



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

EL MERCADO INMOBILIARIO ESPAÑOL

Estudio comparativo de diferentes instrumentos de inversión

Autor: Manuel Fiz Pardo Daza
Director: Laura Inés Lazcano Benito

Madrid

Febrero 2018

Manuel Fiz
Pardo
Daza

EL MERCADO INMOBILIARIO ESPAÑOL



Índice de Contenido

Resumen	1
Abstract	1
1. Capítulo introductorio	2
1.1. Propósito de la investigación	2
1.2. Justificación.....	3
1.3. Objetivos	4
1.4. Metodología.....	4
1.5. Estructura del trabajo	6
2. Introducción	7
2.1. Contexto global.....	7
2.2. Situación de España antes de la crisis.....	7
2.3. Los albores de la crisis: el inicio de la burbuja.....	8
2.4. El estallido de la burbuja.....	9
2.5. Recuperación y situación actual del mercado inmobiliario residencial	11
2.6. Otras áreas del mercado inmobiliario	13
3. Marco Teórico	14
3.1. Situación del arrendamiento en España.....	14
3.2. Estudio del régimen legal de los vehículos de inversión	15
A. Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)	15
A.1. Introducción	15
A.2. Recepción del mercado. Necesidad de reformas.	16
A.3. Rasgos principales de las SOCIMI.....	17
A.4. SOCIMI en Desarrollo.....	21
B. Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)	22
B.1. Introducción	22
B.2. Coeficientes de Liquidez y Diversificación	24
B.3. Régimen Fiscal.....	24
B.4. Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)	25
B.5. Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII)	27
C. Régimen especial de Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas	27

4. Estudio empírico	29
4.1. Introducción	29
4.2. Metodología.....	30
4.2.1. Determinación de la muestra.....	32
4.2.2. Tendencia del mercado inmobiliario	33
4.3. Ratio de apalancamiento	33
4.3.1. Literatura.....	33
4.3.2. Resultados	34
4.3.3. Conclusión	35
4.4. Coeficiente de solvencia	36
4.4.1. Literatura.....	36
4.4.2. Resultados	36
4.4.3. Conclusión	37
4.5. Ratio de rentabilidad	37
4.5.1. Literatura.....	37
4.5.2. Resultados	38
A.1. Rentabilidad de los recursos propios.....	38
A.2. Rentabilidad del activo total	39
A.3. Rentabilidad sobre el capital empleado	40
5. Conclusiones	41
5.1. Resultado del estudio	43
5.2. Limitaciones	43
5.3. Futuras líneas de investigación.....	44
Referencias	45
Anexos	55
Anexo I: Lista de SOCIMI	55
Anexo II: Lista de Fondos de Inversión Inmobiliaria	57
Anexo III: Lista de Sociedades de Inversión Inmobiliaria.....	58
Anexo IV: Resultados de las ratios calculadas	59
Ratio de Apalancamiento	59
Coeficiente de Solvencia	61
Rentabilidad de los recursos propios (ROE).....	63
Rentabilidad del activo total (ROA).....	65

Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE)	67
Ratio Ingresos de explotación – activo total.....	69

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Población española (2000-2008)	8
Gráfico 2: Venta de viviendas (2006-2016)	10
Gráfico 3: Ratio Ingresos de explotación - Activo Total (2013-2016).....	42
Gráfico 4: Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (1995-2017).....	52
Gráfico 5: Evolución de los Fondos de Inversión Inmobiliaria	53

Índice de Tablas

Tabla 1: Distribución de datos de las sociedades mercantiles CNAE 6820	32
Tabla 2: Distribución de datos de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria	32
Tabla 3: Distribución de datos de las SOCIMI.....	33
Tabla 4: Ratio de apalancamiento	34
Tabla 5: Coeficiente de solvencia	36
Tabla 6: Rentabilidad de los recursos propios (ROE)	38
Tabla 7: Rentabilidad del activo (ROA)	39
Tabla 8: Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE)	40
Tabla 9: Ratio ingresos de explotación - activo total	42
Tabla 10: Síntesis SOCIMI-FII-SII	54

Resumen

Desde el estallido de la crisis financiera en 2007 el sector inmobiliario ha experimentado una gran transformación. Los actores tradicionales: sociedades mercantiles dedicadas al arrendamiento, los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria han perdido relevancia o incluso han desaparecido del mercado inmobiliario en favor de la adaptación nacional de los REITs, las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).

El presente estudio se centrará en abordar la situación del mercado inmobiliario tras la crisis financiera mediante el análisis de los resultados contables de los diferentes instrumentos de inversión usando distintas ratios para el período de 2013 a 2016.

Palabras clave: mercado inmobiliario, Fondos de Inversión Inmobiliaria, Sociedades de Inversión Inmobiliaria, REITs, SOCIMI.

Abstract

Since the financial bubble burst in 2007 the real estate sector has undergone a heavy transformation. Traditional actors such as: leasing commercial companies, Real Estate Mutual Funds and Real Estate Investment Companies have lost relevance or even disappeared from the Real Estate market in favour of the Spanish REITs adaptation, the Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).

The purpose of this paper is to study the current real estate market situation after the financial crisis through the accounting results analysis of the different investment entities using different ratios for the period going from 2013 to 2016.

Keywords: real estate market, Real Estate Mutual Funds, Real Estate Investment Companies, REITs, SOCIMI.

1. Capítulo introductorio

1.1. Propósito de la investigación

En la actualidad la economía española se está recuperando de los devastadores efectos de la crisis financiera; la demanda creció favorecida por las exportaciones y permitió al PIB crecer un 0,8% en el último trimestre del año 2017 (Banco de España, 2017).

Durante la crisis financiera uno de los sectores más afectados fue el sector inmobiliario, sector que aportaba un 12,6% al conjunto de la economía española y suponía el 13,1 % de la población ocupada (Martínez Álvarez y García Martos, 2014).

En la actual coyuntura de recuperación económica el sector inmobiliario vuelve a ser uno de los motores de la economía, Cortes et al. (2017) prevén una aportación del 9,4% y del 11% al crecimiento del PIB para los años 2017 y 2018 respectivamente. Esta contribución se debe en gran medida a las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), la adaptación nacional de la figura de Real Estate Investment Trusts (REIT). La importancia de las SOCIMI en el mercado inmobiliario español queda patente por los datos aportados por el informe: *Spain Real Estate Market Outlook 2017* de la consultora CBRE que cifra en 39% el volumen total de inversión en el sector inmobiliario llevado a cabo por las SOCIMI (CBRE, 2017a).

El propósito de este estudio es la comparación, a través de varios ratios contables, de las SOCIMI como catalizador de la recuperación del mercado inmobiliario frente a otras figuras ya existentes en España y con el mismo objeto social como son:

- Sociedades mercantiles dedicadas al arrendamiento (CNAE 6820: Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia)
- Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)
- Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII)

Estas cuatro figuras – SOCIMI, Sociedades mercantiles dedicadas al arrendamiento, Fondos de Inversión Inmobiliaria y Sociedades de Inversión Inmobiliaria-, presentan notables diferencias en relación con su estatuto mercantil y fiscal, que podrían implicar grandes diferencias de resultados *ceteris paribus* el resto de elementos y que merecen un estudio más profundo del hasta ahora realizado por la literatura.

Un ejemplo de la diferencia entre estas entidades es el régimen sobre los beneficios obtenidos. Las SOCIMI están exentas de tributación, es decir, lo hacen al 0%, (Ley 11/2009¹, art. 9) mientras que los Fondos de Inversión Inmobiliaria y Sociedades de Inversión Inmobiliaria lo hacen al 1% (Ley 27/2014², art. 29.4).

¹ Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

² Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Por último, la Sociedades mercantiles dedicadas al arrendamiento lo hacen al tipo general, es decir, al 25% (Ley 27/2014, art. 29.1).

1.2. Justificación

El papel hegemónico de la SOCIMI a lo largo de este estudio frente al resto de figuras se justifica por la escasa literatura sobre esta figura legal en España.

El régimen legal de la SOCIMI se creó con la Ley 11/2009, de 26 de octubre, pero no fue hasta la Ley 16/2012³, de 27 de diciembre y las modificaciones que introdujo en la Ley 11/2009 cuando atrajo a los inversores (Fernández y Romero, 2016; Yasser-Harbi y Maestro, 2016).

Las SOCIMI, a pesar de copar gran parte de las noticias en el sector inmobiliario, han sido objeto de pocos estudios, al menos, en lo que a las SOCIMI españolas se refiere.

La escasa literatura existente en España sobre la figura de la SOCIMI se ha centrado en su estudio desde una óptica teórica-legalista, así sólo algunos autores como Roig Hernando y Soriano Llobera (2015) han llevado a cabo estudios analíticos más profundos sobre la liquidez y cotización de las SOCIMI. Esta escasa literatura en el ámbito nacional contrasta con la vasta investigación en el panorama internacional con la misma temática y entre diferentes países y mercados, especialmente promovida por la European Public Real Estate Association (EPRA). Entre los estudios más reseñables en relación con los objetivos de este estudio, podemos citar la existencia de una fuerte dependencia de la financiación ajena por parte de los REITs (Li et al., 2014) y sus efectos negativos sobre el precio de la acción durante los períodos de crisis (Ling et al., 2013). Asimismo, los REITs amenazados con un descenso de categoría crediticia a clase especulativa emitían un once por ciento menos de deuda (Li et al., 2014).

La escasa cobertura de la SOCIMI en España a la que este estudio pretende aportar una mayor claridad se comprende mejor por el corto recorrido que ha tenido esta figura, saliendo a cotizar la primera SOCIMI a finales de 2013, Entrecampos Cuatro, que lo hizo el 28 de noviembre.

A pesar de haber transcurrido tan sólo cuatro años, tras la mencionada reforma de la Ley 11/2009, ha crecido exponencialmente el número de SOCIMI en los mercados bursátiles españoles para alcanzar un total de 46 SOCIMI en la actualidad (Ruiz y Esperanza, 2017).

La otra cara de la moneda del éxito son los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) de los que actualmente sólo quedan tres listados en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y todos ellos se encuentran en liquidación (CNMV, 2018). Los estudios realizados demuestran que los Fondos de Inversión Inmobiliaria

³ Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.

presentaron una rentabilidad por debajo de la cartera de mercado en el período 1994-2005 (López Penabad et al., 2006) y en el período 1994-2012 (Maside et al., 2016).

Hasta ahora los estudios sobre la materia se han realizado separadamente, es decir, figura por figura sin un estudio que abarque las distintas posibilidades y permita compararlas entre sí. Por tanto, este estudio pretende arrojar luz sobre las relaciones entre las magnitudes contables en los estados financieros de estas figuras y elaborar un estudio comparativo entre ellas.

