más optimistas vaticinaban sería el milagro paraguayo se tradujo en un pujante mercado de desarrollo inmobiliario *premium* de viviendas de lujo, torres corporativas, negocio hotelero y edificios comerciales, atrayendo a inversores argentinos, uruguayos y españoles alentados por la caída de sus economías.

Dicho en cifras, en el 2013, la inversión del sector privado en el área inmobiliaria fue de USD 200 millones, alcanzando en 2015 los USD 1.500 millones (Grupo Nación, 2015).

Asunción, como resultado, es hoy un mercado atractivo, dinámico y en crecimiento, reflejado en el incremento del valor del suelo. Mientras en 2003 el precio promedio por m² oscilaba entre USD 100-300, hoy asciende a USD 800-1700 y se proyecta una suba en el siguiente bienio de USD 1200-2100 por m², convirtiéndose en una de las mejores opciones de inversión de la región (Ambito Financiero, 2017).

Los expertos coinciden en que se avecina un recambio del tipo de jugador de mercado, producto del crecimiento explosivo del último lustro. La primera ola de pioneros del sector está empezando a cosechar resultados verificables, datos que hoy los más conservadores y profesionales relevan

para tomar la decisión de ingresar al sector. (Avalos, 2016). Esto sumado a la profesionalización de los desarrolladores y la estabilización del *track record* de las empresas serían algunos elementos claves para la llegada definitiva de grandes empresas.

Sin embargo, el talón de Aquiles del segmento, tiene que ver con las instituciones, que si bien se encuentran en un proceso de reestructuración, aún presentan algunas regulaciones escuetas que obstaculizan el desembarco de inversores acostumbrados a reglas de juego mucho más claras, y si bien la demanda de capital en Paraguay es atractiva para ellos, la información disponible no tiene la profundidad necesaria para el nivel de análisis que requieren capitales importantes o fondos de inversión.

1.2.2. Sector Público

Si bien el sector privado fue clave para que el sector acompañe el crecimiento del país, el plan de infraestructura impulsado por el gobierno fue el responsable de sostener la economía en un momento en el cual la economía primaria veía caer su facturación, evitando así el contagio directo de la contracción regional.

En este aspecto, lo más destacable lo constituye la regulación de APPs, una de las piezas legislativas más completas y modernas a nivel regional, en la que Paraguay ha sabido capturar las lecciones aprendidas de sus vecinos para la estructuración y desarrollo de sus proyectos de infraestructura estratégicos. El sistema regula tanto el procedimiento de estructuración de los proyectos como la selección del participante privado. Como novedad, introduce en el régimen jurídico de Paraguay la figura de la Iniciativa Privada, que permite que sean los privados quienes identifiquen los proyectos a desarrollar y propongan al Estado la estructuración de los mismos, quedando en manos de éste determinar si el proyecto propuesto bajo ésta modalidad reúne las condiciones de interés público necesarias para que la Administración lo adopte. (Hinz, 2017)

Tras la reglamentación en tiempo record, el MOPC ha presentado una lista de potenciales proyectos⁹ respondiendo al gran déficit de infraestructura, aunque este *pipeline* de APPs solo

⁹ El Gobierno listó inicialmente un grupo de 10 proyectos que declaró como obras prioritarias de interés público para ser desarrolladas bajo el esquema de APPs. Entre ellos, se cuentan 2 proyectos viales, 1 aeropuerto, 1 Hidrovía, 3 proyectos de alcantarillado y tratamiento de efluentes, 1 tren de cercanía, 1 penitenciaría y 1 centro de reinserción social. Posteriormente, la Secretaría Técnica de Planificación anunció que los tres últimos serán estructurados de otro modo, bajo la Ley 117/91 de Inversiones “Joint Venture” en el caso del sistema ferroviario, y bajo la Ley 5074 de inversión pública tradicional en los últimos dos casos.

representa un 20%¹⁰ de los proyectos que el gobierno tiene planificado lanzar en los próximos años (Berkemeyer, 2014).

Las APPs, consisten básicamente en contratos a largo plazo entre el sector privado y el público, caracterizados por la distribución entre ambas partes y desde el inicio del proceso, de los riesgos concretos y eventuales de la construcción en el caso de las obras y de la operación en el caso de los servicios (Hinz, 2017).

Más allá de los beneficios propios de cualquier obra de infraestructura -mejora en la calidad de vida, aumento de la tasa de empleo, incremento en la competitividad, reducción de costes de logística y de tiempo, efecto multiplicador de PYMES, crecimiento y dinamización de la economía- las APPs presentan ventajas que no se ven en otra modalidad de contratación del gobierno como lo es la obra pública (Carlevaro, 2017), convirtiéndose en una gran oportunidad para atraer inversores y financistas de prestigio internacional como lo han hecho otros países de la región exitosamente¹¹.

En primera instancia, la principal ventaja radica en **el *bundling* o empaquetamiento** de actividades en un solo actor –el inversor privado- por la eficiencia que representa al encargarse éste del diseño, construcción, operación y mantenimiento de la infraestructura pública, por el plazo del contrato siempre bajo la supervisión del gobierno. Lo anterior demanda **alto grado de profesionalización y sofisticación** considerando la complejidad técnica de los proyectos y la elevada inversión, lo que sería un segundo punto a destacar. En tercer lugar, cabe resaltar **la liberación de recursos fiscales**, aplicable a los proyectos de APPs autofinanciables que se repagan con las tarifas de los usuarios, sin aportes del estado permitiendo oxigenar las arcas públicas y destinar los recursos a otros fines sin necesidad de aumentar impuestos o contraer deuda como suele ocurrir con la obra pública; y finalmente, se convierte en un **filtro de “elefantes blancos”** por los numerosos análisis de viabilidad y estudios de mercado de parte de los distintos *stakeholders* involucrados, además de los controles propios del proceso licitatorio.

De hecho, las obras impulsadas bajo el régimen de la Ley Nº 5102/2013 de APPs, la Ley 117/91 de Inversiones “*Joint Venture*” y la inversión pública tradicional fueron los pilares que sostuvieron el crecimiento del rubro durante el 2017” dando aire al sector privado, sostén del mismo por

¹⁰ El 80% restante será mediante obra pública tradicional, con financiamiento público y de organismos multilaterales.

¹¹ Los proyectos de PPP han generado múltiples beneficios en los países de la región que adoptaron estos sistemas de contratación tal como lo muestran las experiencias de Chile, Colombia, Perú y más recientemente Uruguay, entre otros. (Carlevaro, 2017)

varios años y que si bien sigue vigente, se halla inmerso en un proceso de profesionalización, indagando nuevos caminos que permitan su consolidación.

En paralelo a lo anterior –en escala menor y con otro *target*- la Ley N° 5638/2016 “De fomento a las viviendas y desarrollo urbano”, busca disminuir el déficit habitacional gracias a un sistema de incentivos que aumente la demanda residencial, como los créditos a largo plazo, con cuotas accesibles, sistema este que se asemeja al plan de primera vivienda de la AFD.

Cabe destacar que la inversión en infraestructura, además de dar sostenibilidad al crecimiento y favorecer la diversificación sectorial de la inversión total haciéndola menos vulnerable, genera un impacto directo y generalizado sobre los niveles de productividad y bienestar de la sociedad.

1.3. Sigüientes pasos

Presentado el panorama, la pregunta indicada no es si invertir o no en Paraguay, sino ¿dónde?, ¿en qué?, y ¿cómo? ¿Cuál es el camino?

En el sector privado, lo primero es definir el foco de negocio. Es sabido que en Paraguay existe un déficit habitacional importante, acorde a los datos estadísticos de la DGEEC¹² el 77,58% de la población urbana posee, o se encuentra pagando en cuotas, una vivienda. Esto revela un 26,47% restante como público objetivo de las inversiones.

Las estadísticas evidencian la gran brecha existente entre la clase alta, media y media-baja, analizando la capacidad que poseen para adquirir una vivienda propia en los barrios de Asunción. Esto demuestra un mercado potencial en los dos últimos, segmentos con un marcado déficit de viviendas propias y con tendencias a incrementarse, teniendo en cuenta el crecimiento de la población, el rango etario de ésta y la cantidad de personas que van ingresando al mercado laboral. (Consultora BIS, 2017)

Por otro lado, la oferta se concentra en zonas tradicionales de la ciudad, típicamente de clase media alta en inmuebles por encima de USD 200 mil y tamaños no menores al 90m², dejando un claro espacio que satisfacer en la franja de USD 50-120 mil, en la que no hay oferta actualmente pero en donde se concentra el 40% de puestos laborales de la ciudad (Avalos, 2016).

¹² Datos de la Encuesta Permanente de Hogares 2016 sobre un total de 1.066.176 viviendas urbanas| <http://www.dgeec.gov.py/Publicaciones/Biblioteca/PREPH2016/PRINCIPALES%20RESULTADOS%20EPH%202016.pdf>

Bajo este contexto los especialistas, tanto del sector público como del privado, ven una oportunidad en esta conjunción de factores: i. Una demanda habitacional claramente insatisfecha; ii. Un vehículo formal como garantía y; iii. Un equipo gerencial capaz de ejecutar el proyecto en tiempo y forma.

El vehículo que actúe de nexo y aglutinador de los inversores que buscan una manera segura de ingresar al sector podría ser el Fideicomiso, ya conocido en la región y poco explotado de Paraguay, que presenta numerosas ventajas y garantías.

Pero, ¿tendría igual cabida en el sector público?

La promulgación de todas las leyes citadas a lo largo de esta presentación, ha puesto al fideicomiso en escena, en un ámbito más extenso que el bancario, su usual ambiente de aplicación.

Esta circunstancia se debe a que la Ley N° 5102/2013, de APPs y la Resolución N° 6, aprobada por el Directorio del BCP, que la reglamenta, introduce este esquema dentro de sus respectivas áreas de competencia (Breuer, 2014).

No es difícil imaginar el porqué, a simple vista el fideicomiso se muestra como un negocio seguro y ágil, que protege los bienes fideicomitidos de manera férrea, puesto que da lugar a la formación de un patrimonio autónomo o especial, el cual queda afectado al cumplimiento de la finalidad señalada por el fideicomitente en el acto constitutivo (Breuer, 2014).

En conclusión, este vehículo podría responder a las necesidades de los inversores, tanto en el sector público como en el privado, ofreciéndoles garantías a sus inversiones. Cabe destacar, que el mismo no se encuentra popularizado dentro del rubro, por ello no debe sorprender, que a los profesionales técnicos su comprensión les represente cierto grado de dificultad y les impida ver con claridad sus potenciales ventajas. Por ello, entenderlo en todas sus dimensiones será objeto inmediato del presente trabajo.

2. LOS ORIGENES_ EL *FIDUCIAE* ROMANO vs EL *USE* INGLÉS

2.1. Evolución de la noción de fiducia

Es sabido, que son dos grandes pilares los que sostienen el derecho contemporáneo, por un lado el romano como base del derecho continental europeo y por otro, el inglés¹³, extendiéndose y ejerciendo influencias en los países que han estado, en otrora, bajo dominación de éstos.

En ambos sistemas¹⁴, en distintos periodos históricos y adaptándose a las diferencias, la fiducia fue ampliamente usada bajo distintas modalidades, algunas perfeccionadas y otras extintas.

2.1.1. El derecho romano

La fiducia, encuentra en el derecho romano sus bases. Dice Rodríguez Azuero (Rodríguez Azuero, 2013) que la esencia de esta figura, en el sentido más clásico, “se funda en la transmisión de la propiedad de la cosa de una persona a la otra¹⁵ (...) con el compromiso de que quien la recibía debía devolverla, cumplida que fuera la finalidad”, todas ellas fundadas en un acuerdo de voluntades¹⁶.

A fin de situarla cronológicamente, parece ser en los orígenes de Roma cuando la fiducia vio la luz, alcanzando mayor popularidad durante la República, pudiendo concretarse bajo distintas modalidades¹⁷ definidas por distintas obligaciones establecidas en un *pactum fiduciae*.

¹³ Con diferencias significativas entre sí: Civil law vs Common law.

¹⁴ Según los autores, las principales diferencias están relacionadas a las fuentes del derecho, la noción de las obligaciones y la de la propiedad.

¹⁵ A diferencia del pignus o prenda –que si bien se asemeja- trata de la transmisión de la posesión de la cosa.

¹⁶ Resultando por tanto en formas contractuales. El derecho privado romano recoge como contratos: el depósito, la fiducia, el mandato, la sociedad, la compraventa y el arrendamiento.

¹⁷ (Volterra, 1991)

- a. Fiducia cum creditore: con fin de garantía de una obligación preexistente; el deudor transfería una cosa en propiedad al acreedor y éste se comprometía a volver a restituirla, en cuanto éste hubiera satisfecho su deuda;
- b. Fiducia cum amico: con fin de depósito o de comodato; alguien transfería a otro la propiedad de una cosa para que la usara de un modo convenido, o para que la custodiara; el que recibía se comprometía de nuevo a transferirla antiguo propietario cuando lo solicite o transcurrido un determinado plazo.