1.3. Objetivos

El propósito general mencionado *supra* se concretiza en los objetivos mencionados a continuación:

- Analizar y detallar las diferencias entre los distintos regímenes legales de los instrumentos de inversión.
- Revisar la literatura existente en relación con los REITs, especialmente la internacional por ser más profusa que la nacional.
- Determinar si los distintos regímenes fiscales tienen un impacto en el éxito de la entidad.
- Analizar la relación recursos propios-financiación ajena de los distintos instrumentos de inversión.
- Comparar la ratio apalancamiento-coste financiero para averiguar el impacto de la estructura financiera sobre los resultados de la entidad.
- Comparar los resultados obtenidos con la literatura internacional para averiguar si el factor país es determinante.
- Contrastar el efecto economía de escala, es decir, si las entidades más grandes obtienen una ventaja competitiva por su tamaño.

1.4. Metodología

La metodología utilizada para alcanzar los objetivos y por ende el propósito de este trabajo se divide en dos partes. La primera parte consistirá en el análisis de la regulación de los vehículos de inversión objeto de este estudio. Mediante el estudio de la legislación, especialmente la relativa a las áreas de mercantil y fiscal, se pretende acotar y delimitar cada figura presentando los aspectos más significativos de éstas que permitirán entender mejor los resultados obtenidos del estudio de las diferentes ratios. Por tanto, se desarrollarán los regímenes de las sociedades mercantiles, las SOCIMI y las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IICI) que a su vez se dividen en Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).

Una vez realizado el estudio legal para aflorar las características de estos instrumentos de inversión se procederá con la segunda parte.

La segunda parte comprenderá la recolección, estructuración y comparación de los datos obtenidos para las cuatro figuras objeto de estudio.

Los datos que se utilizarán serán los de las entidades con actividad entre los años 2013-2016, ambos inclusive, por ser 2013 el primer año en que salieron las primeras SOCIMI a bolsa (el resto de instrumentos de inversión tiene una antigüedad mayor, por eso, se utiliza como margen inferior el año 2013). La delimitación del año 2016 responde a la inexistencia de datos contables completos para el ejercicio 2017, por tanto, el último ejercicio con datos completos es el anterior, el año 2016.

Las fuentes de información son diversas, lo que pone de relieve la atomización de la información para obtener los datos, así pues, se utilizarán dos fuentes de información primarias. La primera de estas fuentes será la base de datos SABI de la que se obtendrán los datos de las sociedades mercantiles bajo el régimen de Sociedad Anónima (SA) y Sociedad Limitada (SL) que cumplan dos condiciones: (1) queden recogidas por el CNAE 6820 - Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia - y (2) tengan sus cuentas anuales auditadas para al menos un año del período de estudio.

La ratio de tener las cuentas anuales se sustenta sobre la premisa de obtener una mayor seguridad sobre los datos que van a utilizarse en el estudio. Se podría argumentar que supondría sesgar la muestra de sociedades, sin embargo, el requisito de obligatoriedad de auditar las cuentas recogido en el Real Decreto Legislativo 1/2010⁴, de 2 de julio, en su artículo 263, no es muy elevado en términos monetarios para sociedades patrimonialistas.

La segunda fuente de información serán directamente las cuentas anuales de SOCIMI, FII y SII que por su especial estatuto están obligadas a auditarse. Las cuentas anuales se obtendrán a través de los soportes digitales de la CNMV y la Bolsa que recopilan todos estos datos.

Es importante resaltar que se incluirán las entidades existentes durante el período que cumplan los requisitos y se hayan extinguido de esta manera se pretende eliminar el sesgo de supervivencia.

A continuación, tras la recolección de datos se tratarán y se elaborarán las ratios correspondientes para extraer conclusiones de las distintas figuras.

⁴ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

1.5. Estructura del trabajo

El presente trabajo se divide en cinco secciones.

La primera sección, el Capítulo Introductorio y la Introducción, contextualiza la actual situación de sector inmobiliario en España, tema de estudio de este trabajo y enuncia el propósito general de la investigación, así como la metodología a seguir.

La segunda sección bajo la rúbrica de Marco Teórico recoge la literatura existente sobre la materia, que trata la rentabilidad de estos instrumentos en España e internacionalmente. Se presta especial atención a los estudios internacionales donde la figura análoga a las SOCIMI, los REITs, han tenido un mayor recorrido por haberse creado el régimen con anterioridad permitiendo muestras más grandes y la elaboración de un mayor número de estudios sobre diferentes ratios.

La tercera sección acoge la Metodología del Estudio. Se elaboran primero unas bases teóricas para analizar con garantías los instrumentos de inversión. Mediante el análisis de diferentes masas patrimoniales y partidas se extraen ratios que permiten comparar las figuras desde una óptica común y extraer conclusiones.

La cuarta sección, Estudio empírico, presenta los resultados obtenidos de llevar a cabo los procesos descritos en la metodología. Además, extrae conclusiones y sintetiza los resultados en gráficos y tablas de datos.

La quinta sección, Conclusiones, compara los resultados obtenidos con los objetivos fijados resaltando los hallazgos e implicaciones del estudio, así como futuras líneas de investigación para ahondar en el tema.

Por último, se recogen las referencias utilizadas a lo largo del trabajo y los anexos y tablas pertinentes.

2. Introducción

2.1. Contexto global

El inicio de la crisis financiera de la que España todavía se está recuperando⁵ tiene su origen en la crisis financiera de 2007, cuyos verdaderos efectos se dejaron sentir en España a partir de 2008, catalizados por la caída de Lehman Brothers en ese mismo año.

La crisis de las hipotecas *sub-prime* se originó en Estados Unidos por la facilidad en el acceso al crédito hipotecario y la inclusión en el mercado hipotecario de dudosos prestatarios que con anterioridad no hubiesen recibido un préstamo hipotecario (Duca, 2013). Asimismo, la titulización (*securitization*) de activos como ABS⁶ y MBS⁷ aportó una mayor liquidez a este mercado, atrayendo el interés de los inversores que infló más aún la burbuja inmobiliaria hasta que ésta terminó por explotar.

La falta de reacción de las instituciones, especialmente en actores financieros relevantes como Lehman Brothers, facilitó su propagación a nivel global (Krugman, 2008).

El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) calculó según su valor de mercado⁸ unas pérdidas agregadas en el mercado inmobiliario estadounidense en los valores de respaldo hipotecario (MBS) de 250 mil millones de dólares de los cuales el 47% (119 mil millones) eran de activos que habían obtenido un *rating* de AAA (BIS, 2008).

Los valores de respaldo hipotecario tuvieron un efecto negativo en el sistema financiero en Estados Unidos (Dirnhofer, 2012). La participación de las instituciones financieras europeas en valores de respaldo hipotecario y otros productos financieros tuvieron como consecuencia su contagio y la posterior expansión global de la crisis.

2.2. Situación de España antes de la crisis

En España los efectos se dejaron sentir en la economía a partir de 2008 experimentando una desaceleración en el crecimiento del Producto Interior Bruto (en adelante, PIB).

La economía española era especialmente vulnerable por su escasa diversificación centrada en sectores como la construcción y el turismo. Un dato revelador de la importancia de la construcción en la economía española es que en 2006 suponía el 12,6% del PIB y empleaba al 13,1% de la población ocupada (Martínez Álvarez y García

⁵ Al menos desde un punto de vista microeconómico con respecto al poder adquisitivo de las familias en España. Según el INE, el poder adquisitivo se situó en 26.730€ en 2016 frente a los 28.787€ de 2008.

⁶ Asset-Backed Securities o bono de titulización de activos

⁷ Mortgage-Backed Securities o valores de respaldo hipotecario

⁸ Mark-to-market

Martos, 2014). Por su parte, el turismo aportaba, según el INE (2007), un 10,8% del PIB nacional.

Es decir, dos sectores económicos concentraban casi un cuarto de toda la producción de bienes y servicios de España. A raíz de la crisis se produjo el estancamiento del crédito y la pérdida de riqueza a nivel global que se reflejó seriamente en estos sectores, especialmente expuestos al capital exterior.

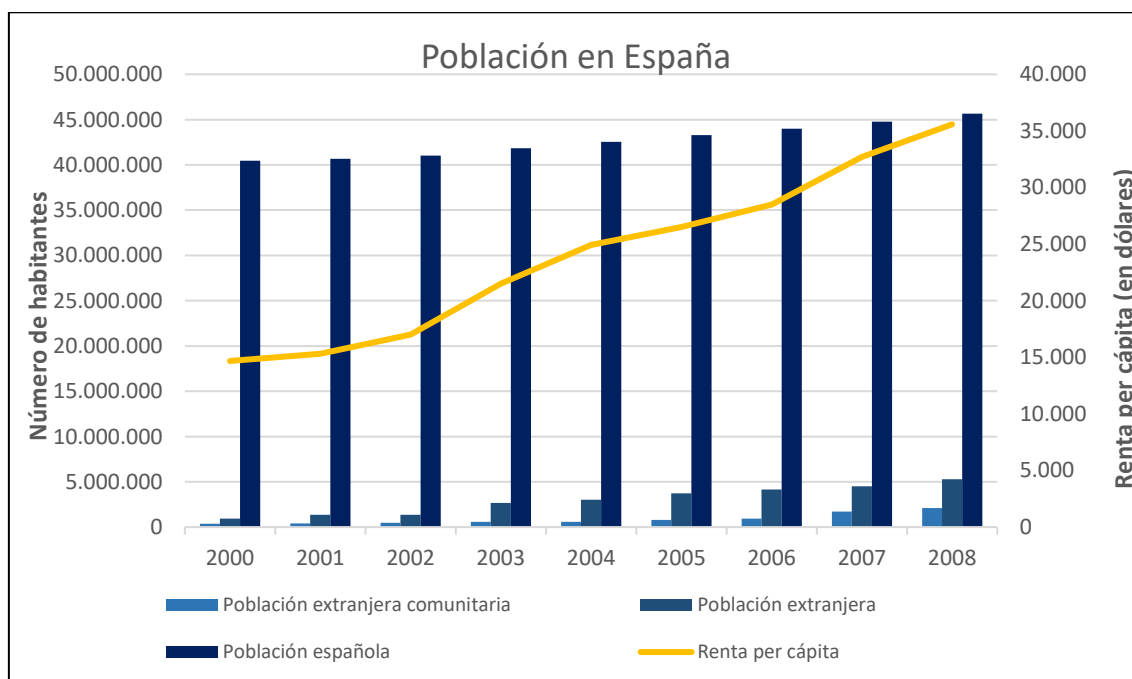
Por sus consecuencias vehementes sobre la economía y la fuerte dependencia de otros sectores sobre ella se procederá a estudiar el sector inmobiliario en España con mayor detenimiento.

El sector de la construcción quedó exangüe durante los años de la crisis y tras la recuperación de ésta empieza a arrojar cifras positivas.

2.3. Los albores de la crisis: el inicio de la burbuja

El sector de la construcción en España se caracterizaba por una fuerte demanda, impulsada por una población creciente con un importante factor extranjero -véase el gráfico-. Además, la renta per cápita, como muestra el gráfico, se más que duplicó en el transcurso de 9 años⁹ favoreciendo el acceso a la vivienda de la población y los movimientos especulativos en el sector.