El *pactum fiduciae*, que implica la transmisión y restitución posterior de la cosa, establece las condiciones en que la devolución debe ser hecha por parte del fiduciario al fideicomitente, siendo las principales:

1. ***Fiduciae cum creditore***: -con causa onerosa- cumplió un destacado papel antes de conocerse las formas modernas de contratos de garantía. En ésta, el deudor para prestarle una seguridad real, transfería por *mancipatio o in jure cesio*, la propiedad de un bien con cargo de que le fuera retransmitido una vez satisfecha la obligación (Rodríguez Azuero, 2013).

Hasta la aparición de la de la prenda y la hipoteca, éste se constituyó en el único derecho real de garantía. A través del cual el deudor adquiría dominio pleno sobre el bien pero estando obligado a restituirlo cuando la deuda fuese satisfecha.

El incumplimiento del pacto por parte del deudor generaba para el fiduciario el derecho de disponer de los bienes recibidos, teniendo el acreedor, ante una eventual diferencia de valor entre el bien y la deuda, que devolver el remanente luego de satisfacer la obligación.

Sufría de dos grandes desventajas, por un lado, una clara posibilidad de abuso por parte del acreedor y por otra, que no era posible para el deudor conservar el bien a título precario.

2. ***Fiduciae cum amico***: -con causa no onerosa- en interés del fiduciante y no del fiduciario, para que éste pudiese disponer de los mismos y ejercitar las facultades inherentes al dueño como administrarlos, celebrar contratos en torno a ellos, entre otras. Al igual que en la *fiduciae cum creditora* el propietario original corría con el riesgo de abuso por parte de su confiado.

En contraparte al *pactum fiduciae*, estaba el *fideicommissum*, que consistía en la transmisión por muerte, con sus orígenes en las diversas incapacidades de heredar establecidas en el derecho

-
- c. Con fin de emancipación de un filiusfamilias o de una coemptio de una mujer; aquel a quien se hacía la *mancipatio* de la persona alieni iuris se comprometía con la *fiducia* a manumitirla;
 - d. Con fin de asegurar una manumisión; el dominus de un esclavo transfería a éste en propiedad a una persona de su confianza que se comprometía a manumitir al *servus* después de un tiempo;
 - e. Con fin de donación, por acto entre vivos o por acto mortis causa. (se transmitía en propiedad una cosa a otro, el cual se comprometía con la *fiducia* a darla a un tercero. Se llevaba a efecto una *donatio mortis causa*, con la obligación de restitución, cuando el donatario moría antes que el donante).

romano. Así, esta figura nace para hacer efectiva la última voluntad de una persona que transfería a otra, por vía testamentaria, uno o más bienes con el objeto de que ésta, figurando externamente como propietario, los empleara en beneficio de otra u otras terceras personas a las cuales, más adelante, si ello era posible, debían serles transmitidos los bienes. Con la confianza como base evidente del acto, ya que el propietario podría finalmente rehusarse a transferir los bienes al beneficiario por lo que en esta etapa puede hablarse de un negocio fiduciario puro.

La transmisión de la cosa, ya sea por *mancipatio*¹⁸ o *in iure cesio*, requería un excesivo formalismo que una sociedad pragmática y desarrollada como la romana consideraba exagerado e innecesario, por lo que fueron sustituidos por la *traditio* fundada en el acuerdo. Este último podría considerarse el punto de inflexión en el que la fiducia iniciaría su decadencia hasta prácticamente desaparecer, sobreviviendo el *fideicommissum* como disposición de última voluntad durante el Bajo Imperio.

El derecho francés, base de innumerables legislaciones de occidente, tuvo entre su fuente principal la compilación justiniana¹⁹, dando como resultado un Código Civil, mezcla de los usos locales y del derecho romano conocido gracias a la compilación hecha en el Bajo Imperio.

Ello explica porque en muchos cuerpos normativos exista casi nula referencia, ya que el *fideicommissum* como escaso remanente de modalidades fiduciarias fue intencionalmente eliminado por los juristas franceses debido a que las modalidades testamentarias llamadas “sustituciones fideicomisarias”²⁰ eran la base de figuras como los mayorazgos que garantizaban la tenencia inalterada de la propiedad inmobiliaria en medioevo, base del poder efectivo del

¹⁸ La *mancipatio*, el *in iure cesio* como también la *traditio* son modos de transferir la propiedad, dicho en otros términos, de ceder derecho o dominio sobre una cosa o persona.

- a. *Mancipatio*: Se realiza, por medio de cobre –representa el precio de lo cedido- y de la balanza ya que es una venta ficticia e imaginaria. El enajenante y el adquirente se reúnen delante de cinco testigos y un *libripens* o portabalanza, en presencia de la cosa a ser transferida, salvo que se trate de un inmueble. El efecto de la *mancipación* era un traspaso inmediato de la propiedad, cuyo efecto no podía suspenderse por ningún término ni condición.
- b. *In iure cesio*: mientras que la *mancipación* era entre particulares, este proceso –ficticio- exigía la presencia del magistrado, donde el cedente y el adquirente comparecían ante el pretor, siempre ante presencia de la cosa que en caso de tratarse de inmueble demandaba el traslado al lugar.
- c. *Traditio*: supone la simple entrega de la cosa.

¹⁹ Ordenado por emperador Napoleón I

²⁰ Modalidad a través de la cual se imponía al beneficiario de los bienes heredados, conservarlos *in integrum* para que pasaran en esa forma a un nuevo beneficiario y así sucesivamente.

señor feudal, derecho que entraba en conflicto con la igualdad, uno de los tres ideales insignia de la revolución- que no dejaba lugar para privilegios que no estén al alcance de todos.

2.1.2. El derecho inglés

Para hablar de *trust* es necesario remontarse a los *uses*²¹ nacidos, aparentemente, como reacción (y porque no decirlo, evasión) de la cantidad de cargas que gravaban la tenencia de la tierra en favor del soberano, en fraude de acreedores o por la incapacidad de legar por testamento, ejecutando así transmisiones prohibidas por ley. El constituyente del *use* y propietario legal se denominaba *feoffor to use* o *settlor*, equivalente al *trustee*-; el beneficiario, *cestui que use* o *cestui que trust*;

El *use* inglés, más tarde *trust*, es claramente posterior al *pactum fiduciae* o al *fideicommissum* romano, de hecho, en éste podría encontrarse su origen aunque hay teorías que lo relacionan con el *salmannus* germano, el híbrido romano-germano, y el *waqf* islámico.

Independientemente a su origen, el *use* cobró importancia, dicho en palabras de Rodríguez Azuero (Rodríguez Azuero, 2013), “cualquiera que sea la tesis acogida, lo más importante es destacar cómo en todos los sistemas la inexistencia de figuras contractuales que se acomoden a una determinada necesidad o el deseo de buscar soluciones a algunas restricciones existentes en un momento dado, conducen a la estructuración de relaciones fiduciarias en las cuales no solo la confianza tiene un papel muy destacado, sino que en ellas se suelen conferir facultades jurídicas superiores a aquéllas que se requerirían para alcanzar la finalidad económica buscada por las partes”.

Los *uses* que comenzaron apenas como un compromiso hecho a conciencia y basado en la confianza pura, evolucionaron hasta convertirse en derecho indiscutible protegidos bajo los principios de la *equity*²², generando un clima de descontento por parte de la corona. Finalmente, prohibieron unos y sustrajeron otros al control de la ley²³, permitiendo así la supervivencia de los *uses* bajo la figura del *trust*.

²¹ Figura que implicaba la trasmisión de un bien a un tercero con obligación de conciencia en favor del transmisor u otro beneficiario (Rodríguez Azuero, 2013)

²² No así del Common Law

²³ Los *uses upon uses*, los derechos equitables portant sobre bienes muebles, y los *trusts* donde el *feoffe* jugaba un papel activo

3. EL INSTRUMENTO CONTEMPORANEO_ EL TRUST vs EL FIDEICOMISO

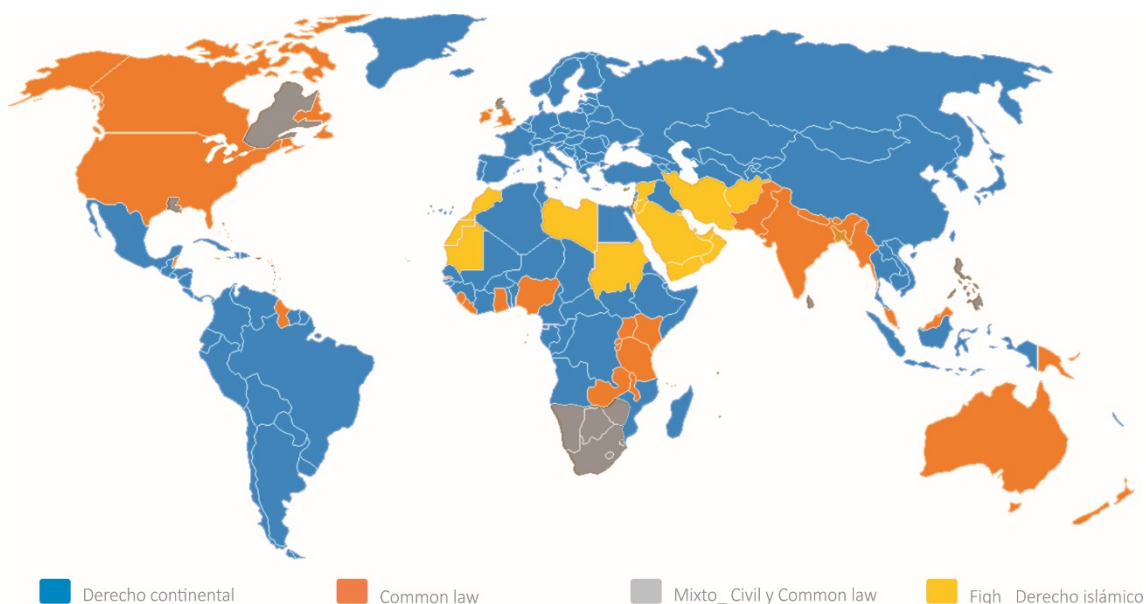
Al ser el *trust* una figura tan arraigada y emblemática en los países del *Common Law*, goza entre sus ciudadanos de gran difusión social y por ende, éstos se encuentran familiarizados con su existencia y posibilidades de aplicación.²⁴

La fiducia por su parte, en los países de derecho continental como sistema legal por cuestiones ya explicadas, no está popularizada y, por tanto, si su comprensión *a priori* resulta complicada hasta para los juristas latinos cuánto más lo será para el resto fuera del mundo jurídico.

Comparando rápidamente, salta a la vista la rigidez de la fiducia como concepto tan restringido y reglamentado, frente a la flexibilidad aparente del *trust* que admite mayores acepciones que van desde el mandato, albaceazgo, depósito, tutela, entre otras.

No obstante, viendo los beneficios del *trust* angloamericano, la Convención de la Haya reconoció la figura e intentó acercarla al derecho continental para su aplicación.

Figura 8_ Sistemas legales en el mundo



Fuente: Elaboración propia con datos de Wikihow²⁵

²⁴ Numerosos son los campos de aplicación: la planeación patrimonial, el derecho de familia, el régimen sucesoral, en su manejo para fines de beneficencia o de estímulo a las ciencias y las artes, su utilización para apoyar las decisiones de las cortes, en fin, su vinculación más moderna al mundo de los negocios hacen del *trust* la figura más característica, sin duda, del derecho angloamericano.

²⁵ Fuente: <https://goo.gl/uyrSYm>

3.1. El *trust* angloamericano

El *trust* es “una relación fiduciaria con respecto a determinados bienes por la cual la persona que los posee (*trustee*) está obligada en derecho equidad²⁶ a manejarlos en beneficio de un tercero (*cestui que trust*). Este negocio surge como resultado de un acto volitivo expreso de la persona que crea el *trust* (*settlor*)”.²⁷

Dicho en otros términos, por un lado, el concepto de *trust* encierra:

- La escisión de un patrimonio, transferencia de éste y constitución en unidad separada.
- Una finalidad, es decir, el patrimonio separado es entregado por el propietario a una persona para que ésta a su vez la administre en favor del beneficiario.
- La obligación a conciencia, voluntariamente aceptada, pero reclamable legalmente.
- Un límite temporal, con el propósito de evitar la concentración de la riqueza.
- Por tanto, es una relación jurídica, creada por una persona o constituyente, mediante acto entre vivos o por causa de muerte-.

Por otro, relaciona a tres personas:

- a. **El constituyente o *settlor*:** una de las características más destacable en el *trust* angloamericano es, a diferencia de la fiducia, la transferencia definitiva e irrevocable de la propiedad de la cosa o del derecho. A consecuencia el papel del creador del *trust* expreso es transitoria, pues una vez que escinde su patrimonio, su razón de existir desaparece y por ende, el constituyente no tiene derecho alguno de iniciar una acción contra el fiduciario sino que es el beneficiario quien podrá reclamar u obligar el cumplimiento de las obligaciones o demandar el abuso de confianza.
- b. **El *trustee*:** es la figura más representativa de la relación jurídica, que puede o no existir al momento de la constitución o aún, ser el mismo constituyente si el mismo se declarase como tal.

El *trustee* cuando es una persona distinta al *settlor* puede aceptar o no su designación como tal, o renunciar si se cree incapaz de continuar desempeñando su rol, sin invalidar el *trust* ni perjudicar los derechos a favor del beneficiario.

La posición del *trustee* más que la de propietario se correspondería a la de un administrador en lo que a atribuciones respecta siendo responsable de:

²⁶ No es objeto del Common Law sino del Tribunal de Equidad.

²⁷ Definición del Restatement of the law of trusts - Third. American Law Institute Publishers. 1959 (12th ed) – St Paul, Minnesota.

- Transmitir el dominio legal de la cosa objeto según se disponga.
- Entregar la posesión del mismo bien al beneficiario a la terminación del *trust* o cuando se lo solicite.
- Llevar cuenta de su gestión y proporcionar informes.
- No delegar a terceros las funciones del cargo.
- Si el objeto del *trust* es dinero, colocarlo en inversiones autorizadas por la ley. Si se tratase de inmuebles no enajenar la propiedad que le esté confiada, salvo en los casos previstos por las mismas condiciones o preceptos de la ley.

El *trustee* puede ser una persona natural o jurídica que no precisamente tenga un conocimiento especializado en la materia, hecho no menor, que éste deberá sortear dado que tiene la obligación no sólo de salvaguardar el interés de todos los beneficiarios sino también de tomar las acciones necesarias para la obtención de un mayor rendimiento y seguridad. Dada esta inexperiencia, por llamarla de alguna forma, ante duda sobre sus actuaciones podrá acudir a un *judge in chamber*. Por este factor, “La vigilancia del juez es una rueda esencial en el funcionamiento del *trust*”.

- c. ***Cestui que trust o beneficiario:*** Es el beneficiario del *trust*, protegido por los principios del “Derecho de Equidad”²⁸. Cabe destacar que debe ser legalmente capaz de recibir lo que procede del *trust*, principalmente en los casos de *living trust* cuando las figuras del beneficiario y del *settlor* recaen en la misma persona. No obstante, para evitar tal tipo de conflicto, existe una regla general que acepta la validez del *trust*, y que independientemente de que vaya o no dirigida a defraudar a los terceros, no impide que los acreedores o el adquirente puedan perseguirlo (American Law Institute, 1959)²⁹. Finalmente, el beneficiario al ser quien el *settlor* pretendió favorecer puede exigir el cumplimiento de los términos o persuadir al *trustee* para ejecutar o no acciones en pos de la seguridad y rendimiento del *trust*.

²⁸ El derecho se denomina “equitable state” y lo garantiza el Tribunal de equidad, no el de derecho común. (Rodríguez Azuero, 2013)

²⁹ Sección 156

3.1.1. Formalidades del *trust*

El *trust* sin objeto es inconcebible, por tanto el *trust deed* que establece la relación jurídica entre estas tres figuras se perfecciona con la transferencia de la cosa, interés o derecho, que debe existir al momento y ser susceptible de transferirse.

El *trust* no es un contrato, diferencia sustancial que presenta el vehículo entre los dos sistemas legales. En el derecho angloamericano, para que se perfeccione un contrato, se establece que a cambio del cumplimiento del compromiso asumido de una de las partes, la otra deberá darle una compensación onerosa, *consideration*, cosa que no siempre ocurre, ya que como había sido mencionado con anterioridad, quien asume el papel de *trustee* no es una entidad especializada sino cualquier persona que goce de la confianza del constituyente y lo hace mayormente de forma gratuita. Por otro lado, los contratos son competencia del *common law*, mientras que el *trust* lo es del derecho de equidad.

“El contrato genera derechos subjetivos para las partes intervinientes, esto es, facultades jurisdiccionalmente apoyadas de demandar, cada una de la otra, un determinado comportamiento; el *trust* genera un derecho de equidad para lograr la finalidad prevista en beneficio de un tercero (...). En el derecho inglés la estipulación para otra persona es desconocida, por lo que el contrato es insuficiente para generar derechos a favor de terceros, lo que se obtiene, en cambio, con el *trust*” (Rodríguez Azuero, 2013).

Esto se hace más visible desde el momento que el *trust* puede nacer de la de la simple manifestación de voluntad del *settlor*, sin que se requiera la aceptación del *trustee*, quien puede no existir, caso en el cual, sería designado por el Tribunal. De hecho, hay casos como el *Implied trust* donde esta voluntad ni siquiera es manifiesta sino implícita y la ley presume de oficio su existencia.

3.2. Los *Real Estate Investment Trusts*, US REITs

Dentro del infinito mundo de los *trusts*, en Estados Unidos nacen los US REITs, dedicado exclusivamente al mundo de los bienes y raíces.

A efectos del análisis, su abordaje merece un particular énfasis que ayude a entender su éxito como vehículo de inversión inmobiliaria de escala y que permita compararlo con su equivalente dentro del marco latinoamericano en general y del paraguayo, en particular.

Los US REITs creados en 1880 permitían, ya desde entonces, que el impuesto a las ganancias no se pagara a nivel del propio vehículo sino de sus beneficiarios. Este tratamiento impositivo fue luego eliminado hasta 1960, cuando el Presidente Eisenhower lo reimplementó con el objetivo de dinamizar el sector de la construcción, estancado en aquellos años, para así dar acceso al mundo de los bienes raíces a todos los inversores, especialmente a los pequeños. Con esta legislación un nuevo enfoque para la inversión inmobiliaria es instituido a partir de la fusión de lo mejor de los bienes raíces con la inversión basada en acciones.

Este instrumento pretendía una suerte “democratización” del inmobiliario y sus beneficios poniendo al alcance de todos, aquello reservado hasta entonces para los grandes intermediarios financieros, inversores o personas con muchos recursos.

Con épocas de expansión y otras de estancamiento, el gobierno supo detectar aquellos momentos en los que las reformas de legislación eran necesarias, tanto, que estas intervenciones han sido determinantes.

3.2.1. Concepto y funciones de los REITs

Francisco Marcos define al REIT de forma sencilla como “una compañía que gestiona o administra una cartera de bienes inmuebles, susceptibles de explotación comercial para conseguir cierta rentabilidad trasladando los beneficios obtenidos luego a sus socios” (Marcos, y otros, 2010).

De la mano de los REITs los pequeños inversores pueden invertir en activos inmobiliarios e hipotecarios indirectamente³⁰ pero reduciendo riesgos y aumentando la rentabilidad (Zietz , Sirmans, & Friday, 2003) por eso se habla de una democratización del inmobiliario, lo que resulta posible ya que:

- Permite dar liquidez a los activos inmobiliarios, que son esencialmente poco líquidos.
- Profesionaliza la gestión y la dirección lo que facilita y garantiza la inversión en la explotación inmobiliaria a escala.
- Permite la inversión en grandes carteras diversificadas disminuyendo considerablemente los riesgos.
- Posee tratamiento fiscal beneficioso, beneficiándose del llamado “*conduit tax treatment*” por lo cual los beneficios no tributan en su fuente u origen sino cuando el beneficiario del *trust* los recibe en forma de dividendos.

³⁰ Y de manera análoga a si lo hiciesen directamente.

- Exige el reparto anual a los inversores el 90% de los dividendos sujetos a tributación.³¹
- Aunque los actores detallan numerosas clasificaciones, básicamente, las principales son las *Equity REITs*, los *mREITs* o *Mortgage REITs*-, y las híbridas.

3.2.2. Régimen Jurídico de los REITs

Los REITs deben cumplir una serie de requisitos, caso contrario pierden el *status* de tal y dejan de obtener los beneficios fiscales inherentes a su condición pasando a tributar como lo haría una sociedad de capital ordinaria (Marcos, y otros, 2010). Estos son:

- Número máximo de 100 socios.
- El 50% del capital del REIT no puede estar en manos de 5 o menos socios durante la segunda mitad del año. Para asegurarlo, los títulos y certificados incluyen restricciones de transmisibilidad con el fin de evitar la concentración excesiva de capital.
- 75% del patrimonio debe estar invertido en activos inmobiliarios, dinero o valores emitidos por el estado. Se establece además un máximo del 25% en las inversiones de valores inmobiliarios emitidos por otras entidades sin que exista una concentración excesiva de la inversión en un único inversor, con excepción de valores emitidos por el estado.
- Explotación pasiva, en otros términos, no podrán dedicarse a la compraventa de inmuebles como actividad principal.
- El 75% de los beneficios han de ser producto de las rentas por alquiler inmobiliario, ingresos por compraventa de inmuebles o intereses de préstamos hipotecarios sobre inmuebles.
- Sólo hasta un 30% de los ingresos podrá proceder de la compraventa de valores inmobiliarios.

Es importante resaltar que la regulación es compleja y por tanto dada las características y configuración concreta de cada REIT, las condiciones y requisitos podrán variar motivo por lo cual no es posible asumir siempre un tratamiento idéntico para todos.

³¹ Esto en muchos casos supone una desventaja al funcionamiento del REIT ya que lo obliga a depender mucho de la financiación externa mediante el endeudamiento.

Figura 9_ Evolución Jurídica de los US REITs



Fuente: Elaboración propia con datos de NAREIT

3.2.3. La migración del modelo REIT

El régimen estadounidense permite REITs cotizados y no cotizados o incluso REITs cerrados, ofreciendo además de transparencia y liquidez, numerosas como la gestión profesionalizada que garantiza dividendos significativos y rendimientos competitivos posibilitando además la diversificación de la cartera.

Dicho en otros términos, los inversores han visto la oportunidad y respondido a ella lo que queda demostrado en el crecimiento del mercado estadounidense con más de 200 REITs, en 12 sectores, y una capitalización cercana a USD 1,1 trillón representando USD 3 trillones en activos inmobiliarios brutos (NAREIT®, 2017), posible gracias a la periódica revisión del marco jurídico que lo regula pero sobre todo en lo que a la flexibilidad y especialización de sectores se refiere.

Así, a lo largo de casi seis décadas los US REITs fueron creciendo, perfeccionándose y alcanzando formas sofisticadas, convirtiéndose en un hito que luego serviría como modelo para más de 37 países (NAREIT®, 2017). Es más, aquellos países que no tenían la figura en sus legislaciones o directamente desconocían el esquema de negocio, viendo su conveniencia, intentaron acortar brechas y adoptarlo a sus sistemas.

En relación a lo último, lo destacable, y lo que interesa a efectos de este relato son los aspectos fiduciarios del vehículo de inversión y de los gestores que lo dirigen (*trustees*). Esta similitud con la fiducia, el éxito del vehículo y el posicionamiento de América Latina como mercado emergente se convirtieron en las últimas dos décadas en factores claves para la adopción de la figura y su adaptación en las legislaciones latinoamericanas.

3.3. La Convención de La Haya

El acercamiento mencionado, en el concepto total del *trust*, fue posible mediante La Convención de La Haya de 1985 sobre “La Ley Aplicable al *Trust* y su reconocimiento” en un intento de regulación internacional para acortar las diferencias entre los países del Derecho Común y los del Derecho Civil.

Intentando, a decir de Rodríguez Azuero, tender un puente entre ambos sistemas en torno a la figura del *trust*, constituyéndose en una guía para aquellos que deseen adoptarlo, como sucedió, y sucede, en algunos países de Latinoamérica.

De esta forma, la figura del *trust* se ha asimilado tradicionalmente a la sustitución fideicomisaria hecho evidenciado tras el análisis de las legislaciones, partiendo de la mexicana que desde

siempre fue pionera en el tema, siguiendo por la colombiana que supo aprender de las experiencias y llegando a muchos otros, entre ellos Paraguay, que introdujeron los elementos esenciales que caracterizan a este vehículo bajo la acepción de Negocios Fiduciarios, Fideicomisos o Fiducia Mercantil, admitiendo relaciones jurídicas creadas -por acto *inter vivos o mortis causa*- por una persona, el constituyente, mediante la colocación de bienes bajo el control de un *trustee* en interés de un beneficiario o con un fin determinado para dar respuestas a cuestiones tan básicas sobre cómo administrar los bienes de un menor, organizar una sucesión, crear una fundación, concebir un montaje financiero; o como también a otras de alta complejidad como las inversiones institucionales, reconociendo así, la importancia cardinal de este instrumento por las infinitas posibilidades que ofrece y que han sido desde siempre tan aplicadas en el mundo anglosajón.

3.4. El fideicomiso en Latinoamérica

3.4.1. Aspectos generales

Muchos autores coinciden en que “el *trust* es uno de los aportes más relevantes del derecho inglés al derecho universal” y si bien para los juristas latinoamericanos, el hecho de que su comprensión presente cierto grado de dificultad no significó un obstáculo para advertir los múltiples beneficios que el vehículo encierra y con pequeños ajustes, acomodarlo y aplicarlo a sus estructuras de derecho.

Mientras que para el derecho anglosajón la relación fiduciaria que se genera mediante el *trust*, radica en el vínculo de las partes con dependencia y confianza, en el derecho latino, esta relación, es más estrecha y rígida, partiendo de que es considerado un contrato y teniendo en cuenta que por las posibilidades de la figura crea duplicidad con otras ya arraigadas, introduciendo dificultades en su estudio y aplicación.