Gráfico 1: Población española (2000-2008)



Fuente: Elaboración propia en base al INE y el Banco Mundial

⁹ De acuerdo con los datos del Banco Mundial paso de 14.676 (2000) a 35.578 (2008)

La fuerte demanda se dejó sentir en el precio del metro cuadrado. La media nacional empezó el milenio superando tímidamente los 800€ para escalar en 2007 hasta los 2000€ y mantenerse en torno a esa cifra (INE, s.f.; Tinsa, s.f. y Ministerio de Fomento, 2012).

Los bajos tipos de interés y la especulación en los precios por la búsqueda de beneficios rápidos por medio de plusvalías sobre la compraventa de inmuebles alimentaron una burbuja en la oferta de viviendas que superaba con creces la demanda.

Para poner de relieve el volumen de construcción de los años previos a la crisis podemos traer a colación el dato aportado por el Observatorio de la Sostenibilidad (OSE) en colaboración con el Ministerio de Medio Ambiente que cifraba en 812.294, las viviendas construidas en España en 2005 (Agencias, 2006). Luis Jiménez, director del OSE, resaltó que éste dato superaba la suma de viviendas construidas en Alemania, Francia y Reino Unido en el mismo período.

Los estudios referentes a la materia destacan dicho ánimo especulativo presente en la economía. Bielsa Callau y Duarte Pac (2008) estimaban un *stock* acumulado de no viviendas principales cercano al millón consolidado desde 2001 hasta 2008. Las conclusiones del trabajo es que este crecimiento no respondía a las necesidades sociales de vivienda y tenía un claro afán especulador.

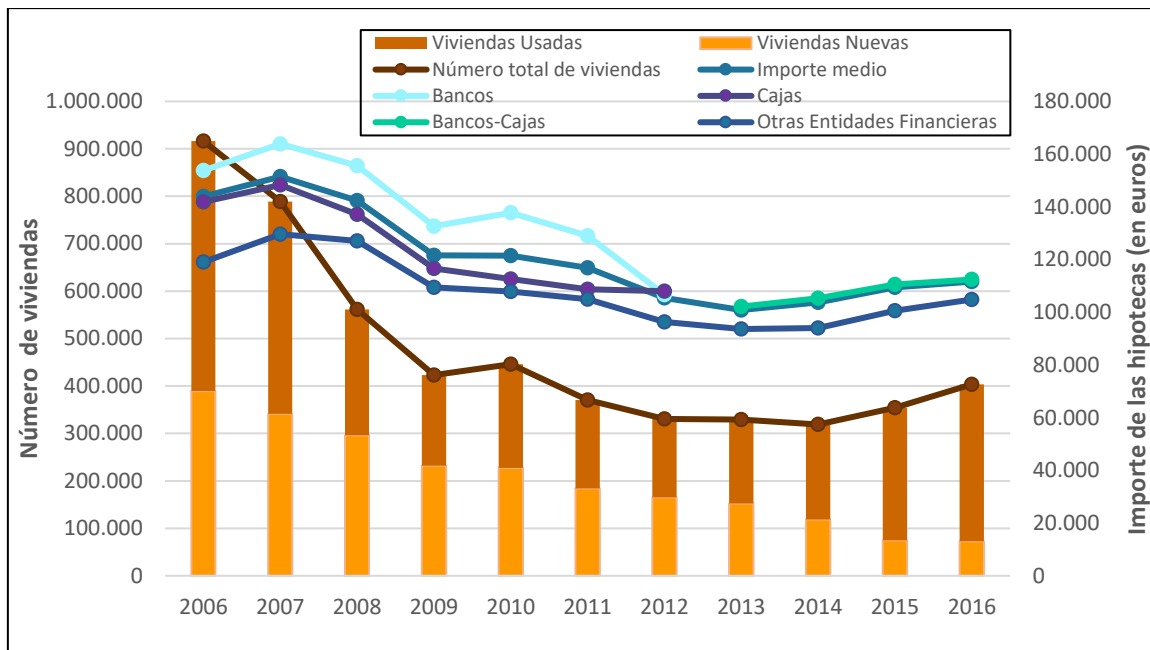
2.4. El estallido de la burbuja

En el año 2008 a raíz del efecto contagio de la economía española se empezaron a vislumbrar las primeras consecuencias de la crisis. El principal indicador macroeconómico, el PIB, mantuvo su crecimiento hasta 2008 y empezó a disminuir en 2009.

La industria inmobiliaria fue una de las más afectadas. La firma PricewaterhouseCoopers en su publicación anual, Baremo Concursal, calcula 15.139 concursos en el período comprendido entre 2009 (PricewaterhouseCoopers, 2013) y 2014 (PricewaterhouseCoopers, 2014) para sociedades constructoras e inmobiliarias. Los casos más conocidos por la dimensión de las sociedades afectadas fueron Martinsa Fadesa y Metrovacesa.

La coyuntura existente, como se aprecia en la siguiente figura, fue lo que provocó la caída de los grandes imperios inmobiliarios. Tanto el número de viviendas como el importe medio de las hipotecas sufrió un brusco descenso generado por la corrección de los precios en el sector que se trasladó a los balances de las sociedades inmobiliarias.

Gráfico 2: Venta de viviendas (2006-2016)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Colegio de Registradores de España

En 2006 la compraventa de viviendas se situaba en 916.103 viviendas para en apenas 8 años marcar un mínimo de 318.928 viviendas, es decir, una tasa de crecimiento anual compuesta de -12,36% en el período 2006-2014. El importe medio de las hipotecas inscritas en los Registros siguió la misma tendencia desde el máximo en 2007 marcado por el importe medio de la hipoteca suscrita en 2007 de 143.914 euros –superior en el caso de los bancos, 153.717 euros- hasta el 2013, año del mínimo en el importe medio de la hipoteca con un montante de 100.841 euros.

Es menester destacar el afán especulativo que permiten vislumbrar los datos del Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (en adelante, Colegio de Registradores). En 2007 –primera publicación de este dato- el período medio de posesión de las viviendas objeto de transmisiones se situaba en 7 años y 4 meses (Colegio de Registradores, 2007), un lapso de tiempo irrisorio teniendo en cuenta la vocación de permanencia de esta tipología de bienes. A lo largo de la crisis dicho período ha aumentado paulatinamente -salvo una excepción en 2009 que descendió ligeramente por debajo de los 7 años y 4 meses (Colegio de Registradores, 2009)- hasta situarse en 2016 en 13 años y 109 días (Colegio de Registradores, 2016).

Podemos concluir que a partir de 2014 el mercado empieza a presentar cifras de recuperación, si bien no lo hace en términos de viviendas vendidas hasta 2015. El crecimiento del importe medio de la hipoteca crece tímidamente, pero se mantiene constante hasta la actualidad. Por último, son reseñables los cambios de tendencia en la preferencia de la vivienda, hasta 2007 se vendían más viviendas usadas, recuperándose dicha tendencia a partir de 2012.

A partir del 2013 y como resultado de la reordenación del sistema financiero español las estadísticas del Colegio de Registradores no distinguen entre bancos y cajas.

2.5. Recuperación y situación actual del mercado inmobiliario residencial

En la actualidad la situación parece haberse estabilizado y los expertos son optimistas como refleja Elena Sanz (2016), de hecho, a raíz de las entrevistas realizadas por la autora, aquéllos sugieren que los niveles actuales de construcción de viviendas terminadas son insuficientes – 41.323¹⁰ en el año 2016 (Ministerio de Fomento, 2017) - para atender la demanda nacional e internacional y se requerirían al menos 150.000 viviendas terminadas por año.

Estas perspectivas se ven respaldadas por los datos oficiales del Ministerio de Fomento (2016) que estima un stock de viviendas nuevas de 491.693, lo que supone una tendencia positiva en su reducción con una tasa del 4,3% con respecto al año anterior. Por tanto, podemos concluir que se consolida esta tendencia positiva iniciada en el año 2010 por séptimo año consecutivo.

Otros actores del sector inmobiliario, como Tinsa (2017), señalan que la recuperación del sector no es general, sino que se concentra en determinados polos como Madrid o Barcelona y ciertos enclaves de segunda residencia en la costa.

Las principales causas que han favorecido la mejora del sector inmobiliario se relacionan con la proliferación y reactivación de grupos inmobiliarios por el nuevo atractivo del sector, entre aquéllas podemos destacar:

1. La mejora de la economía global consecuencia de ello es que el 13,25% de las compras inmobiliarias realizadas en 2016 fueran de extranjeros (Colegio de Registradores, 2016). Este dato es un récord histórico de acuerdo con las estadísticas de los Registradores de la Propiedad.

La tendencia positiva se mantiene en los últimos datos facilitados para el primer trimestre de 2017 por el Colegio de Registradores con un aumento interanual de catorce puntos porcentuales con respecto al primer trimestre anterior de 2016 (Colegio de Registradores, 2017).

2. La búsqueda de mayores rentabilidades en el mercado inmobiliario en un escenario de incertidumbre política y económica global y unos tipos de interés bajos.
3. La fuerte demanda del turismo internacional en España con una cifra récord de 75,3 millones de llegadas de turistas internacionales en 2016, lo que supone un incremento del 9,9% con respecto a 2015 y las previsiones para 2017 son que esta tendencia positiva se mantenga (Ministerio de Energía, Turismo y Agenda digital, 2017).

¹⁰ 34.351 viviendas libres y 6.972 viviendas protegidas

4. La mejora de los indicadores macroeconómicos y la confianza de los mercados internacionales en España. El PIB consolida su cuarto año de crecimiento en España y las últimas emisiones de letras del Tesoro presentaron un interés negativo. Además de la reducción del desempleo hasta 3.362.811 personas en junio de 2017.
5. La mayor confianza del consumidor. El Índice de Confianza del Consumidor elaborado por el Centro de Estudios Sociológicos (CIS) se sitúa en máximos históricos -julio 2017- (Centro de Estudios Sociológicos, 2017).

Asimismo, el alquiler, tradicionalmente con valores ínfimos con respecto a la compraventa de viviendas está ganando peso.

El mercado inmobiliario español se ha caracterizado siempre por un carácter patrimonialista. Este carácter no cesó ni siquiera durante los peores años de la crisis, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), España en 2011 se situaba a la cabeza de los países desarrollados con un porcentaje de vivienda en propiedad superior al 80% (FMI, 2011).

Sin embargo, la opción del alquiler se presenta en la actualidad muy atractiva, tanto desde la óptica del consumidor como del propietario. Los principales motivos que han favorecido el crecimiento del alquiler son los siguientes:

- I. La proliferación de pisos turísticos por el aumento del turismo. De acuerdo con los datos del INE, hasta junio se contabilizaron 7.658.759 pernoctaciones en pisos turísticos, un aumento del 7,19% con respecto al año anterior (INE, 2017).
- II. La denominada demanda embalsada también es un factor relevante. Esta demanda está constituida por aquellos individuos que desean adquirir un inmueble pero que carecen de los recursos económicos necesarios para su adquisición.
- III. La reducción de la renta disponible y la dificultad del acceso al crédito han provocado una mayor oferta y demanda de inmuebles en régimen de alquiler.
- IV. El desarrollo de nuevos mercados, más allá de los tradicionales. El informe de CBRE (2017a) apunta a un desarrollo constante y futuro del mercado del alquiler para estudiantes citando fuentes del Ministerio de Educación que calculan unos 500.000 entre estudiantes extranjeros, estudiantes de movilidad interna¹¹ y Erasmus.