Por lo expuesto, las legislaciones latinoamericanas que tienen como objeto al fideicomiso, son en su mayoría muy explícitas y precisas en cuanto al concepto, estructura, partes intervinientes y obligaciones. Salvando las particularidades de cada legislación las diferencias más marcadas con el *trust* son:

En cuanto a las partes:

- a. **El constituyente, fideicomitente o fiduciante:** no desaparece una vez constituido el fideicomiso pudiendo exigir el cumplimiento del mismo. Este puede ser beneficiario pero nunca fiduciario.
- b. **Fiduciario:** la principal diferencia con el *trust* es que este papel está reservado a una entidad financiera especializada, responsable de administrar o enajenar el bien para alcanzar la finalidad del fideicomiso, actividad por la cual recibirá una compensación onerosa. Éste no puede ser ni fideicomitente ni beneficiario.³²

De esta forma, el fiduciario ofrece mayor responsabilidad financiera; se halla sometido a inspección del gobierno; está en mejores condiciones de suministrar un servicio eficiente. Además de brindar garantías al estar bajo vigilancia de las Superintendencia de Bancos. “Este, sin duda, es uno de los aportes más interesantes de buena parte de las legislaciones latinoamericanas”. (Goldschmid & Eder, 1954).
- c. **El beneficiario o fideicomisario:** puede ser el fiduciante o un tercero físico o jurídico.

3.4.2. Latinoamérica y los REITs

Latinoamérica, como mercado emergente, se ha posicionado en el mapa de los inversores que buscan, además de diversificar sus *portfolios* y obtener atractivos retornos ajustados al riesgo, capitalizar las oportunidades que ofrece la región.

Una clase media en crecimiento, la población predominantemente joven y un proceso de urbanización creciente³³ podrían citarse como los principales factores que direccionan la atención hacia la zona.

Otro aspecto destacable lo constituye la transformación regulatoria en varios países de los fondos de pensiones, para permitir que éstos puedan destinar un mayor porcentaje de sus haberes a la inversión en fondos inmobiliarios. Brasil, México, Chile y Colombia ya lo han hecho, y es comprensible pues en cifras, los fondos de pensiones de estos países representan USD 770 millones, de los cuales sólo un pequeño porcentaje está invertido en propiedades. Por tanto, con este nuevo marco regulatorio, aumentará la exposición a los activos inmobiliarios.

³² Entre los primeros podemos citar a Colombia, Perú, Argentina, Paraguay, Bolivia, Honduras, Venezuela, Guatemala, El Salvador, México, Costa Rica, Panamá, Ecuador y Quebec aunque este último no se incluya en Latinoamérica. Entre los segundos: Chile y Brasil (Colombia con anterioridad en la ley 45 de 1923, hoy derogada). (Rodríguez Azuero, 2013)

³³ Actualmente se estima que un 80% de la población de la región vive en centros urbanos, cifra solamente superada por EEUU, según datos del Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de la ONU.

En relación a lo anterior, el bajo desarrollo del mercado de REITs, impide que el negocio crezca exponencialmente, ya que hace del inmobiliario, en la mayoría de los países, un negocio poco líquido. Sólo Brasil y México poseen un vehículo funcionando bajo el esquema REITs.

Brasil, cuenta con los FII –*Fundos de Investimento Imobiliário*- que si bien están regulados desde 1993, se los podría considerar un instrumento de inversión relativamente nuevo ya que su desarrollo no tuvo lugar hasta el 2003, cuando empezaron a cotizar los primeros fondos en BM&fBOVESPA, actualmente B3. No obstante, el país presenta una industria de FII desarrollada y de gran tamaño que de acuerdo con la Comisión de Valores Mobiliários³⁴ –CVM-, a noviembre del 2017, presentaban 323 fondos con un patrimonio líquido total de USD 21,61 billones (R\$ 69.78); de los cuales 133 están registrados en B3. Cabe destacar, que si bien los FII guardan ciertas diferencias con los US REITs, por sus características y funcionamiento, se engloban en la categoría del REIT.

México, por otra parte, tiene sus FIBRAS -Fideicomisos en Infraestructura y Bienes Raíces- que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores –BMV- planteado a imagen de los US REITs, funcionando desde el 2011 en un mercado, que si bien ya cobró fuerza, es aún incipiente.

El resto de los países cuenta con legislaciones sobre fideicomiso pero la titularización es opcional y por el momento solo Colombia, Chile y Perú tienen “negocios fiduciarios de renta” cotizando. De todas formas, todo parece indicar que varios integrantes de la región pronto se acoplaran al modelo REIT por la accesibilidad, diversificación, flexibilidad y transparencia que suponen para los inversores.

La coyuntura de los países latinoamericanos está generando oportunidades en un escenario prometedor para quienes deseen invertir. El mercado inmobiliario, el segundo más atractivo de América Latina, apenas superado por el de consumo³⁵, está experimentando la llegada de inversores internacionales, pese a la situación de las grandes economías del continente ya que muchos de ellos poseen estrategias anticíclicas y horizontes a largo plazo. Esto explica que jugadores importantes como Blackstone, Tishman Speyer, Equity International y PGIM Real Estate, los fondos de pensiones canadienses CPPIB, CDPQ y PSP Investments, los fondos soberanos GIC, y ADIA y los fondos alemanes Union Investment y GLL Partners hayan apostado ya sus fichas (LAVCA, Latin American Private Equity & Venture Capital Association, 2017).

³⁴ Organismo independiente vinculado al Ministerio de Economía de Brasil, encargado de supervisar los mercados de valores.

³⁵ Según LAVCA, Latin American Private Equity & Venture Capital Association

4. EL FIDEICOMISO EN PARAGUAY

En los últimos años se ha escuchado, cada vez con más frecuencia, acerca del Fideicomiso, principalmente por uno de los indicadores más importantes en el crecimiento económico del país, el de la construcción convertido en la última década en uno de los pilares de la economía. En ese sentido, los actores del sector poco estaban al tanto del mundo fiduciario asociado casi siempre a la actividad bancaria. Por ello la importancia de conocer y manejar los conceptos y alcances de este vehículo de inversión y así obtener una mejor apreciación sobre las inmensas posibilidades de este modelo de negocio que cada día está ganando más adeptos por las garantías que ofrece.

4.1. Aspectos legales

4.1.1. Noción

El marco legal que regula los negocios fiduciarios se encuentra, en primer lugar, configurado por la Ley N° 921 “De los negocios fiduciarios” sancionada en el año 2006 y, en segunda instancia por la Resolución N° 12 - Acta N° 6 “Reglamento de las operaciones fiduciarias”³⁶ del BCP del 2011 que fija los criterios técnicos y jurídicos para el cumplimiento de las disposiciones legales y señala los procedimientos para su cabal aplicación.

El negocio fiduciario se define como un acto por el cual una persona llamada fiduciante, fideicomitente o constituyente, entrega a otra, llamada fiduciario, uno o más bienes especificados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos, con el propósito de que ésta los administre o enajene y cumpla con ellos una determinada finalidad, bien sea en provecho de sí misma o de un tercero llamado fideicomisario o beneficiario” (Ley N° 921 De negocios fiduciarios, 1996)³⁷. Pudiendo ser objeto del mismo toda clase de bienes o derechos cuya entrega no esté prohibida por ley.

La ley establece dos modalidades, con o sin transferencia de la propiedad de los bienes fideicomitidos, llamándose “fideicomiso” o “encargo fiduciario”, respectivamente.

³⁶ Que deja sin efecto la Resolución N° 6, Acta N° 104 de fecha 22 de noviembre de 2004 del Directorio de la Institución. (Resolución BCP N°12 Reglamento de operaciones fiduciarias, 2011)

³⁷ Artículo 1° - Concepto de Negocio Fiduciario.

El negocio fiduciario podrá constituirse o celebrarse por acto entre vivos con sujeción a las formalidades establecidas en el Artículo 4° de la Ley³⁸, o por acto testamentario con sujeción a las reglas del derecho sucesorio consagradas en el Código Civil Paraguayo.

4.1.2. El patrimonio de afectación

Separados de los conceptos, en lo que a patrimonio de afectación respecta, en el fideicomiso la transferencia de la propiedad de los bienes fideicomitados da lugar a la formación de un patrimonio autónomo o especial, el cual queda afectado al cumplimiento de la finalidad señalada por el fideicomitente en el acto constitutivo, garantizando únicamente las obligaciones contraídas por el fiduciario en pos del cumplimiento de dicha finalidad, motivo por el cual éste siempre deberá expresar en qué calidad actúa.

Para que esto sea efectivo se deberá realizar la separación económica y contable de los bienes fideicomitados, ya que bajo ninguna circunstancia podrán mezclarse o confundirse con los propios del fiduciario ni con otros negocios de la misma naturaleza bajo la administración de éste. Dicho de forma más clara, el fiduciario no podrá registrar contable ni financieramente como propios los bienes que haya recibido en virtud de un negocio fiduciario.

Por ello, en ningún caso podrán ser perseguidos judicialmente por los acreedores del fideicomitente, mientras los del beneficiario únicamente podrán perseguir los rendimientos que le reporten los bienes fideicomitados, lo que quiere decir que la ejecución del fideicomiso está protegida.

³⁸ Formalidades:

- Si se trata de un encargo fiduciario y por tanto no conlleva la transferencia de la propiedad su perfeccionamiento no estará sujeto a formalidad especial alguna, pero deberá efectuarse su entrega material, circunstancia de la cual quedará constancia escrita.
- Si es un fideicomiso que tiene por objeto la transferencia de bienes muebles “fideicomiso”, se perfeccionará por el simple consentimiento de las partes contratantes expresado mediante contrato escrito y la tradición se efectuará mediante la entrega material de los mismos.
- Si la transferencia de la propiedad de los bienes fideicomitados se encuentra sujeta a registro, el respectivo negocio fiduciario deberá constar en instrumento público que se inscribirá en el registro público en el que aquéllos se hallen inscriptos.
- Si dentro de los bienes cuya propiedad se transfiere existen inmuebles, el negocio fiduciario no se perfeccionará mientras no se haya otorgado la correspondiente escritura pública y efectuada la inscripción del título en la respectiva oficina de registro.

Entonces, lo que caracterizan a este es la traslación de la propiedad, el patrimonio separado y la intangibilidad de los bienes fideicomitidos.

Si bien, como se ha visto en el desarrollo realizado, uno de sus elementos esenciales lo constituye la transferencia de la propiedad, la ley paraguaya excede la concepción clásica del negocio y prevé que pueda existir el mismo, inclusive sin la transferencia del dominio, por lo que se asimila, específicamente en este último caso, a un contrato de mandato.

Inclusive la ley hace directa alusión a esta circunstancia, dando un nombre específico según haya una transferencia o no de bienes, y por consiguiente una modificación en el estado patrimonial de las partes.

Los encargos fiduciarios, por no conllevar la transferencia de la propiedad de los bienes fideicomitidos, no dan lugar a la formación de un patrimonio autónomo o especial. Si bien dichos bienes deben destinarse al cumplimiento de la finalidad señalada por el fideicomitente en el acto constitutivo a éstos se les aplicarán, en lo pertinente, las disposiciones relativas al fideicomiso y, subsidiariamente, las disposiciones del Código Civil que regulan el contrato de mandato³⁹, en cuanto unas y otras sean compatibles con la naturaleza propia de estos negocios y no se opongan a las disposiciones especiales previstas en esta ley y su reglamentación (Céspedes Pérez, 2015).

4.1.3. Partes intervinientes

Son tres partes las intervinientes en los encargos o negocios fiduciarios.

- a. **El fideicomitente, fiduciante o constituyente:** Acorde a la ley, sólo pueden tener la calidad de tal las personas, físicas o jurídicas, que tengan la capacidad necesaria para hacer la afectación de bienes que implica la celebración del negocio fiduciario; y las autoridades judiciales o administrativas competentes, cuando se trate de bienes cuya guarda, conservación, administración, liquidación, reparto o enajenación les corresponda a ellas o a las personas que designen para el efecto.

Este será quien designe al fiduciario como también a los beneficiarios del acto y quien abone al primero su remuneración. Podrá revocar el negocio siempre que se haya reservado esa facultad en la constitución del mismo.

- b. **El fiduciario:** La asignación de la función del fiduciario cae en un gestor profesional según lo que estipula el marco legal, de acuerdo al cual podrán tener calidad de fiduciarios los

³⁹ Código Civil, Libro Tercero, Título I, Capítulo VII

bancos, empresas financieras y empresas fiduciarias. Mientras que los dos primeros podrán celebrarlo con sujeción a la reglamentación, la última, deberá ser autorizada por el BCP⁴⁰ y quedará sujeta a la supervisión y vigilancia de la Superintendencia de Bancos. En ningún caso el fiduciario podrá reunir la calidad de fideicomitente o de beneficiario, vale decir que ninguna agencia financiera inscrita a los fines fiduciarios puede ser sujeto activo o pasivo en un negocio fiduciario.