¹¹ Estudiantes cursando sus estudios en otra comunidad autónoma distinta de la de origen

2.6. Otras áreas del mercado inmobiliario

Hasta ahora el trabajo se ha centrado únicamente en brindar datos sobre la situación en el mercado inmobiliario de la vivienda, pero esta tendencia positiva actual se puede predicar también de oficinas, *retail*, espacios hoteleros y logística.

La consultora inmobiliaria CBRE (2017b) en su informe semestral *Europe Hotel Investment* sobre el primer semestre de 2017 señalaba que la inversión hotelera en España se había disparado un 228% con respecto al mismo período en el año anterior, superando la cifra de más de dos mil millones -2.125 millones de euros- (CBRE, 2017a).

El informe de la consultora JLL (2017) pone de manifiesto que las ciudades de Madrid y Barcelona lideran los rankings europeos en términos de crecimiento de rentas y valores de mercado para los inmuebles de oficinas, *retail* y logística. Opinión compartida por CBRE (2017a) en su *Outlook 2017* que pronostica un crecimiento de las rentas en ambas ciudades en todos los sectores para los próximos cinco años.

Además, según el *Informe Outlook 2017*, se abren nuevas posibilidades para los inversores como residencias de la tercera edad y residencias de estudiantes propulsadas por el envejecimiento de la población y por la mayor movilidad universitaria respectivamente.

Asimismo, el auge del comercio electrónico o *e-commerce* está tirando de la demanda de espacios logísticos cerca de grandes núcleos urbanos, un ejemplo, es la apertura del nuevo centro logístico de Amazon en Illescas (Toledo) que contará con 100.000m² de superficie.

3. Marco Teórico

Ante la actual situación del sector de la construcción y como corolario a las ideas expresadas con anterioridad se plantea el trabajo como un estudio de diversas ratios entre sociedades inmobiliarias tradicionalmente dedicadas al arrendamiento inmobiliario y en su mayoría bajo el paraguas del régimen mercantil de sociedad anónima frente a las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) y los vehículos de inversión colectiva inmobiliaria (IICI): Fondos de Inversión Inmobiliario (FII) y Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), bajo la lupa de un inversor.

Antes de comenzar, se presenta a continuación una contextualización del mercado inmobiliario del arrendamiento en España y un estudio sucinto de los regímenes jurídicos de los distintos vehículos de inversión mencionados.

3.1. Situación del arrendamiento en España

La situación histórica del arrendamiento inmobiliario en España se ha caracterizado como señala Lage de la Fuente (2013) por su atomización y falta de profesionalización. Destaca Lage de la Fuente, las siguientes notas definitorias:

- I. Inversión relativamente alta y liquidez baja
- II. Inversión necesariamente con una vocación a largo plazo
- III. Carácter seguro de la inversión percibido por el continuo subir de los precios
- IV. Protección respecto a la inflación
- V. Baja seguridad jurídica para el arrendador

Sin embargo, durante la crisis financiera e inmobiliaria la corrección en los precios en el sector inmobiliario ha quebrado el dogma históricamente asentado en la sociedad española de que los precios de los inmuebles siempre son una buena inversión por el carácter alcista de dicho mercado y podría abrir la puerta a un cambio de mentalidad en la sociedad y en el mercado inmobiliario del arrendamiento español (Lage de la Fuente, 2013).

Esta tendencia de crecimiento del arrendamiento en detrimento de la adquisición se refleja en la proliferación de las SOCIMI que en pocos años de vida han alcanzado un papel fundamental en el mercado inmobiliario español.

La tendencia del sector inmobiliario hacia el régimen de SOCIMI queda patente, tanto por su extraordinario crecimiento en términos de inversión y capitalización en los últimos años, como por la fundación de SOCIMI por parte de actores tradicionalmente dedicados a la promoción y venta de inmuebles.

Un ejemplo de este cambio es la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) que a pesar de tener un horizonte inversor máximo de sólo 15 años (art. 16.3 RD 1559/2012¹²) y con una finalidad desinversora (art. 3 e) RD 1559/2012) tiene previsto lanzar su propia SOCIMI a finales de este año bajo el nombre de Témcore Properties.

A pesar de ser las SOCIMI las nuevas dominantes en el mercado, no por ello hemos de obviar de este estudio otros vehículos de inversión como son los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) o las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).

3.2. Estudio del régimen legal de los vehículos de inversión

A. Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)

A.1. Introducción

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) nacen con la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Las SOCIMI se regularán por la Ley 11/2009 así como por las disposiciones recogidas por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) y por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Desde la creación de la figura de la SOCIMI, ésta ha sido objeto de numerosas reformas para adaptarla a las constantes necesidades y demandas del mercado como se explica a continuación.

En la actualidad las SOCIMI se presentan a los inversores como un atractivo vehículo inversor. En solo cuatro años desde que saliese a cotización la primera SOCIMI, Entrecampos Cuatro SOCIMI S.A., en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) a finales de noviembre de 2013, el número ha crecido exponencialmente cotizando en los mercados españoles un total de 46 SOCIMI en la actualidad (*véase anexo I*) de las cuales cinco lo hacen en el Mercado Continuo.

El interés del mercado por las SOCIMI es palpable como afirman Fernández y Romero (2016) por el hecho de que en 2015 y 2016 la cotización diaria anualizada de aquéllas se eleva hasta el 6,0% desde el momento de su salida al mercado hasta agosto de 2017.

¹² Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos

Las SOCIMI nacen como dice el propio preámbulo de la Ley 11/2009 para reactivar el sector inmobiliario, sector que suponía cerca del 16% del PIB español, proporcionar una mayor liquidez a las inversiones inmobiliarias y conseguir una mayor profesionalización del sector.

A.2. Recepción del mercado. Necesidad de reformas.

A pesar de ser en un inicio recibida positivamente la creación de la SOCIMI como una figura análoga a los REIT (Real Estate Investment Trust) por el mercado, señalaba Hurtado Coll (2009, p. 57): *“los inversores españoles cuentan con un nuevo y exitoso vehículo de inversión”* no fue hasta 2013 cuando se creó la primera SOCIMI.

Como señalan Fernández y Romero (2016) y Yasser-Harbi y Maestro (2016) las SOCIMI no atrajeron el interés de los inversores hasta la modificación introducida por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica. Sólo de esta manera se explica que hasta finales de 2013 no surgiera la primera SOCIMI, Entrecampos Cuatro, que lo hizo el 28 de noviembre.

Las modificaciones más relevantes introducida por la Ley 16/2012 fueron:

- El régimen de tributación por el Impuesto sobre Sociedades (IS). La tributación de las SOCIMI pasó de un 18 por ciento a 0 por ciento sujeto al cumplimiento de una serie de requisitos explicados *infra*, por lo que la tributación se traslada al socio.
- La derogación de la limitación a la financiación ajena. La Ley 11/2009 establecía un máximo del 70 por ciento de financiación ajena en relación con el activo de la sociedad. La Ley 16/2012 deroga dicho precepto sin establecer límite alguno a este tipo de financiación.
- La posibilidad de cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Con la introducción de esta posibilidad el legislador facilita la constitución de las SOCIMI al ser los requisitos del MAB más flexibles que los del Mercado Continuo (MC).
- La reducción del capital social mínimo. Inicialmente el capital social debía ser de quince millones de euros y se reduce a un tercio de este valor, es decir, a cinco millones de euros.
- La equiparación en la perduración de los bienes inmuebles promovidos por la SOCIMI. La Ley 11/2009 establecía inicialmente un plazo de 7 años en el activo de la SOCIMI para aquellos bienes promovidos por la propia SOCIMI homologando la Ley 16/2012 su permanencia a los bienes inmuebles de la sociedad, es decir, tres años.
- La eliminación de la obligación de tener al menos tres inmuebles. La Ley 11/2009 obligaba a la SOCIMI a tener un mínimo de tres inmuebles en su activo sin que ninguno pudiese exceder el 40 por ciento del activo en el momento de su adquisición, la Ley 16/2012 deroga esta obligación.

A.3. Rasgos principales de las SOCIMI

A.3.1. Objeto de la SOCIMI

El objeto de las SOCIMI es según el preámbulo: *“sociedades cuya actividad principal es la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros”*. El artículo 2 de la Ley 11/2009 explicita y limita el objeto de la SOCIMI.

La SOCIMI tendrá como objeto principal:

- La adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento
- La tenencia de participaciones en otras SOCIMI u otras entidades no residentes en territorio español con objeto social idéntico
- La tenencia de participaciones en otras entidades, residentes o no residentes en territorio español, que tengan como objeto la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento
- La tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IICI)

Además, las entidades mencionadas en el segundo y tercer apartado deberán tener un régimen legal o estatutario obligatorio de reparto de beneficios, con el añadido en el caso del tercer apartado de que cumplan los requisitos de inversión mencionados *infra* y que dichas entidades no tengan participaciones en el capital de otras entidades.

A.3.2. Política de inversiones

El régimen legal para la constitución de una SOCIMI presenta unos rasgos de inversión muy característicos.

Al menos el 80 por ciento de la masa patrimonial del activo de la SOCIMI debe estar invertido en:

- Bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento
- Terrenos que vayan a ser destinados al arrendamiento siempre que la promoción inmobiliaria dé inicio en un período no superior a tres años desde su adquisición
- Participaciones en el capital o patrimonio de entidades con objeto social idéntico, sean residentes o no en el territorio español

Debiendo provenir el 80 por ciento de las rentas del período impositivo del arrendamiento de bienes inmuebles y dividendos o participaciones en beneficios procedentes de participaciones de entidades con objeto principal análogo a la SOCIMI.

Las SOCIMI podrán llevar a cabo otras actividades económicas accesorias siempre que éstas no superen el 20 por ciento de las rentas de la SOCIMI.

Es menester destacar que en el cómputo de este porcentaje quedan excluidas por voluntad del legislador las rentas con origen en la transmisión de participaciones y bienes inmuebles afectos al objeto social principal de la SOCIMI.

Asimismo, se excluyen de su consideración de bienes inmuebles, los bienes inmuebles de características especiales del artículo 8 de la Ley del Catastro Inmobiliario¹³ y los bienes inmuebles cedidos a terceros mediante arrendamientos financieros a efectos del Impuesto sobre Sociedades (IS).

Los bienes inmuebles que integran el activo de la sociedad deberán permanecer arrendados al menos tres años, a estos efectos se podrá computar un máximo de un año durante el cual el bien inmueble hubiese sido ofrecido en arrendamiento. Las acciones y participaciones que formen parte del activo de la sociedad también deberán permanecer en el activo de ésta tres años.

Se computará este plazo desde la fecha de inicio del período impositivo en el que la sociedad opte por el régimen fiscal especial.

A.3.3. Constitución

Las SOCIMI requieren un capital social mínimo de cinco millones de euros para su constitución, como se mencionó anteriormente, pudiendo ser las aportaciones pecuniarias o en especie y teniendo que estar totalmente desembolsado en el momento de la constitución.

Asimismo, las SOCIMI deben cotizar y sus acciones serán sólo de una clase y nominativas.

Las reservas legales de la SOCIMI nunca podrán exceder del 20 por ciento, ni se podrá establecer ninguna reserva estatutaria de carácter indisponible.

La adopción del régimen de SOCIMI en virtud de la Ley 11/2009 exige el cumplimiento de obligaciones de información añadida en la memoria que se plasma bajo la rúbrica de: Exigencias informativas de la condición de SOCIMI, Ley 11/2009.

A.3.4. Cotización

La SOCIMI al ser un vehículo de inversión complejo y cotizar en un mercado bursátil está sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

¹³ Texto Refundido de la Ley del Catastro Inmobiliario, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2004 de 5 de marzo

A raíz de la modificación introducida por la Ley 16/2012 que permite la negociación en un sistema multilateral de negociación, la Circular 2/2013¹⁴ del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) creó un segmento específico en el MAB. Actualmente el segmento de las SOCIMI está regulado por la Circular 14/2016¹⁵ que ha sido modificada por las Circulares 20/2016¹⁶ y Circular 1/2017¹⁷.

En menester resaltar que la Circular 20/2016 crea un sub-segmento dentro del segmento de las SOCIMI en el MAB, SOCIMI en desarrollo, que se explicará *infra*.

Por su parte, es necesario resaltar que la Circular 1/2017 deroga el párrafo último del apartado Segundo, punto 3.2 de la Circular 14/2016 eliminando el plazo de un año de que disponían las SOCIMI para cumplir el requisito de difusión¹⁸ de sus acciones en el MAB, así como el cómputo de las acciones puestas a disposición del proveedor de liquidez para el cumplimiento de este requisito.

El MAB autorizó un período transitorio hasta el 1 de agosto de 2017 durante el cual los nuevos emisores no serían objeto de dicha limitación. Esta modificación puede dificultar la incorporación de nuevas SOCIMI al MAB como sugieren Pemán y Pazos (2017) si no resultase viable para la sociedad colocar privadamente acciones entre accionistas minoritarios antes de comenzar a cotizar.

Por último, destacar que las SOCIMI cotizarán en el MAB siempre que su cotización no supere los quinientos millones de euros, momento a partir del cual deberán hacerlo en el mercado secundario oficial, salvo que medie autorización expresa de la CNMV en virtud del artículo 77.3 de la Ley del Mercado de Valores (LMV).

¹⁴ Circular 2/2013, Régimen aplicable a las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) cuyos valores se incorporen al mercado alternativo bursátil del MAB

¹⁵ Circular 14/2016, Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)

¹⁶ Circular 20/2016, Modificación de la Circular 14/2016, de 26 de julio, sobre requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)

¹⁷ Circular 1/2017, Modificación de la circular 14/2016, de 26 de julio, sobre requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)

¹⁸ El punto 3.2 del apartado Segundo de la Circular 14/2016 establece el requisito de difusión: En el caso de SOCIMI, para la incorporación de las acciones de la sociedad será preciso que sea titularidad de accionistas con un porcentaje inferior al 5% del capital social de la compañía, un número de acciones que, como mínimo, corresponda con cualquiera de las magnitudes siguientes:

- Un valor estimado de mercado de dos millones de euros.
- 25% de las acciones emitidas por la sociedad.

A.3.5. Régimen fiscal

Las SOCIMI pueden optar por un régimen fiscal ventajoso del cero por ciento en su tributación. Para poder beneficiarse del mismo deberán cumplir con las obligaciones de reparto de resultados mencionados en el epígrafe siguiente. La Ley 11/2009 tasa una serie de causas que originan la obligación de tributar por el régimen general del Impuesto sobre Sociedades (IS), dichas causas son:

- La exclusión de los mercados bursátiles de la SOCIMI
- Incumplimiento sustancial de las obligaciones de información en la memoria, salvo que se subsanen en la memoria del ejercicio siguiente
- La falta de acuerdo en la distribución de los dividendos, o en el pago total o parcial de los mismos
- Renuncia de la sociedad a la aplicación de este régimen especial
- El incumplimiento de cualquier otro requisito impuesto por la Ley 11/2009 para el disfrute de este régimen, salvo que se subsane en el ejercicio siguiente

Respecto al último apartado, no supondrá la pérdida del régimen fiscal especial la no permanencia de los activos afectos al objeto social por un período de tiempo inferior a tres años. Si se produjese este incumplimiento de permanencia de tres años ora de los bienes inmuebles arrendados ora de las acciones y participaciones, la SOCIMI tendría que tributar por el régimen y tipo general del Impuesto sobre Sociedades por esos bienes y derechos.

El legislador establece una sanción por la pérdida del régimen fiscal especial, la imposibilidad de su aplicación nuevamente hasta que no trascurren un mínimo de tres años desde el ejercicio económico en que se perdiese.

En cuanto a la tributación del cero por ciento existe una excepción relacionada con la distribución del resultado entre sus accionistas. La SOCIMI estará sometida a un gravamen del 19 por ciento en caso de que un socio con una participación en aquella igual o superior al cinco por ciento no tribute o lo haga con un tipo inferior al diez por ciento por los dividendos o participaciones recibidas de aquella, con la excepción de que ésta sea otra SOCIMI.

Asimismo, el legislador establece un régimen especial para las SOCIMI en las operaciones de constitución, aumento de capital social y aportaciones no dinerarias a estas entidades. Estas operaciones no serán gravadas en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD). Además, también tendrán una bonificación del 95 por ciento en los mencionados impuestos para la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento o terrenos afectos a la promoción de viviendas para su posterior arrendamiento.

Por último, la Disposición Transitoria Primera de la Ley 11/2009 permite que se opte por el régimen fiscal especial a pesar de que en su momento de adopción no se cumplan los requisitos pertinentes siempre que se satisfagan en un período no superior a dos años.

A.3.6. Reparto de Resultados

Para poder beneficiarse del régimen fiscal especial la SOCIMI debe:

- I. Adoptar el régimen especial en Junta General de Accionistas y comunicarlo a la Agencia Tributaria antes de los tres últimos meses antes de finalizar el periodo impositivo
- II. Distribuir beneficios de la siguiente manera:
 - a) El 100 por 100 de los beneficios procedentes de las acciones y participaciones en otras entidades con objeto social idéntico
 - b) Un mínimo del 50 por ciento de los beneficios surgidos de la transmisión de inmuebles y acciones y participaciones
 - c) Al menos el 80 por ciento del resto de los beneficios

Además, es preciso destacar que el excedente del apartado b) no objeto de distribución deberá reinvertirse en inmuebles o participaciones afectas al cumplimiento del objeto social en un plazo inferior a tres años. En el caso de que dicho excedente no sea reinvertido en el plazo de tres años desde su generación o no fuese mantenido por idéntico plazo en el activo de la sociedad, los beneficios provenientes de estas operaciones deberán distribuirse en su totalidad a los accionistas.

A.4. SOCIMI en Desarrollo

El sub-segmento de SOCIMI en Desarrollo dentro del segmento de SOCIMI en el MAB creado por la Circular 20/2016 está específicamente diseñado como recoge la disposición mencionada para aquellas SOCIMI que en su activo tengan menos del 70 por ciento invertido, directa o indirectamente, en bienes de naturaleza urbana destinados al arrendamiento.

La clasificación de las SOCIMIS en dicho segmento se realizará semestralmente como dispone la Circular 20/2016 para las SOCIMI con más del 20 por ciento de su activo, directa o indirectamente, en bienes distintos de inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento.

Es preciso resaltar que la presencia de la SOCIMI en este sub-segmento no se presenta como un paso previo para su posterior cotización en el segmento SOCIMI. La Circular 20/2016 recoge la posibilidad de que una SOCIMI que cuente o estime durante cuatro

meses consecutivos cumplir el requisito mencionado en el primer párrafo deberá solicitar su inclusión en el sub-segmento SOCIMI en Desarrollo.

La creación de este sub-segmento por parte del MAB responde a la necesidad de dar visibilidad e información a los inversores de la situación del activo de estas SOCIMI.

La existencia de esta tipología de SOCIMIS, como señala Arhust (2017), presenta unos rasgos característicos de inversión:

- Un perfil de inversión con un horizonte temporal mayor. La inversión puede llevarse a cabo en un momento en el que la SOCIMI no genere beneficios dado que los inmuebles objeto de arrendamiento pueden estar aún no disponibles.
- La posibilidad de participar en todo el ciclo constructivo desde la promoción hasta el arrendamiento debería, *a priori*, proporcionar una mayor rentabilidad al inversor por la eliminación de intermediarios y la generación de un mayor valor añadido.
- La promoción de los inmuebles se podría beneficiar del especial régimen fiscal de la SOCIMI.

B. Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)

B.1. Introducción

Las Instituciones de Inversión Colectiva pueden clasificarse siguiendo a Machuca Sigüero y Viñas Miquel (2016) en fondos de inversión y sociedades de inversión. A su vez podemos clasificar las Instituciones Colectivas de Inversión (IIC) según su carácter en: financieras y no financieras.

Las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IICI) son dotadas por primera vez de cobertura legal con un régimen fiscal y financiero especial en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.

La trayectoria de ambas entidades -Fondos de Inversión Inmobiliaria y Sociedades de Inversión Inmobiliaria- se desarrolló de muy diversa forma. Los primeros Fondos de Inversión Inmobiliaria surgieron en 1995 y no fue hasta siete años más tarde que surgió la primera Sociedad de Inversión Inmobiliaria en España (*véase gráfico y tabla*). Esta preferencia por los Fondos de Inversión Inmobiliario se puede explicar por su carácter abierto frente al carácter cerrado de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

Sin embargo, el carácter abierto de los Fondos de Inversión Inmobiliaria unido a la crisis financiera terminó por hundirlos por la alta demanda de solicitudes de reembolsos en los peores momentos de la crisis. La falta de liquidez de los activos de los fondos para afrontar los reembolsos terminó por ahuyentar a los últimos inversores.

Por su parte, las Sociedades de Inversión Inmobiliaria han sido más estables a lo largo de su existencia y su número no fluctuó tanto como en el caso de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

A continuación, en este trabajo se explicarán los caracteres legales de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII) por ser de interés para realizar posteriormente una comparación con las SOCIMI.

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC) regula en su Capítulo II del Título III las instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero, incardinándose aquí tanto los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) como las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), siendo objeto de desarrollo posterior por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de Desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (RIIC).