El fiduciario será responsable de administrar libremente los bienes fideicomitados, con sujeción a la finalidad señalada, pudiendo mudar su forma pero conservando siempre su integridad y valor, salvo que se haya estipulado lo contrario en la constitución del negocio. Por ende, tendrá la libertad de celebrar y ejecutar todos los actos y contratos indispensables para el efecto, procurando un mayor rendimiento y velando en lo posible por la adecuada seguridad y liquidez de las inversiones (Ley N° 921 De negocios fiduciarios, 1996).

Sobre lo anterior, cabe aclarar que las obligaciones contraídas por el fiduciario tienen carácter de obligaciones de medio y no de resultado. Dicho en otros términos, las pérdidas originadas con aras al cumplimiento del mandato, no imputables a negligencia o imprudencia, afectarán al fideicomitente o al beneficiario, según sea el caso (Ley N° 921 De negocios fiduciarios, 1996).

El fiduciario percibirá por su gestión la remuneración expresamente pactada o en su defecto, la usual para este género de negocios. Sin embargo, no se podrán establecer formas de remuneración se mimetice la garantía de un resultado ni podrá consistir en la totalidad o parte de las utilidades, ganancias o beneficios que se generen.

- c. **El beneficiario o fideicomisario:** Pueden ser beneficiarios o fideicomisarios las personas físicas o jurídicas que tengan capacidad de goce para recibir las prestaciones económicas o beneficios que el fideicomiso implica, pudiendo recaer la figura en el propio fideicomitente, o en un tercero; en este caso y mientras no medie su aceptación expresa o tácita el beneficio podrá ser revocado por la sola voluntad del fideicomitente.

El negocio fiduciario puede celebrarse en favor de uno o varios beneficiarios o fideicomisarios; puede hacerse sin designar beneficiario, siempre que su fin sea lícito y determinado y que la existencia de éste sea posible y se realice dentro del término de su

⁴⁰ Para el efecto deberán acreditar el cumplimiento de los requisitos establecidos en la Ley N° 921/96, Capítulo IV, Artículo 22°.

duración, de suerte que sus fines puedan tener plenos efectos. Un ejemplo para entender lo último sería el de la construcción de obras civiles, donde uno o varios fideicomitentes entregan, el capital, la administración y ejecución de la obra al fiduciario bajo su responsabilidad, y una vez finalizada y hechas las rendiciones se procede a ofertar el inmueble para la venta o alquiler (Céspedes Pérez, 2015).

El fideicomisario tendrá derecho de exigir el cumplimiento de las obligaciones al fideicomitente, impugnar actos anulables al fideicomisario, solicitar la remoción del fiduciario por causas justificadas y requerir el inventario de los bienes fideicomitados.

4.1.4. El contrato fiduciario

Como ya era explicado, el fideicomiso conforme a nuestra tradición jurídica es perfeccionado con el contrato, ya que para exista un encargo de una persona a otra, un acuerdo de voluntades deberá ser celebrado entre éstas. En él se reglarán sus derechos como les parezca, siempre y cuando lo hagan dentro de los límites establecidos por las leyes.

El contrato fiduciario se funda sobre dos elementos gravitatorios, la confianza y el encargo. Por ello, se generará una combinación entre un derecho real en primer lugar, por el cual se produce una transmisión plena, y a través del cual se otorga la confianza citada; y por otra parte, una vinculación a un derecho obligacional, en virtud del cual se moderan o atenúan, los derechos que habría tenido el propietario (Rodríguez Azuero, 2013). Considerando esto, es que las regulaciones buscan ofrecer las máximas garantías para que la finalidad, propósito fundacional del contrato sea cumplida.

El fideicomiso inmobiliario es el que mejor retrata, en términos prácticos, al contrato ya que para la ejecución de proyectos de construcción, el fideicomitente transfiere al fiduciario, de manera irrevocable, la titularidad del derecho de dominio sobre un bien inmueble con el objeto de que este lo administre y/o desarrolle un proyecto de conformidad con las instrucciones señaladas en el acto constitutivo y enajene las unidades resultantes de su ejecución a personas distintas de aquél o de sus beneficiarios (Resolución BCP N°12 Reglamento de operaciones fiduciarias, 2011).

4.2. Aspectos técnicos

4.2.1. El control estatal en la fiducia

Se ha hecho hincapié en que el éxito de la fiducia en América Latina se debía en parte a la garantía que ofrecía a los inversores el hecho de reservar el rol de fiduciario a entidades especializadas. Sin embargo, la intervención estatal llevada a cabo la Superintendencia de Bancos existe otro factor gravitante y determinante en el desarrollo de los fideicomisos, convirtiéndose en un jugador clave en lo que a funciones de vigilancia y control sobre la debida ejecución del encargo respecta.

La Superintendencia de Bancos es entonces responsable de la inspección y autorización, si correspondiera, de los fiduciarios como también de la supervisión y control de todas las operaciones enunciados en la Resolución del BCP⁴¹, como aquellas que no aparezcan pero se celebren dentro de los límites y condiciones generales consagradas.

4.2.2. Fiduciarios autorizados

Los bancos, las financieras, las empresas fiduciarias y la Agencia Financiera de Desarrollo están autorizadas de manera general para celebrar y ejecutar, en calidad de fiduciarios, las operaciones y negocios fiduciarios siempre y cuando cumplan con los requisitos establecidos en la Ley N° 861/96 "General de bancos, financieras y otras entidades de crédito"⁴², sólo comunicándolo en el plazo establecido a la Superintendencia de Bancos.

No procede la autorización general para la constitución y funcionamiento de Fondos Comunes de Inversión y la estructuración de procesos de titularización de Activos Subyacentes, los cuales

⁴¹ Operaciones de fiducia de inversión; fiducia para el financiamiento de las actividades públicas; fiducia de garantía y fuente de pago; fiducia para la administración inmobiliaria de proyectos de construcción; fiducia para la movilización de activos ilíquidos o titularización; fiducia que tengan por finalidad la colocación entre el público, bajo la modalidad de mayores esfuerzos, esto es, sin garantía de su colocación, de todo o parte de una emisión de títulos o valores, a un precio fijo o no y dentro de un plazo determinado; fiducia que tengan por finalidad gestionar las suscripciones correspondientes a una emisión de bonos, o controlar las integraciones y su depósito, o ejercer la representación de los futuros tenedores y la defensa conjunta de sus derechos e intereses durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación; fiducia en los casos previstos en la Ley N° 2334/03 "De garantía de depósitos"; fiducia para la estructuración de programas de financiamiento de obras de infraestructura pública; fiducia para programas de financiamiento, para financiar proyectos habitaciones, viviendas individuales, micro, pequeñas y medianas empresas.

⁴² Artículos 18° y 42°

requerirán de la autorización previa de la Superintendencia de Bancos por comprometer recursos del público y de la Comisión Nacional de Valores cuando se pretenda realizar una oferta pública.

4.3. Aspectos fiscales aplicables a los negocios fiduciarios

Según lo establecido en el Artículo 37° de la ley, “los negocios fiduciarios se consideran comprendidos dentro del hecho generador del IRP” (Ley N° 921 De negocios fiduciarios, 1996).

Cabe aclarar que esto hace referencia a las utilidades que genere el fideicomiso que cuando se la retorne a los beneficiarios quedarán gravados por el IRP. Sin embargo, no queda claro si se debe tratar como un dividendo de sociedades y ser solo gravado en un 50%; o como un rendimiento de capital, por tanto gravado en un 100% (Mascareño, 2017).

Por otra parte, la reglamentación expone que “para todos los efectos tributarios a que haya lugar, los negocios y operaciones fiduciarias quedan excluidos del concepto de enajenación y, por consiguiente, estarán exentos del IVA” (Ley N° 921 De negocios fiduciarios, 1996).

No obstante, la transferencia de bienes para la conformación del patrimonio autónomo, si están alcanzados por IVA, con una base imponible reducida del 1% sobre la que se aplica la tasa de este impuesto, Mientras que cuando el objeto sea un inmueble es aplicada la tasa del 5% sobre el 1% del valor del bien transferido (Mascareño, 2017).

Ya constituido el patrimonio autónomo se inscribe como contribuyente y paga IVA e IRACIS⁴³ por sus actividades.

En este punto, vale la pena hacer mención al hecho de que la ley es ambigua en algunos puntos sobre el tratamiento que tienen los fideicomitentes y los beneficiarios (Mascareño, 2017).

También estarán exentos de impuesto los servicios fiduciarios que prestan las fiduciarias, incluyendo la remuneración que perciban por su gestión. (Ley N° 921 De negocios fiduciarios, 1996).

Finalmente, estarán exentos del Impuesto a los Actos y Documentos los instrumentos públicos o privados en que se haga constar la constitución, modificación, extinción o liquidación de un negocio fiduciario; o aquellos en que consten las operaciones y negocios jurídicos celebrados por el fiduciario en cumplimiento de la finalidad señalada en el acto constitutivo del negocio

⁴³ Impuesto a la Renta Comercial, Industrial o de Servicios

fiduciario; y los títulos emitidos en desarrollo de negocios fiduciarios que tengan por objeto la estructuración de procesos de movilización de activos o titularización. (Céspedes Pérez, 2015)

4.4. Principales productos para la inversión inmobiliaria

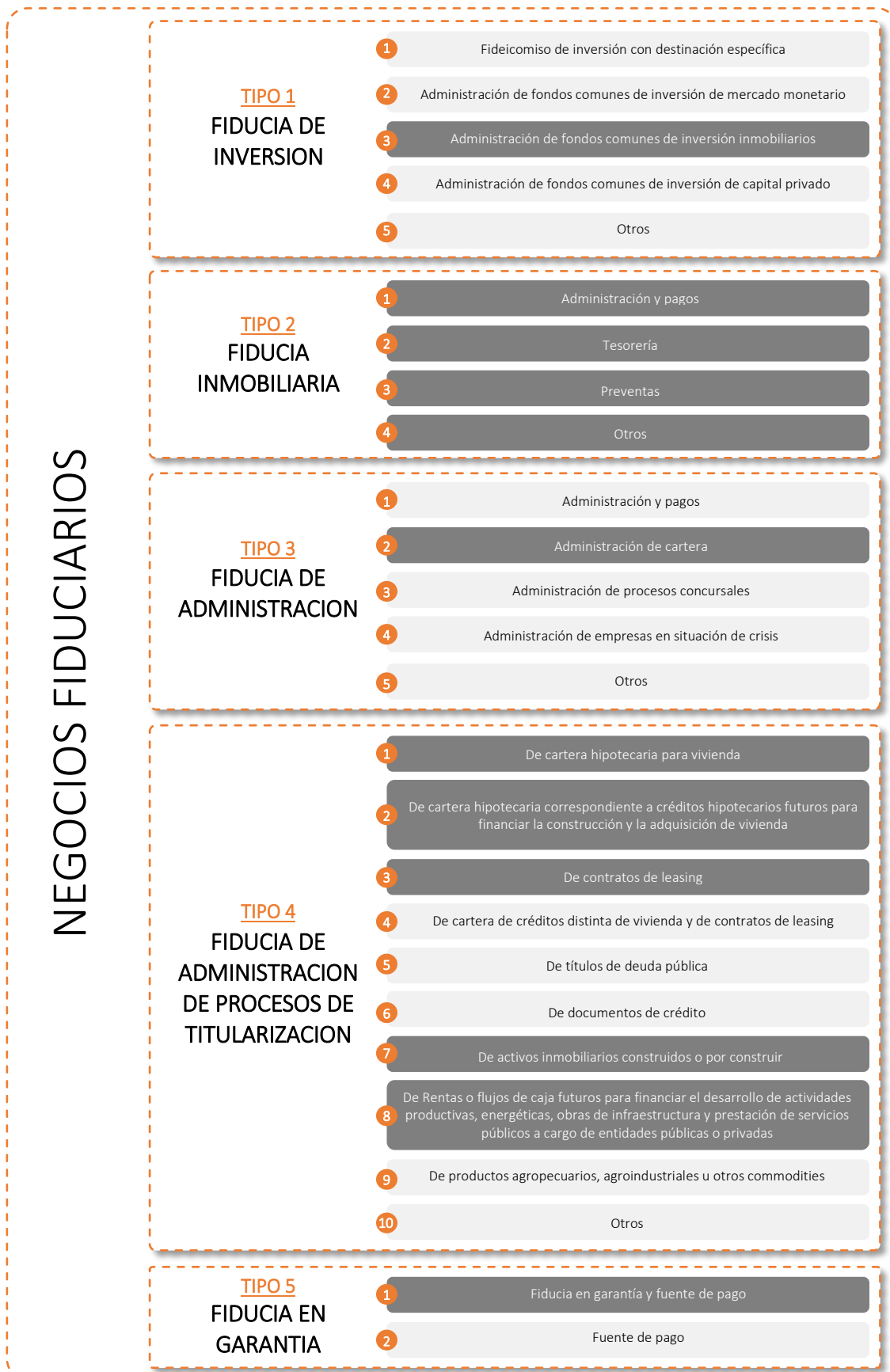
Rodríguez Azuero, uno de los autores latinoamericano que más ha escrito sobre fideicomiso, establece cuatro modalidades o criterios de clasificación para los productos fiduciarios, sabiendo siempre que las posibilidades que ofrecen éstos son ilimitadas (Rodríguez Azuero, 2013):

- a. **La función económica del bien:** ya sea para administración, inversión, titularización o garantía.
- b. **El bien objeto del negocio:** acorde a la naturaleza del bien objeto del negocio en torno al cual se estructuran los servicios prestados por la fiduciaria, si es inmobiliario, bonos o manejo de dinero.
- c. **La naturaleza del fideicomitente:** pública, si el fideicomitente es una entidad estatal o privada, si los constituyentes son particulares.
- d. **La posición de la Superintendencia de Bancos:** teniendo en cuenta las disposiciones contables de ésta, los negocios fiduciarios se clasifican en cinco tipos, subdivididos en subtipos, que es la que se considera a efectos del presente documento y según se detalla en el cuadro a continuación.

Los fideicomisos se clasifican en cinco grandes grupos, divididos a su vez en subtipos no taxativos. En la figura se resaltan aquellos vinculados directa o indirecta con el sector de la construcción, sea inmobiliario o de infraestructura, evidenciando una vez más el amplio abanico de posibilidades que ofrece el fideicomiso.

A continuación, se explica a brevemente lo que implica cada tipo pero se ahonda solo en aquellos subtipos pertinentes al campo de estudio objeto del presente.

Figura 10_ Clasificación de los Negocios Fiduciarios



4.4.1. Fideicomisos de inversión

Entiéndase como fiducia de inversión a aquella en la cual se consagre como finalidad principal o se prevea la posibilidad de invertir o colocar, a cualquier título, sumas de dinero, de conformidad con las instrucciones expresamente impartidas por el fideicomitente bajo su responsabilidad.

Cabe aclarar que la legislación paraguaya, cuando el fideicomitente no deja instrucciones claras, obliga a la fiduciaria a realizar las colocaciones en títulos o documentos del mercado bursátil de adecuada seguridad, rentabilidad y liquidez y, en su defecto, en el fondo común de mercado monetario que administre.

Las entidades fiduciarias podrán celebrar negocios fiduciarios de inversión sin que para ello se requiera de autorización previa de la Superintendencia de Bancos siempre que no se traten de fondos comunes de inversión, los cuales sólo podrán entrar en operación previa autorización de ésta.

Fondos comunes de inversión

Los fondos comunes de inversión son vehículos de administración de sumas de dinero u otros activos, no tienen el carácter de sociedades y carecen de personería jurídica. Estos están conformados con los aportes de un número plural de personas determinables, cuyos derechos de participación son representados en cuotas partes cartulares o escriturales, los cuales son administrados de manera colectiva por el fiduciario para la conformación de un portafolio de inversiones.

Los documentos representativos de estas participaciones serán nominativos y podrán negociarse en el mercado público de valores, previo cumplimiento de los requisitos establecidos por la Comisión Nacional de Valores e inscripción en la Bolsa de Valores. Estas cuotas partes podrán estar desmaterializadas cuando se trate de darles liquidez a través del mercado secundario de valores.

Los fondos comunes podrán ser de i. Mercado monetario; ii. Inmobiliario; y iii. Capital privado. No obstante, se admiten otros con la autorización correspondiente.

Los adherentes participarán en los rendimientos financieros generados por el respectivo fondo, sea que ellos se deriven de intereses devengados, dividendos, valorizaciones técnicamente establecidas de los activos que lo integran o cualquier otro ingreso.

Subtipo 3_ Administración de fondos comunes de inversión inmobiliarios

Son aquellos cuya cartera de inversión está integrados por lo menos por un 60% por bienes inmuebles ubicados en el país y en el extranjero. Según el Artículo 17° de la Resolución, estos podrán:

- a) Realizar depósitos en cuentas corrientes bancarias o de ahorros e invertir en fondos comunes de inversión de mercado monetario distintos de los propios, con el propósito de atender sus requerimientos de liquidez.
- b) Suscribir contratos de promesa de compraventa y opción, incluso cuando el proyecto de construcción se encuentre en proceso de desarrollo. Con un plazo máximo de dos años para ejecutarlo.
- c) Obtener créditos de instituciones financieras para la adquisición de bienes inmuebles, según lo estipulado por el Fondo.
- d) Aceptar aportes en inmuebles si el reglamento del Fondo lo permitiese.

A diferencia de los REITs, la regulación no es taxativa sino que enuncia unas estipulaciones básicas que deben ser definidas para la formación de los fondos y que se constituirán en un reglamento⁴⁴ “a medida”. Por tanto, existirán tantas casuísticas como fondos hayan.

4.4.2. Fideicomisos inmobiliarios

Mediante el análisis de las formas de aplicación de esta figura en distintos países⁴⁵ dentro de la amplia gama de posibilidades a las que se evoca con la expresión de fiducia inmobiliaria. Es posible afirmar que este es uno de los campos más fértiles y de mayor atractivo para el fideicomiso. El desarrollo de proyectos inmobiliarios en los cuales la presencia de numerosas

⁴⁴ Los reglamentos definirán entre otras cosas: la duración, la naturaleza del patrimonio, número de adherentes, montos mínimos para la vinculación y permanencia, plazo para desembolsos, porcentaje máximo de participación, asambleas, causales de disolución, política de inversión, perfil de riesgo y calificación, parámetros para el manejo de las operaciones en el mercado de capitales, etc.

⁴⁵ Argentina tiene gran tradición en la aplicación de fideicomisos inmobiliarios tanto a precio fijo –en cuyo caso los riesgos son asumidos por el fideicomitente; como también al costo o precio variable –en el cual los intervinientes asociados contemplan la posibilidad de beneficiarse de una reducción de costes, frente a los precios que obtendrían en el mercado, pero barajando y asumiendo el riesgo de que ocurra lo contrario.

partes, con intereses distintos y no pocas veces contrapuestos y la necesidad de brindar una garantía suficiente a todos los intervinientes, explica su enorme suceso (Rodríguez-Azuero, 2007).

En general, el fideicomiso inmobiliario constituye una figura versátil y práctica para el desarrollo de todo tipo de inversiones y proyectos inmobiliarios por el control sobre su ejecución y la transparencia, garantizada por la gestión profesional de la fiduciaria, en la aplicación de los recursos (bienes y derechos afectados al fideicomiso por los diferentes constituyentes) que están destinados al proyecto inmobiliario global sin que dichos recursos se desvíen para otros fines distintos.

En este aspecto la figura del promotor cobra relevancia, ya que muchas veces determina el emprendimiento, define la locación, realiza los estudios de factibilidad, reúne a los interesados, etc. Por ello, muchas veces se encuentra en condiciones de pactar contractualmente un porcentaje de derecho sobre los beneficios del negocio fiduciario, exclusividad en la preventa y venta u otro acuerdo.

En cuanto a la asunción de riesgo, el fideicomiso inmobiliario puede ser a precio fijo cuando el fideicomitente asume los desfases en los presupuestos de costos y al costo cuando lo absorben los terceros adquirentes o inversionistas.

Subtipo 1_ Administración y pagos

La fiduciaria administra el proyecto inmobiliario, efectúa los pagos y transfiere las unidades.

Subtipo 2_ Tesorería

La fiduciaria se ocupa de la inversión y administración de los recursos en efectivo destinados a la ejecución del proyecto inmobiliario.

Subtipo 3_ Preventa

La fiduciaria efectúa el recaudo del dinero proveniente de la promoción y preventa a interesados en adquirir inmuebles hasta que se cumplan las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso respectivo.

Subtipo 4_ Otros

4.4.3. Fideicomisos de administración y pagos

Son aquellos en los cuales se entregan bienes a una fiduciaria, ya sea como negocio o encargo, para que los administre y gestione acorde a lo pactado con el constituyente y destine los rendimientos, si los hubiera, al cumplimiento de la finalidad señalada.

A efectos de los negocios inmobiliarios interesa el **Subtipo 2_ Administración de carteras**, que es negocio fiduciario que tiene como finalidad principal la administración de carteras productivas e improductivas de entidades financieras y/o del sector real (Resolución BCP N°12 Reglamento de operaciones fiduciarias, 2011).

En este aspecto, la administración ya sea de activos financieros (NPLs), inmobiliarios o la gestión combinada, encuentra un nicho, ya sea por venta de deudas para capitalización de la banca o por cesión en la gestión de carteras.

4.4.4. Fideicomisos de administración de procesos de titularización

La titularización en Paraguay se encuentra vinculada al mercado de capitales más que a la actividad bancaria, como sucede en otros de la región. Por lo que es regulada por la Comisión Nacional de Valores, moviéndose en la órbita de agentes del mercado bursátil. Cabe destacar, que este modelo de negocio fiduciario no es el único que permite llevar a cabo la titularización, existen otros como los fondos comunes, pero definitivamente es éste el que mejor se ajusta a la finalidad.

La titularización⁴⁶ es resultado de un proceso de maduración del mercado de capitales, en virtud del cual, los empresarios dejaron de acudir directamente a los intermediarios financieros para demandar recursos de los inversionistas institucionales y de particulares (Rodríguez Azuero, 2013).

Específicamente, “es un proceso jurídico y financiero de movilización de activos, que consiste en el agrupamiento o empaquetamiento de bienes presentes o futuros generadores de flujo de caja, denominadas Activos Subyacentes, mediante la creación de una estructura autofinanciada a través de la conformación de un patrimonio autónomo encargado de emitir valores” donde el flujo de caja será la fuente de pago de los títulos emitidos (Resolución BCP N°12 Reglamento de operaciones fiduciarias, 2011).

⁴⁶ Llamada también titulización o securitización.

Por tanto, a través de la titularización es posible transformar en efectivo, activos fijos o de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldadas en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de aquellos.

El mecanismo, sin duda, es típicamente fiduciario, porque supone la transferencia de unos activos a un agente, para que con el respaldo del patrimonio conformado por ellos, emita títulos de deuda o participación (Rodríguez Azuero, 2013).

La proyección del flujo de caja derivado u originado de los activos subyacentes determinará la estructura financiera de los procesos de titularización, a partir de la generación de escenarios de tensión en los que se definan las condiciones y riesgos asociados a los títulos que se pretendan emitir. En una siguiente instancia, y con base en los escenarios elaborados, se establecerá la probabilidad de insuficiencia o defecto del flujo de caja en términos de monto y oportunidad, que podría darse en el pago de los títulos emitidos y finalmente, en relación a lo anterior definir las condiciones y características de éstos.

En el fideicomiso de titularización, a diferencia de los demás tipos, intervienen más sujetos,

- a- **La originadora o constituyente:** la persona natural o jurídica que transfiere los activos subyacentes base del proceso de titularización.
- b- **El agente de manejo:** papel que recae en la fiduciaria, quien como titular jurídico de los Activos Subyacentes que conforman el patrimonio autónomo emite los títulos o valores, recauda los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de su carácter de emisor.
- c- **La administradora:** entidad responsable de la conservación, custodia y administración de los Activos Subyacentes objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de éstos. Puede tener esta calidad la originadora misma, el agente de manejo o una entidad diferente.
- d- **La colocadora:** facultada por su objeto social, puede actuar como suscriptor profesional, conforme al régimen legal pertinente. Su existencia no es esencial en los procesos de titularización que no sean de oferta pública, toda vez que la emisión pueda ser colocada directamente por el agente de manejo o celebrando al efecto un contrato de comisión.

Los subtipos de esta tipología de fideicomiso van acorde al objeto que actuará como Activos Subyacentes susceptible de titularización son (Resolución BCP N°12 Reglamento de operaciones fiduciarias, 2011):

Subtipo 1_ De cartera hipotecaria para vivienda

Subtipo 2_ De cartera hipotecaria correspondiente a créditos hipotecarios futuros para financiar la construcción y la adquisición de viviendas

Subtipo 3_ De contratos de leasing

Subtipo 7_ De activos inmobiliarios construidos o por construir

Subtipo 8_ De rentas o flujos de caja futuros para financiar el desarrollo de actividades productivas, energéticas, obras de infraestructura y prestación de servicios públicos a cargo de entidades públicas o privadas.

4.4.5. Fideicomisos de garantía

Constituye una de las posibilidades más interesantes de los negocios fiduciarios, ya que el fideicomitente –que puede ser el deudor o no- transfiere a la fiduciaria, de manera irrevocable, la titularidad de un derecho o la propiedad de uno o más bienes especificados, con el objeto de respaldar el cumplimiento de una obligación, presente o futura, constituida o por constituir, a su cargo o a cargo de un tercero respecto del cual aquél desea servir como garante, a favor de uno o más acreedores beneficiarios, estableciéndose como finalidad que, ante el incumplimiento del deudor, los créditos asegurados se cancelen por el fiduciario mediante la enajenación de los bienes fideicomitidos.

Su ventaja en los desarrollos inmobiliarios puede encontrarse en la utilización de este vehículo como medio de garantía, en lugar de la hipoteca. Ambos, instrumentos contractuales, regulados y destinados a garantizar obligaciones financieras contraídas.