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria comparten unos caracteres y requisitos comunes a ambas instituciones, que son los siguientes:

Ambos deben tener por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, delimitando el RIIC cuales son estos bienes:

- Las inversiones en inmuebles finalizados
- Las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren sobre plano
- La compra de opciones de compra y compromisos de compra a plazo de inmuebles, si el vencimiento de éstos no supera los dos años ni se establecieran limitaciones a su libre transmisibilidad
- Derechos reales sobre bienes inmuebles siempre que permitan el arrendamiento de éstos
- La titularidad de concesiones administrativas que permitan el arrendamiento de inmuebles

El legislador también establece una serie de limitaciones a las IIC inmobiliarias, relacionadas con el porcentaje que determinadas masas de activo del balance de la entidad puedan alcanzar y su longevidad mínima en el mismo. En ningún caso podrán superar las inversiones a través de compra sobre plano y los compromisos de compra el 40 por ciento del patrimonio de la sociedad, ni las opciones de compra el 10 por ciento del patrimonio. Por último, los bienes inmuebles no podrán ser enajenados antes de transcurridos tres años desde su adquisición, salvo autorización expresa de la CNMV.

B.2. Coeficientes de Liquidez y Diversificación

Con respeto a los coeficientes de liquidez y diversificación, siendo de especial relevancia el primero en el caso de los Fondos de Inversión Inmobiliaria por su carácter abierto.

El RIIC establece un límite a la financiación ajena, ésta no podrá superar el 50 por ciento del patrimonio de la IIC, debiéndose informar pertinentemente a los inversores en la memoria anual y en los informes trimestrales. Es importante destacar que a los efectos de este cómputo no se tendrá en cuenta la financiación obtenida sujeta al régimen de protección pública de la vivienda. El legislador permite un endeudamiento superior del diez por ciento del activo si fuese necesario con motivo de una falta temporal de liquidez.

En relación con la diversificación del riesgo, ningún bien podrá superar el 35 por ciento del patrimonio total de la IIC y da un período de tres años a partir de la inscripción de la institución para su cumplimiento. Durante el período transitorio hasta el cumplimiento del requisito de diversificación, el activo de la IIC deberá estar invertido en bolsa de valores u otros mercados o sistemas organizados de negociación. Establece el legislador un último límite, la imposibilidad de arrendar a entidades de un mismo grupo un porcentaje superior al 35 por ciento de la masa patrimonial conformante del activo.

B.3. Régimen Fiscal

La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, (LIS) establece un régimen especial para las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria, es decir, los FII y las SII. Estas entidades tributarán al uno por ciento, si cumplen los siguientes requisitos:

- Tener un mínimo de 100 participantes o accionistas
- Tener por objeto exclusivo el arrendamiento de inmuebles urbanos
- Permanencia de los bienes del activo un mínimo de tres años desde su adquisición, salvo que medie autorización expresa de la CNMV

Si se incumpliese la obligación de permanencia de los inmuebles de tres años, la entidad deberá tributar por dicha transmisión del inmueble al tipo general del Impuesto sobre Sociedades (IS), así como abonar el tipo general del IS deduciendo el uno por ciento ya abonado de las rentas generadas por ese inmueble durante el tiempo que se optó por este régimen fiscal especial.

También podrán beneficiarse de un IS del uno por ciento aquellas entidades que, cumpliendo los tres requisitos mencionados, tengan como objeto social la promoción inmobiliaria de viviendas para su arrendamiento y cumplan además con:

- ✓ La limitación del veinte por ciento de su activo afecto a la promoción inmobiliaria de viviendas

- ✓ Contabilización separada de la actividad inmobiliaria de promoción y arrendamiento para cada inmueble adquirido o promovido permitiendo determinar la renta correspondiente a cada vivienda, local o finca registral independiente en que se divida
- ✓ Los inmuebles fruto de la promoción inmobiliaria de la entidad deberán permanecer al menos siete años arrendados u ofrecidos en arrendamiento por la entidad, dicho plazo se computará desde su fecha de terminación

Por último, al igual que las SOCIMI, las IICI se benefician de un régimen especial en las operaciones de constitución y aumento de capital social y las aportaciones no dinerarias. Dichas operaciones no serán objeto de tributación en la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD). De igual manera que las SOCIMI, las IICI también disfrutaban de una bonificación del 95 por ciento en los mencionados impuestos para la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento o terrenos afectos a la promoción con idéntica finalidad.

B.4. Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)

B.4.1. Introducción

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria no han sido ajenos a la crisis inmobiliaria, las fuertes oscilaciones en los precios del mercado afectaron a los mismos -véase el gráfico II- por el miedo de los inversores y la consecuente solicitud de reembolsos, un ejemplo, es el FII del Banco Santander – Santander Banif Inmobiliario F.I.I.- que solicitó a la CNMV la suspensión del reembolso de las participaciones¹⁹ durante dos años ante el aluvión de solicitudes de reembolso que ascendían a 3.053,5 millones de euros - el 96,8% del patrimonio de dicho fondo-.

La zozobra de este instrumento de inversión es patente aún hoy en día. Calvo (2013) destacaba su crepúsculo a finales de 2013. En 2007 los FII acumulaban un patrimonio total de 8.612 millones de euros para seis años más tarde no alcanzar ni los 4.000 millones de euros (3.926 millones de euros). Actualmente²⁰ en el registro de la CNMV sólo aparecen tres FII (véase *anexo II*) y todos se encuentran en liquidación.

¹⁹ CNMV, Hecho Relevante de Santander Banif Inmobiliario, FII N° de registro: 104.994 de 4 de marzo de 2009

²⁰ A fecha de 17 de octubre de 2017

Los FII existentes se disolvieron o solicitaron a la CNMV autorización para su transformación en otros vehículos de inversión como Santander Banif Inmobiliario²¹, BBVA Propiedad²² o Bankia Inmobiliario²³ en SII o Sabadell Inmobiliario²⁴ en SOCIMI.

B.4.2. Rasgos Principales

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria deben tener un capital social mínimo de 9 millones de euros totalmente desembolsado, aunque éste pueda estar compartimentado en fondos de al menos 2,4 millones de euros, siempre que la suma total sea de al menos nueve millones de euros.

Los Fondos de inversión carecen de personalidad jurídica y su gestión y representación está en manos de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) asistido por un Depositario.

Cada fondo debe contar con al menos 100 partícipes cuya responsabilidad patrimonial se limita al capital aportado.

La LIIC configura asimismo unos requisitos adicionales:

- La existencia de al menos una ventana de liquidez anual
- La obligación de tasar el patrimonio del fondo anualmente y fijar un valor liquidativo con una frecuencia mínima mensual.

El FII podrá solicitar a la CNMV la suspensión de los reembolsos, dicha suspensión no podrá ser por un plazo de tiempo superior a los dos años.

Además, la LIIC establece como régimen jurídico supletorio las disposiciones aplicables a los fondos de inversión de carácter financiero.

B.4.3. Política de inversiones

El activo de los FII deberá estar constituido al menos en un 70 por ciento por los bienes inmuebles mencionados en el epígrafe introductorio de las instituciones de inversión colectiva.

Asimismo, los FII deberán mantener un coeficiente de liquidez del 10 por ciento del activo total del mes anterior en los meses en los que tengan ventanas de liquidez.

²¹ CNMV, Hecho Relevante de Santander Banif Inmobiliario, FII N° de registro: 214.644 de 27 de noviembre de 2014

²² CNMV, Hecho Relevante de BBVA Propiedad, FII N° de registro: 145.471 de 10 de junio de 2011

²³ CNMV, Hecho Relevante de Bankia Inmobiliario, FII N° de registro: 211.769 de 10 de octubre de 2014

²⁴ CNMV, Hecho Relevante de Sabadell Inmobiliario, FII N° de registro: 214.120 de 14 de noviembre de 2014

El porcentaje restante de la masa patrimonial del activo podrá estar invertido en valores admitidos a cotización en la bolsa o sistemas organizados de negociación.

Cabe destacar que la necesidad de mantener un coeficiente de liquidez tan alto en determinadas épocas del año merma considerablemente la rentabilidad de los FII.

B.5. Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII)

A diferencia de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, las Sociedades de Inversión Inmobiliaria tienen personalidad jurídica y se constituyen como sociedades anónimas que solo podrán adoptar la forma de capital fijo. El capital social mínimo son nueve millones si bien puede estar compartimentado con un mínimo de 2,4 millones de euros por compartimento siempre que el total de la suma sea por lo menos nueve millones de euros.

No precisan de una SGIIC, salvo en casos excepcionales y sí de un Depositario en virtud de la modificación operada por Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Asimismo, están obligadas a tener un mínimo de 100 accionistas.

Las SII deberán invertir al menos el 80 por ciento de su activo en la tipología de bienes inmuebles de naturaleza urbana mencionados en el epígrafe introductorio de las instituciones de inversión colectiva, pudiendo estar el resto de su activo invertido en valores admitidos a cotización o en sistemas organizados de negociación.

C. Régimen especial de Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas

Antes de terminar la revisión de los distintos regímenes legales creados por el legislador para fomentar la inversión inmobiliaria, es necesario destacar la existencia de un régimen fiscal especial para las sociedades arrendadoras de viviendas.

La Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (LIS) recoge en su Capítulo III Título VII un régimen fiscal especial para aquellas sociedades que tengan por objeto principal el arrendamiento de viviendas sitas en territorio español. Este régimen permite además la realización de otras actividades complementarias, así como la transmisión de inmuebles sujeto al cumplimiento de una serie de requisitos explicados *infra*.

Para que sean considerados arrendamientos válidos a los efectos de aplicar este régimen fiscal beneficioso, los arrendamientos deberán haberse constituido al amparo de la Ley 29/1994, de 24 de noviembre, de Arrendamientos Urbanos (LAU).

Los requisitos para la aplicación de este régimen fiscal son:

- El número de viviendas arrendadas u ofrecidas en arrendamiento debe ser igual o superior a ocho
- Las viviendas arrendadas u ofrecidas en arrendamiento deben estarlo por un período mínimo de tres años
- La contabilización diferenciada de la promoción inmobiliaria y el arrendamiento de cada inmueble adquirido o promovido desglosado pertinentemente para conocer la renta correspondiente a cada vivienda, local o finca registral
- Al menos el 55% de las rentas del período deberán provenir del arrendamiento o que idéntico porcentaje del activo sea susceptible de generar rentas por igual cuantía, excluyendo las rentas derivadas de la transmisión de inmuebles arrendados u ofrecidos por un período mínimo de tres años.

El incumplimiento de permanencia de cada bien inmueble, por separado, por un período de tres años dará lugar a la obligación de ingresar el importe de la bonificación aplicada a la totalidad de períodos impositivos sobre ese inmueble, sin perjuicio de los intereses de demora, recargos y sanciones que, en su caso, resulten procedentes.

La bonificación de este régimen fiscal especial será del 85 por ciento sobre la cuota íntegra que corresponda a las rentas generadas por el arrendamiento de viviendas que cumplan los requisitos.

4. Estudio empírico

4.1. Introducción

A diferencia de gran parte de la literatura existente relativa al sector inmobiliario, este estudio no se centrará en el *Net Asset Value*²⁵ (NAV) de las sociedades objeto de estudio en relación con su cotización en los mercados bursátiles. Un estudio de estas características supondría dejar fuera del mismo a muchas sociedades inmobiliarias que no cotizan y podría suponer la pérdida de datos relevantes para la línea de investigación de este trabajo.

En aras de no excluir a dichas sociedades, pero tener una cierta fiabilidad en los datos de la muestra sólo se incluirán sociedades con estados financieros auditados. Teniendo en cuenta el carácter patrimonialista de las sociedades objeto de estudio y sus requisitos de constitución, no deberían ser un requisito difícil de cumplir las condiciones que establece el artículo 263²⁶ del Real Decreto Legislativo 1/2010, de dos de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, TRLSC).

En el estudio no se van a incluir los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) a pesar de haber sido explicados con anterioridad. Los motivos que justifican esta decisión son la obtención de una rentabilidad por parte de los FII inferior a la rentabilidad del mercado en el período 1995-2005²⁷ (López Penabad et al., 2006). Los FII vuelven a ser objeto de análisis por los mismos autores²⁸ para el período 1995-2012 demostrando el análisis que el rendimiento de ninguno de los FII es superior en términos de rendimiento al obtenido por la cartera de mercado gestionada de forma pasiva (Maside Sanfiz et al., 2016). Estos resultados quedan refrendados por el Gráfico II que detalla la rentabilidad de los FII a lo

²⁵ Valor neto de los activos

²⁶ Artículo 263 TRLSC:

1. Las cuentas anuales y, en su caso, el informe de gestión deberán ser revisados por auditor de cuentas.
2. Se exceptúa de esta obligación a las sociedades que durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las circunstancias siguientes:

- a) Que el total de las partidas del activo no supere los dos millones ochocientos cincuenta mil euros.
- b) Que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los cinco millones setecientos mil euros.
- c) Que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a cincuenta.

Las sociedades perderán esta facultad si dejan de reunir, durante dos ejercicios consecutivos, dos de las circunstancias a que se refiere el párrafo anterior

3. En el primer ejercicio social desde su constitución, transformación o fusión, las sociedades quedan exceptuadas de la obligación de auditarse si reúnen, al cierre de dicho ejercicio, al menos dos de las tres circunstancias expresadas en el apartado anterior.

²⁷ En el período de 1995-2005 sólo dos fondos obtuvieron una rentabilidad por encima de la de mercado: Santander Central Hispano Banif y Segurfondo Inversión, siendo el resultado global de los FII negativo.

²⁸ Se añade la participación de Ana Iglesias Casal (véase referencias)

largo del período 2001-2008 y el *status quo* de los tres únicos Fondos de Inversión Inmobiliaria todavía existentes -en el registro oficial de la CNMV-; todos ellos se encuentran en liquidación (véase Anexo II).

4.2. Metodología

La metodología aplicable se ha visto constreñida por la escasez de los datos obtenidos.

Al comienzo de este estudio se pretendía realizar una comparación de información *univariable* sobre datos contables. Sin embargo, esta práctica puede llevar a problemas de representatividad por la distorsión de algunos datos como sugieren Rayo y Cortes (2010); solucionable mediante el desglose de las sociedades en varias categorías que permitiría eliminar esas diferencias entre pequeños y grandes actores en el mercado inmobiliario. A pesar de esto, esta solución no es aplicable debido al reducido número de resultados obtenidos para ciertos períodos de tiempo.

Además, el escaso número de entidades en los casos de Sociedades de Inversión Inmobiliaria y en algunos períodos de las SOCIMI también impiden la eliminación de los *outliers* o valores extremos, tanto por exceso como por defecto, de los resultados obtenidos. Esta limitación se manifiesta en las altas desviaciones típicas que arrojan los datos.

Ante esta tesitura se opta por el uso de ratios y un análisis descriptivo que abra la senda para futuras líneas de investigación.

Descripción

El estudio de las ratios abarcará tres poblaciones distintas: sociedades mercantiles dedicadas al arrendamiento por cuenta propia, Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII) y Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). Los Fondos de Inversión Inmobiliaria se excluyen del estudio por las causas mencionadas en el epígrafe anterior.

Para la obtención de los datos se ha recurrido a fuentes diversas como se explica a continuación:

En el caso de las sociedades mercantiles los datos contables necesarios se han obtenido de la base de datos SABI®. Los criterios booleanos empleados en la búsqueda han sido los siguientes:

- Sociedades mercantiles bajo la forma jurídica de Sociedad Anónima o Sociedad Limitada
- Presenten cuentas anuales auditadas favorablemente en algún año durante el período 2013-2016
- Respondan al CNAE 6820: Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia.

Se opta por incluir todas las sociedades que en algún año hayan sido auditadas con la calificación de favorable, en vez de exigir dicha calificación todos los años, para evitar el sesgo de supervivencia que supondría dejar fuera de la población objeto de estudio a aquellas sociedades auditadas favorablemente en uno o varios años en el período 2013-2016, pero no para la totalidad del período por estar disueltas o en extinción con anterioridad a 2016.

La inclusión exclusivamente de sociedades auditadas todos los años podría llevar a la pérdida de información valiosa, por ello, se sacrifica la auditoría favorable en todos los años en aras de obtener una mayor riqueza de datos y en detrimento de la mayor seguridad que aportan las cuentas anuales auditadas.

En cuanto a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII) serán objeto de estudio las que aparezcan en el Registro Oficial de la CNMV. Ante la imposibilidad de encontrar un Registro histórico oficial de la CNMV sobre las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que operaban en España en el período 2013-2016, se opta por incluir sólo en esta muestra las Sociedades de Inversión Inmobiliaria presentes en el Registro de la CNMV a fecha de realización de este trabajo.

Siendo imposible contornar el sesgo de supervivencia, único motivo que justificaba la inclusión de sociedades sin cuentas auditadas en algún año y para salvaguardar la rigurosidad de este trabajo se exigirá para esta muestra que tengan todas las cuentas anuales auditadas favorablemente en el período 2013-2016.

Por tanto, los criterios para seleccionar la muestra han sido:

- SII presentes en el Registro Oficial de la CNMV
- Presenten cuentas anuales auditadas favorablemente para los años 2013-2016

Por último, en el caso de las SOCIMI se recurre a la misma metodología mencionada para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y se recurre al Registro Oficial de la CNMV.

Las SOCIMI al tener un menor recorrido temporal, recordemos que la primera SOCIMI nació a finales del año 2013, permite recurrir a fuentes secundarias para obtener datos de SOCIMI no activas.

No se ha encontrado ningún caso de disolución de una SOCIMI. Pero sí de absorción. Por tanto, se han incluido también aquellas SOCIMI que se han extinguido o han sido absorbidas como es el caso de Testa por parte de Merlin Properties para evitar el sesgo de supervivencia.

Como corolario a esta coyuntura los criterios definitorios de la muestra son:

- SOCIMI presentes en el Registro Oficial de la CNMV
- Presenten cuentas anuales auditadas favorablemente para los años 2013-2016
- Coticen en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) o en el Mercado Continuo (MC)

Cabe destacar dos matices aplicables tanto a SII como a SOCIMI. En el estudio sólo se incluirán datos de sociedades que durante el período de estudio estuviesen bajo el paraguas legal de la tipología de la entidad a la que pertenecen, por ejemplo, en el caso de Inmobiliaria Colonial SOCIMI, S.A. que aprobó en Junta General de Accionistas en 2017 convertirse en SOCIMI, no será incluida. *A sensu contrario*, sí se tendrán en cuenta, sin embargo, aquellas sociedades que cambiaron su régimen legal desde el año que dicho cambio fue efectivo hasta el 2016.

4.2.1. Determinación de la muestra

Siguiendo los criterios expuestos en el epígrafe anterior, obtenemos las siguientes muestras:

En el caso de las sociedades mercantiles obtenemos de SABI® un total de 480 sociedades bajo el régimen de sociedad anónima o sociedad limitada con un CNAE 6820. Eliminamos de los datos obtenidos las SOCIMI y la SII para evitar que éstas no aparezcan en dos poblaciones y obtenemos un total de 462 sociedades.

En el momento de la realización de este estudio están activas 400 según SABI®, las 62 sociedades restantes se encuentran en disolución, extinguidas, en concurso o se desconoce su estado actual. En relación a la muestra obtenida para los años objeto de estudio el número de datos es el siguiente:

Tabla 1: Distribución de datos de las sociedades mercantiles CNAE 6820

Año	2013	2014	2015	2016
Número de sociedades	442	448	427	290

Por tanto, en el caso de las sociedades mercantiles obtenemos un total de 1607 entradas-año, valor muy superior al obtenido para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y para las SOCIMI como se expondrá a continuación.

Los resultados arrojados para las Sociedades de Inversión Inmobiliaria que cumplían los requisitos son 6 sociedades, distribuidas de la siguiente manera:

Tabla 2: Distribución de datos de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria

Año	2013	2014	2015	2016
Número de SII	5	5	6	6

Se obtienen un total de 21 entradas-año para la muestra de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria. La suma lógica serían 22 entradas-año, pero dado que para el año 2013 falta en las cuentas anuales de la sociedad Real Estate Deal la página relativa a los activos

de la sociedad siendo rigurosos no podemos tener en cuenta dicha sociedad para ese año.

Una vez seleccionadas las SOCIMI que cumplían los requisitos, la muestra asciende a 33 sociedades, siguiendo la siguiente distribución por años:

Tabla 3: Distribución de datos de las SOCIMI

Año	2013	2014	2015	2016
Número de SOCIMI	2	6	15	32

La justificación de que sólo haya 32 SOCIMI en el año 2016 se debe a la absorción de Testa por parte de Merlin Properties.

En total, el conjunto de SOCIMI objeto de estudio arroja un total de 55 entradas-año.

4.2.2. Tendencia del mercado inmobiliario

Antes de comenzar el análisis de los datos contables a través de las ratios es necesario poner de relieve las tres tendencias diferentes que se observan en las tres muestras.

En la primera, las sociedades mercantiles con CNAE 6820 (excluidas las SOCIMI y las SII), es patente un claro declive en su número. En el año 2016 tenemos menos información de sociedades con esta actividad. El descenso de 2015 a 2016 es de casi un tercio (-32,08%).

Por su parte, las Sociedades de Inversión Inmobiliaria reflejan una tendencia constante, su número apenas se eleva de cinco a seis sociedades.

Por último, las SOCIMI, presentan una tendencia creciente, su número a lo largo de los cuatro años crece exponencialmente más que duplicándose de un año para otro.

Habiendo expuesto las tres tendencias observables, se expondrán a continuación las ratios aplicados y los resultados obtenidos para las tres muestras.

4.3. Ratio de apalancamiento

4.3.1. Literatura

Las sociedades inmobiliarias tienen una tendencia a presentar altos niveles de apalancamiento para llevar a cabo su objeto social. Señala Li et al. (2014) -en el caso de los REIT- que la obligación de distribuir en dividendo el 90% de su beneficio provoca que tengan una fuerte dependencia de la financiación ajena.