La diferencia radica en que la hipoteca grava el inmueble, el cual continúa en poder del constituyente, por lo que es prioritariamente tenida en cuenta por los acreedores al momento de requerir las garantías a los deudores. Además, se extiende a todo lo edificado y/o plantado en el mismo, dicho en otros términos, toda la propiedad es patrimonio de afectación.

Mientras que en el fideicomiso, el fideicomitente transfiere la propiedad de un inmueble constituyendo un patrimonio autónomo, con el propósito de asegurar el cumplimiento de determinadas obligaciones, en favor de uno o más acreedores –con o sin preferencias- en caso de incumplimiento del deudor. Al formar un patrimonio autónomo destinado a responder a créditos específicos quedan excluidos de terceras acreencias. Por otro lado, el resto de los bienes del deudor no quedan expuestos a acciones legales o judiciales de los acreedores.

Finalmente, el fideicomiso de garantía representa costes menores, no solo por estar exento del Impuesto de Actos y Documentos sino además porque éste puede ser realizado y liquidado de forma privada, y por ende, a diferencia de la hipoteca, los gastos de ejecución son reducidos significativamente al quedar el procedimiento fuera de lo judicial.

En caso de ejecutarse la garantía y existir un remanente, éste será devuelto al deudor o fideicomitente. Por otra parte, si la obligación fuese cumplida sin la ejecución de la garantía, es posible mantener el bien en garantía fiduciaria para cubrir futuras operaciones financieras sin necesidad de volver a constituir otros fideicomisos.

4.5. Ventajas y beneficios

Tras repasar, el marco jurídico y técnico de las diferentes tipologías de fideicomiso, podemos enunciar algunos puntos como sus principales ventajas:

- Instrumento ágil, flexible, seguro y rápido para la estructuración y desarrollo de la inversión inmobiliaria en economías complejas con cierta exposición al riesgo.
- Evita la creación de sociedades con objetos específicos y por tanto supone menores costes de constitución y de ejecución.
- Minimiza los riesgos ya que se constituye en un patrimonio autónomo distinto al del fiduciante, al del fiduciario y al de los beneficiarios. Por lo que la quiebra de alguno de ellos no supone la del fideicomiso, y los acreedores de las partes no pueden accionar contra éste.
- La gestión profesional garantiza la transparencia en el manejo de los bienes y la eficacia de los procesos.
- Acelera los plazos de ejecución en caso de incumplimiento ya que el fiduciario realiza la liquidación automática sin necesidad de recurrir a la justicia.
- Transferencia de las obligaciones impositivas a los beneficiarios.
- En la fiducia de garantía, maximiza la utilización de las garantías en el marco de desarrollos inmobiliarios en comparación a otros instrumentos de respaldo de las obligaciones financieras. Además, el mismo patrimonio puede garantizar futuras operaciones sin necesidad de volver a constituir un fideicomiso.
- En la fiducia de inversión y administración de procesos de titularización, los derechos fiduciarios pueden ser negociables en el mercado secundario.

4.6. Evolución de los negocios fiduciarios en Paraguay

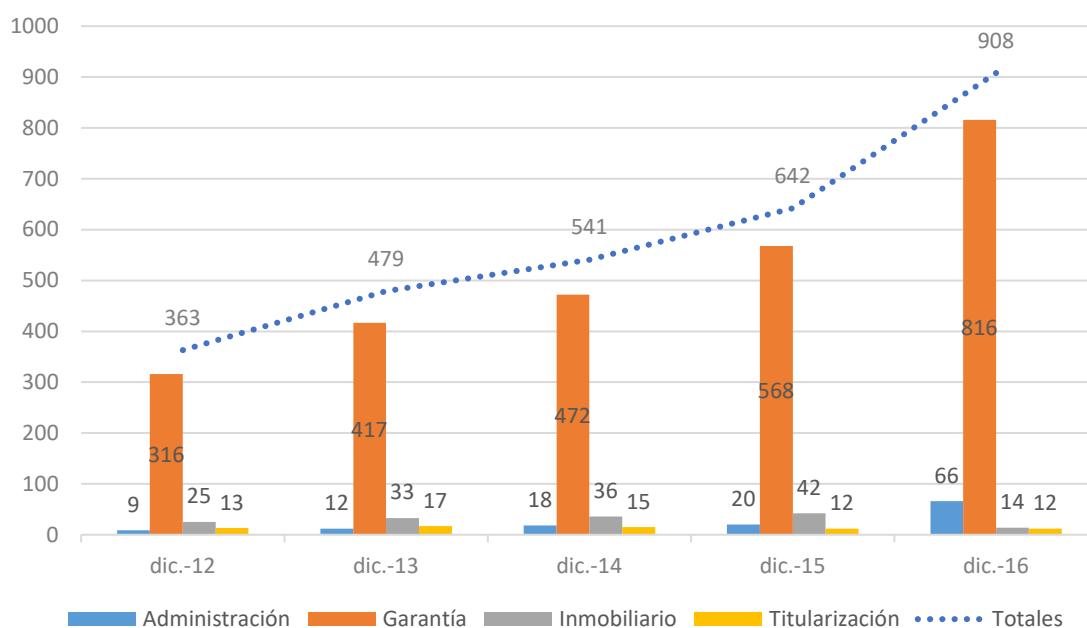
Las estadísticas de los Fideicomisos al 31 de diciembre del 2016 elaborada por la Unidad de Coordinación de la Intendencia de Análisis Financiero y Normas del BCP sostiene que a diciembre del 2016, el crecimiento de los negocios fiduciarios en su conjunto han alcanzado un 41% en relación a la misma fecha del año anterior, siendo el fideicomiso de administración el de mayor crecimiento, con un 205% fuera de todo pronóstico.

Tabla 3_ Evolución de los Negocios Fiduciarios

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	PARCIAL-15 jun-17
Administración	9	12	18	20	61	70
		33%	50%	11%	205%	15%
Garantía	316	417	472	568	816	992
		32%	13%	20%	44%	22%
Inmobiliario	25	33	36	42	19	12
		32%	9%	17%	-55%	-37%
Titularización	13	17	15	12	12	11
		31%	-12%	-20%	0%	-8%
Totales	363	479	541	642	908	1085
		32%	13%	19%	41%	19%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

Figura 11_ Evolución de los Negocios Fiduciarios



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

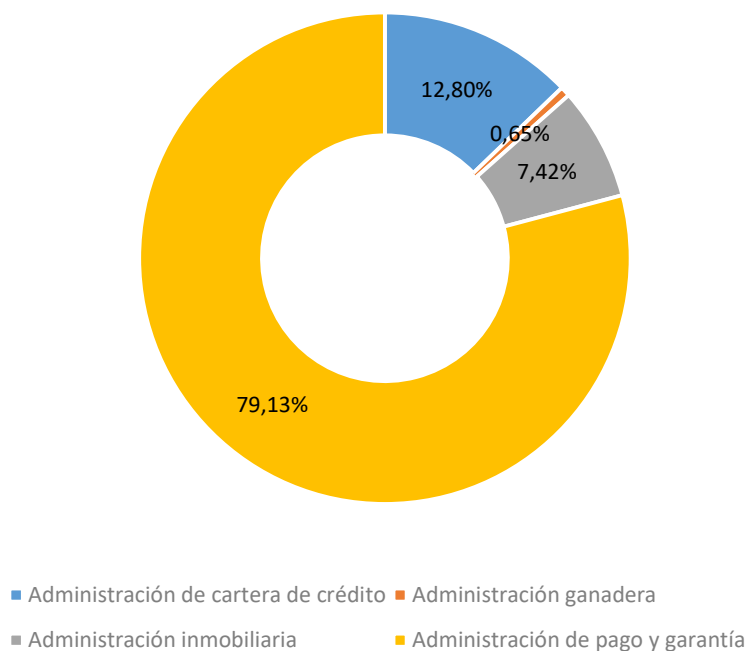
Los fideicomisos inmobiliarios fueron objeto de reclasificación en el año 2013. Desde entonces, los datos de los negocios constituidos para la administración inmobiliaria fueron consignados con los de administración, quedando como fideicomisos inmobiliarios exclusivamente aquellos que tienen por finalidad el desarrollo de proyectos de construcción. En el 2016, los de administración inmobiliaria eran, en cantidad, los de mayor representatividad aunque en términos de patrimonio neto constituían el 7,42% de este grupo.

Tabla 4_ Fideicomisos de Administración por Subtipo al 2016 _ en USD

	Activo	Pasivo	Patrimonio	Cantidad
Administración de cartera de crédito	15.325.782	78.225	15.247.557	8
Administración ganadera	779.232	-	779.232	1
Administración inmobiliaria	9.003.390	166.407	8.836.984	29
Administración de pago y garantía	472.072.814	377.784.336	94.288.478	23
Totales	497.181.218	378.028.968	119.152.250	61

Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

Figura 12_ Fideicomisos de Administración por Subtipo al año 2016



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

Por su parte, los fideicomisos inmobiliarios experimentaron una retracción en cantidad del 55%, reflejo de la desaceleración en el sector privado dentro del rubro de la construcción, aunque incrementaron en volumen de activos y patrimonio neto.

Los contratos de fideicomisos de garantía son los de mayor dinámica en términos de volumen de negocio y de activos manejados con un nivel de USD 749.5 millones, esto se debe a que parte de estos fideicomisos se constituyen como soporte a procesos de titularización. Sin embargo, el mayor crecimiento se da debido a las ventajas que otorgan este tipo de negocios con relación a la hipoteca y la prenda.

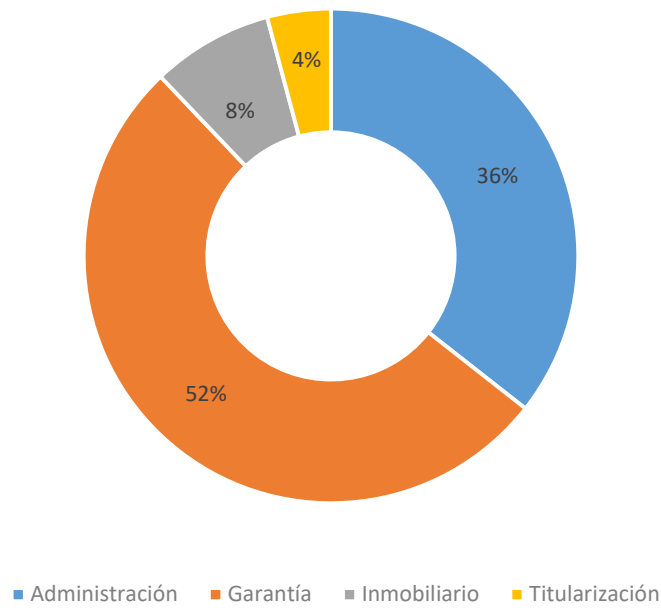
En lo que a volumen de activos manejados respecta, en el 2016, ste creció en un 6% mientras que el patrimonio neto lo hizo en un 42% en relación al 2015, siendo los fideicomisos de Administración e Inmobiliarios y de Titularización los de mayor dinamismo.

Tabla 5_ Evolución de activos manejados por tipo de fideicomiso_ en USD

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	PARCIAL-15 jun-17
Administración	95.441.414	68.449.910	248.478.427	312.546.113	497.181.396	576.380.723
		-28%	263%	26%	59%	16%
Garantía	208.745.424	315.153.864	393.490.756	533.671.243	730.785.081	749.468.512
		51%	25%	36%	37%	3%
Inmobiliario	--	57.476.483	63.749.451	94.668.582	110.902.312	104.944.558
		--	11%	49%	17%	-5%
Titularización	64.471.081	64.177.202	55.813.482	37.218.055	58.118.465	57.089.268
		0%	-13%	-33%	56%	-2%
Totales	368.657.918	505.257.459	761.532.116	978.103.994	1.396.987.255	1.487.883.060
		37%	51%	28%	43%	7%

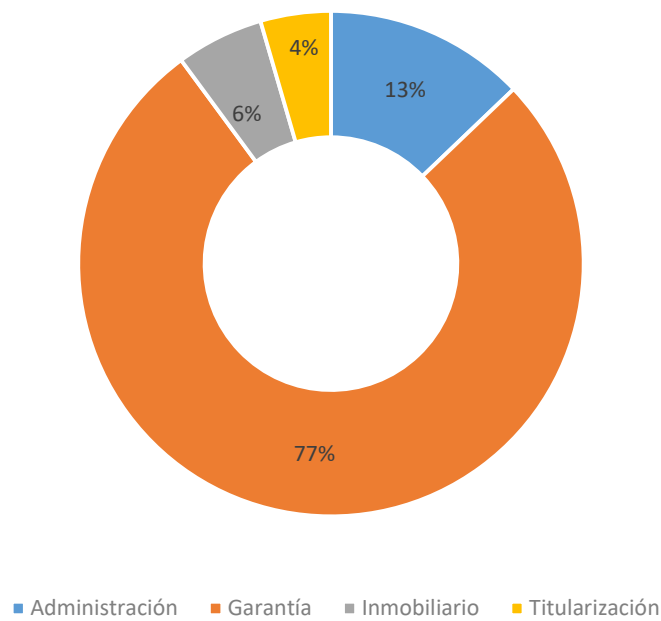
Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

Figura 13_ Porcentaje de activos manejados al año 2016



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

Figura 14_ Porcentaje de patrimonio neto manejado al año 2016



Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

Tabla 6_ Saldo de Balance al año 2016

	Administración	Garantía	Inmobiliario	Titularización	Total 2016
Activos	497.181.396	730.785.081	110.902.312	58.118.465	1.396.987.255
Disponibilidades	39.427.923	18.613.739	7.719.427	599.313	
Inmuebles	33.739.335	463.187.295	36.229.215	9.890.360	
Activos fijos	21.690	41.592.278	36.446	1.104.401	
Otros	423.992.448	207.391.769	66.917.225	46.524.391	
Pasivo + PN	497.181.396	730.785.081	110.902.312	58.118.465	1.396.987.255
Pasivos	378.029.146	17.190.925	59.044.370	16.400.671	470.665.112
Obligaciones financieras	14.766.293	10.671.014	7.415.237	14.944.611	
Otros	363.262.853	6.519.911	51.629.133	1.456.060	
Patrimonio	119.152.250	713.594.156	51.857.943	41.717.795	926.322.143
Bienes fideicomitidos	119.152.250	713.594.156	51.857.943	41.717.795	

Fuente: Elaboración propia con datos del BCP

El total de activos de los negocios fiduciarios, a junio del 17, representa comparativamente, el 7% del total de activos del sistema financiero nacional.

Estos datos indudablemente demuestran el alto crecimiento progresivo de este vehículo que se está posicionando en el mercado financiero nacional.

4.7. El acercamiento de los negocios fiduciarios a los REITs

Vista la versatilidad de los negocios fiduciarios, claramente más amplia que la de los REITs, y la similitud de este último con productos, como los Fondos Comunes de Inversión y los de Titularización de Contratos de Leasing, estudiados dentro del marco de la fiducia, surgen planteamiento lógicos sobre ¿qué ventaja adicional ofrecen los REITs?, y ¿por qué despegarían éstos, cuándo productos similares no lo hicieron?

Los REITs, como ya se ha explicado, son productos de inversión al igual que los fideicomisos, que responden a la voluntad de proporcionar un impulso al mercado inmobiliario, principalmente de alquiler, y lo hace en primer lugar, elevando su profesionalización; segundo, facilitando el acceso de pequeños inversores a la propiedad inmobiliaria a la cual de otra manera no podrían entrar; y finalmente, incrementando la competitividad en los mercados de valores que dinamizan el inmobiliario.

Pero acaso lo descrito ¿no es también factible con la fiducia? Pues sí, la diferencia está en que la versatilidad, que se constituye en su principal ventaja, es de cierta forma, también la desventaja,

ya que cada negocio fiduciario se convierte en una casuística, con las reglas hechas a medida, sin homogeneidad y por tanto, poco claras para los inversores, tanto pequeños como institucionales.

Así, mientras los fideicomisos son competitivos en cuanto a las garantías, flexibilidad y seguridad que ofrecen; los REITs lo son en términos de rentabilidad y liquidez, dado que se verán afectados, no sólo por la evolución de los mercados financieros (donde quienes posean títulos podrán negociarlos si lo desearan), sino también por sus activos subyacentes que estarán sujetos al ciclo del mercado inmobiliario.

En base a lo anterior y en lo relativo a liquidez y rentabilidad, cabe destacar que en Paraguay, los fideicomisos de inversión inmobiliaria existentes no cotizan, si bien existen unos de Administración de Procesos de Titularización de Flujos de Caja Futuros pendientes de aprobación por parte de la Comisión Nacional de Valores para la emisión de sus títulos.

Que la titularización no haya despegado en el inmobiliario, no es porque no esté contemplada en la legislación, sino que se debe fundamentalmente a la falta de conocimiento de la figura entre los impulsores del mismo, principalmente profesionales técnicos; y en segunda instancia, a la falta de confianza en el incipiente mercado de valores nacional.

No obstante, la especialización que el mercado latinoamericano en general y el paraguayo, en particular está experimentando parece indicar que la adopción generalizada del régimen de REITs es solo cuestión de tiempo sin que esto represente un conflicto para la conservación del esquema fiduciario como vehículo atractivo para dar respuestas a otras necesidades que a los REITs no competen.

REFLEXIONES FINALES

Paraguay: un campo de experimentación

Los inversionistas de riesgo hicieron de Paraguay un verdadero campo de experimentación y tras la primera cosecha pusieron al país en el mapa de inversores más cautelosos que ya tenían la mirada en Latinoamérica desde unos años atrás. Sin duda alguna, el resultado de las experiencias de estos pioneros ha facilitado la aproximación, al mercado paraguayo, de grandes capitales que ven en la inversión inmobiliaria en economías emergentes un elevado potencial de rentabilidad y diversificación de riesgos.

El fideicomiso: versatilidad, capacidad integradora y garantía

El éxito del fideicomiso responde a su gran versatilidad, pues permite cumplir los más diversos fines, viabilizando la conjunción de intereses, de otra forma imposibles de conjugar, convirtiéndose en viga de amarre de esto con la construcción de un patrimonio autónomo y la gestión profesional que ofrece mayor garantía a los involucrados, clave en economías emergentes, con cierto riesgo siempre latente.

Finalmente, el solo repaso de los países que hoy tienen la figura, el desarrollo obtenido y el interés creciente por su estudio, hacen innegable la importancia adquirida en los últimos años.

De la generalidad del fideicomiso a la particularidad del REIT

Ya lo decía Rodríguez Azuero “en un mundo globalizado no pueden ignorarse tendencias tan sostenidas” y eso aplica a la figura explicada pero también a los REITs; ya que si bien el fideicomiso ofrece un sinfín de posibilidades, es preciso empezar a transitar un camino de profundización en aquellos que tienen especial potencial.

Para esto hay que aprender de la experiencia de otros, los REITs son un ejemplo, pues han logrado capitalizar buena parte del ahorro doméstico, canalizándolo al sector inmobiliario y de la construcción.

En Paraguay, se hace cada vez más necesario –e inevitable- que el mercado madure, se complejice y al mismo tiempo se vuelva consistente con las tendencias mundiales y si bien es cierto que el fideicomiso comprende un concepto mucho más amplio, es innegable que acercar

ciertos subtipos de fiducia, al modelo de los REITs, como lo han hecho España y otros países latinoamericanas, con casos de éxitos considerable- podría ser clave para dinamizar el sector, darle rentabilidad, liquidez y llevarlo a otras ligas, con un vehículo optimizado, jugadores más especializados y técnicas más sofisticadas.

La experiencia de México con sus FIBRAS, Brasil con los FII y el hecho de que Argentina haya sometido su legislación a una revisión para introducir los REITs (a lanzarse en el 2018) parecerían indicar que solo es cuestión de tiempo para que el resto de la región lo lleve a cabo.

Acercando o no el fideicomiso al régimen REIT, éste supone un mundo poco explorado de posibilidades para el sector de la construcción y del inmobiliario sobre todo para la atracción de inversiones y el crecimiento sostenido de éste como vector de desarrollo económico, puesto que no es posible que la forma de financiar proyectos se limite localmente a la preventa, el canje de suelo por pisos, al alcance de grandes inversores y aisladamente préstamos bancarios de pequeños y medianos desarrolladores.

BIBLIOGRAFIA

Ambito Financiero. (13 de 09 de 2017). Asunción la nueva meca del Real Estate. *Diario Ambito Financiero*. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/m4SQkh>

American Law Institute. (1959). *Restatement of the law of trusts* (12th ed.). St Paul, Minnesota: American Law Institute.

Avalos, R. (27 de 06 de 2016). El crecimiento del sector inmobiliario en Paraguay. *Anuario Inmobiliario Latinoamérica*. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/9aM9WE>

Banco Central del Paraguay. (2017). *Informe de Estabilidad Financiera, Noviembre 2017*. Banco Central del Paraguay, Asunción.

Banco Central del Paraguay, Unidad de Coordinación de la Intendencia de Análisis Financiero y Normas. (31 de 12 de 2017). Estadísticas de los Fideicomisos. Asunción, Paraguay.

Banco Mundial. (2017). *Diagnóstico del empleo en Paraguay: La transformación dinámica del empleo en Paraguay, cuadernillo del "Resumen"*. Washington DC: Creative Commons de Reconocimiento CC BY 3.0 IGO. Obtenido de <https://goo.gl/Hrdp7J>

Berkemeyer, A. (24 de 09 de 2014). La Ley de Alianza Público Privada y los potenciales proyectos. *Berke Report*. Asunción, Paraguay. Obtenido de <http://www.berke.com.py/sitio/article/102>

Breuer, L. (18 de 08 de 2014). De repente, los negocios fiduciarios! *Berke Report*. Asunción, Paraguay. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <http://www.berke.com.py/sitio/article/99>

Carlevaro, M. (28 de 09 de 2017). Ventajas de la Participación Público - Privada (PPP) en la inversión en infraestructura. *Berke Report*. Asunción, Paraguay. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <http://www.berke.com.py/sitio/article/201v>

CEPAL. (2017). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, Paraguay*.

Céspedes Pérez, C. (04 de 06 de 2015). El Negocio Fiduciario en Paraguay, Fideicomiso y Encargo Fiduciario. Asunción, Paraguay. Recuperado el 15 de 10 de 2017, de <https://goo.gl/uEchtX>

Colmán, H. (19 de 01 de 2017). El Desacoplamiento del Crecimiento ¿Vamos por diferentes caminos? *Blog Económico*. Asunción, Paraguay. Recuperado el 25 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/Pg373n>

Consultora BIS. (31 de 01 de 2017). El futuro del sector inmobiliario en Paraguay. Asunción, Paraguay. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/j9hHde>

Desarrollo En Democracia (DENDE). (2016). *Deloitte Touche Tohmatsu Limited*. Recuperado el 23 de 12 de 2017, de www2.deloitte.com: <https://goo.gl/X4x99r>

DGGECC. (2017). *EPH 2016: Principales resultados de pobreza y distribución de ingreso*. Informe, Asunción.

Di Martino, R. (2014). La calificación de riesgo de Paraguay podría ser incrementada por Fitch Ratings. *Berke Report*. Asunción, Paraguay. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <http://www.berke.com.py/sitio/article/110>

Giménez Duarte, L. (8 de 2 de 2017). La macro no llega a la micro: ¿mito o realidad? *Blog Económico*. Asunción, Paraguay. Recuperado el 25 de 12 de 2017, de <http://www.economia.gov.py>: <https://goo.gl/spfbQr>

Goldschmid, R., & Eder, P. (1954). *El fideicomiso (trust) en el derecho comparado*. Buenos Aires: Ediciones Arsayú.

Grupo Nación. (21 de 12 de 2015). El empleo en la construcción creció 50% en últimos 5 años. *La Nación*. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/vy6ysC>

Hinz, G. (2017). *Las Alianzas Públicos Privadas en Paraguay*. Analysis, Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Infraestructura Deloitte en Argentina, Paraguay y Bolivia. Recuperado el 26 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/sfS2tj>

LAVCA, Latin American Private Equity & Venture Capital Association. (2017). América Latina: un mercado emergente para inversionistas internacionales. *Anuario Inmobiliario 2017*, 48-49.

Ley N° 921 De negocios fiduciarios. (28 de 08 de 1996). Asunción, Paraguay.

Marcos, F., Bas Soria, J., Casa Agudo, D., Fernández de Oliveira, A., García Garnica, M., Lehman, M., . . . Viana, V. (2010). *Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario: Comentarios a la Ley 11/2009, de 26 de octubre, y análisis de Derecho Comparado*. Pamplona, España: Editorial Aranzadi, S.A.

Mascareño, M. (2017). Fideicomiso y leasing inmobiliario. *Foro Inmobiliario Paraguay 2017*. Paraguay.

NAREIT®. (2017). *NAREIT: Real Estate working for you*. Recuperado el 25 de November de 2017, de <https://www.reit.com/what-reit/history-reits>

Resolución BCP N°12 Reglamento de operaciones fiduciarias. (15 de 02 de 2011). Asunción, Paraguay.

Rodríguez Azuero, S. (2013). *Negocios Fiduciarios: Su significación en América Latina* (4th ed.). (L. E. S.A., Ed.) Colombia.

Rodríguez-Azuero, S. (Enero - Abril de 2007). El fideicomiso mercantil contemporáneo. *icade. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 70, 7-55.

UH Economía. (29 de 04 de 2017). Construcción, comercio y servicios, los motores del crecimiento en 2017. *Ultima Hora*. Recuperado el 22 de 12 de 2017, de <https://goo.gl/BgwbqY>

Volterra, E. (1991). *Instituciones de Derecho Privado Romano*. (J. Daza Martínez, Trad.) S.L. Civitas Ediciones.

Zietz , E., Sirmans, S., & Friday, S. (2003). The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts. *Journal of Real Estate Portfolio Management. Journal of Real Estate Portfolio Management*, 9(2), 127-165.