Los niveles de apalancamiento altos no tienen por qué ser perjudiciales para las sociedades. Ling et al. (2013) demuestran que el apalancamiento en las empresas inmobiliarias cotizadas– REITs y no REITs- mejora su rendimiento. Sin embargo, durante la crisis financiera los altos índices de apalancamiento amplificaron los efectos negativos de aquella provocando una caída significativa del precio de la acción (Ling et al., 2013). Asimismo, también demuestran que durante la crisis financiera (2007-2008) las REIT más apalancadas fueron las que sufrieron un mayor descenso del precio de sus acciones.

En relación con la fuerte dependencia de financiación ajena, Sun et al. (2013) descubren que la caída en el precio de la acción de las REITs estadounidenses fue más pronunciado para aquellas con una financiación ajena con una madurez más corta.

4.3.2. Resultados

Los resultados obtenidos para el conjunto de las muestras son:

Tabla 4: Ratio de apalancamiento

Ratio de Apalancamiento				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Sociedades CNAE 6820	40,58	36,06	841,81	76,24
SII	219,55	202,83	264,04	216,34
SOCIMI	182,86	191,37	602,17	456,45

En las tres poblaciones se pueden apreciar valores muy altos de apalancamiento medido en términos porcentuales. La razón que explica estos valores tan altos es la actividad a la que se dedican estas sociedades: el sector inmobiliario.

La explotación del objeto social de estos tres tipos de sociedades está ligado a la promoción inmobiliaria propia o a la adquisición de inmuebles para su posterior arriendo; tiene, por tanto, un horizonte temporal de inversión muy largo que exige grandes desembolsos.

Es significativo el aumento que se aprecia en las sociedades CNAE 6820 y en las SOCIMI en el año 2015. La razón que justifica un cambio tan extremo es la recuperación del sector inmobiliario. El sector inmobiliario se estaba empezando a recuperar, en 2014 y 2015, el volumen de inversión extranjera fue de 10.000 y 13.000 millones de euros respectivamente (Fernández-Cuesta, 2016). Estas cifras tan elevadas justifican una mayor tendencia al endeudamiento y explican las cifras obtenidas.

El mismo autor predecía con acierto la tendencia para 2016, “*la inversión inmobiliaria sufrirá una desaceleración en 2016*” (Fernández-Cuesta, 2016, p. 1); opinión que queda refrendada por los datos obtenidos.

La fuerte inversión y la mejora de las perspectivas empresariales en el sector inmobiliario justificaría tales cambios. Además, comenzaba a haber operaciones de absorción o adquisición, por ejemplo, la compra de Testa por parte de Merlin Properties.

Por su parte, las Sociedades de Inversión Inmobiliaria por tener un carácter cerrado y una visión *largoplacista* no experimentaron un cambio tan radical como lo hicieron las otras dos poblaciones.

4.3.3. Conclusión

Los resultados obtenidos concuerdan con la literatura.

Además, en el caso de las SOCIMI, los requisitos establecidos por la legislación española explicarían tales desequilibrios. La obligación de repartir dividendos en grandes porcentajes no permite a las SOCIMI generar reservas para desarrollarse y las remite para la financiación ajena. Esta limitación obliga a las SOCIMI a desinvertir en activos no estratégicos, emitir deuda y realizar ampliaciones de capital; podría, además, explicar estrategias de crecimiento basadas en fusiones y adquisiciones como la llevada a cabo por Merlin Properties que en 2015 adquirió Testa para fusionarse un año más tarde con Metrovacesa y dar lugar a una sociedad con activos por valor de 9.317 millones de euros (Merlin Properties, 2016).

Por último, aunque en España no muchas sociedades inmobiliarias emiten deuda, es relevante destacar el impacto que la relación capital-financiación ajena tiene sobre los resultados.

La literatura internacional ha demostrado que el coste de la deuda con calidad crediticia de *junk bonds* (bonos basura) es muy alto para los REITs por la existencia de un salto no lineal del uno por ciento entre la categoría de inversión y la de especulación (Brown and Riddiough, 2003 citado por Li et al., 2014). Sin embargo, Li et al. (2014) no encuentran evidencia suficiente de que las REITs con categoría especulativa emitan significativamente menos deuda que aquellas con categoría de inversión; pero sí que hallaron que las REITs que afrontaban un descenso de categoría crediticia emitían un 11 por ciento menos de deuda neta de capital en relación con el nivel total de los activos en relación con otras REITs.

Otros estudios han demostrado que para las sociedades inmobiliarias cotizadas europeas el riesgo de interés a corto plazo está directamente relacionado con el nivel de apalancamiento de la sociedad (Lin Lee et al.; 2014). Contrariamente a lo esperado Lin Lee et al. (2014) hallan que los REITs son menos sensibles que otras sociedades inmobiliarias al riesgo de interés a corto plazo.

4.4. Coeficiente de solvencia

4.4.1. Literatura

La solvencia de una sociedad, medida por el porcentaje de fondos propios que cubren el total de su activo se contraponen con la idea de un mayor apalancamiento en aras de obtener una mayor rentabilidad de los recursos propios.

Sin embargo, la literatura internacional evidencia que las sociedades cotizadas con un mayor porcentaje en propiedad obtienen ventajas de esta relación fondos propios-activo: son menos sensibles a cambios en los tipos de interés a largo plazo (Lin Lee et al.,2014).

4.4.2. Resultados

Los resultados obtenidos para el conjunto de las muestras son:

Tabla 5: Coeficiente de solvencia

Coeficiente de Solvencia				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Sociedades CNAE 6820	65,73	65,49	67,58	69,89
SII	71,71	68,30	55,13	66,30
SOCIMI	72,23	70,45	57,05	53,80

En los datos obtenidos podemos vislumbrar dos tendencias diferenciadas, las sociedades con CNAE 6820 tienden a un aumento de su coeficiente de solvencia, mientras que las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y las SOCIMI tienden a disminuirlo.

El 66,30% que muestra la media de las SII para el año 2016 por ser la población muy pequeña -sólo seis sociedades- está distorsionada por la sociedad Ventafarinas Inmobles que realizó un aumento de capital por compensación de créditos²⁹ y la sociedad Santander Ahorro Inmobiliario 1 que redujo y aumentó su capital por compensación de créditos³⁰; estas operaciones supusieron un aumento del coeficiente de solvencia de aproximadamente el 40 y el 30 por ciento respectivamente. Si eliminamos el efecto de Ventafarinas Inmobles y el de Santander Ahorro Inmobiliario 1

²⁹ Memoria de las Cuentas Anuales de 2016 de Ventafarina Inmobles, S.I.I., S.A. p. 14

³⁰ Memoria de las Cuentas Anuales de 2016 de Santander Ahorro Inmobiliario 1, S.I.I., S.A. p. 20

comprobamos que el coeficiente de solvencia de las SII continua su tendencia decreciente en el año 2016.

4.4.3. Conclusión

Podemos afirmar que el mercado presenta mejores perspectivas para el futuro catalizadas por la recuperación económica. La reducción del coeficiente de solvencia permite apreciar una mayor confianza en el sector que permite mayores índices de apalancamiento acompañados de coeficientes de solvencia cada vez menores.

La única duda que surge es la tendencia opuesta observada en las sociedades CNAE 6820 que demuestra una menor confianza en estas sociedades al tener que recurrir a la financiación propia en vez de apalancarse.

4.5. Ratio de rentabilidad

4.5.1. Literatura

Estudios previos han demostrado que el sector inmobiliario cotizado tiene un carácter defensivo y contracíclico en épocas de crisis (Glascock et al., 2004) y un nivel bajo de riesgo sistémico (Lin Lee et al., 2014).

Asimismo, otros autores han estudiado la posibilidad de invertir las acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas para cubrirse frente a la inflación. Lee y Lee (2014) demuestran que las sociedades inmobiliarias cotizadas europeas no son una buena forma de cubrirse en el corto plazo, pero sí en el largo plazo. Los mismos autores exponen que existe una asimetría en la capacidad de las sociedades inmobiliarias cotizadas dentro del continente; la capacidad protectora se predica con mayor fuerza en los mercados desarrollados (Reino Unido, Francia y Alemania) frente a los mercados europeos emergentes (Polonia y República Checa). Esta diferencia se podría justificar por la mayor presencia de inversores institucionales en los mercados desarrollados (Lee y Lee, 2014).

Además, el rendimiento y la volatilidad de los REITs estadounidenses están correlacionados con respecto a los cambios inesperados en las políticas de la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) sobre los tipos de interés (Bredin et al., 2007); sin embargo, no se puede predicar esta correlación para las grandes REITs estadounidense -el último percentil-.

4.5.2. Resultados

El estudio de la rentabilidad se va a dividir en tres ratios:

- Rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés)
- Rentabilidad de los activos (ROA, por sus siglas en inglés)
- Rentabilidad del capital empleado (ROCE, por sus siglas en inglés)

A.1. Rentabilidad de los recursos propios

Los resultados obtenidos para el conjunto de las muestras son:

Tabla 6: Rentabilidad de los recursos propios (ROE)

Rentabilidad de los Recursos Propios				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Sociedades CNAE 6820	9,65	23,51	33,31	-6,50
SII	-13,57	-5,68	2,38	-7,05
SOCIMI	-0,91	3,11	1,49	15,83

Las tres muestras registran resultados muy dispares por lo que procederemos a su análisis individual.

En el caso de las sociedades de CNAE 6820 se registran resultados muy dispares tanto negativos como positivos. La gran mayoría de las causas se reconducen a:

- Políticas de desinversión de las sociedades
- La práctica de otras actividades por parte de las sociedades
- La reactivación del mercado inmobiliario del alquiler mejorando las tasas de ocupación

En los casos positivos extremos juega también un papel relevante un alto índice de apalancamiento.

En el caso de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria el valor negativo tan alto para el año 2013 viene motivado por el resultado negativo cosechado por Santander Ahorro Inmobiliario 1 que obtuvo un ROE del -33,27% justificado por la imputación de un deterioro de valor por valor de once millones de euros. Si eliminamos el efecto producido por Santander Ahorro Inmobiliario 1 obtenemos un promedio negativo de -7%.

En el resto de los años los demás resultados concuerdan con la realidad del sector inmobiliario, salvo por dos *outliers* en 2016, la rentabilidad negativa de Real Estate Deal y Santander Ahorro Inmobiliario 2 que presentan un ROE del -41% y -20% respectivamente; causado principalmente por la imputación de un deterioro de valor en la primera sociedad y por la enajenación de inmovilizado en el segundo caso. Si obviamos los efectos de estas dos sociedades, la media del ROE sería del 5,02%.

Por su parte las SOCIMI presentan una variación aparentemente mucho más estable que las otras dos poblaciones, sin embargo, en esta población tenemos que destacar cuatro casos extremos, dos en el año 2015 y dos en el 2016.

Los dos casos extremos de 2015 son Promociones Renta y Mantenimiento y URO Property Holding. El primero presenta un porcentaje de -26,92% causado por pérdidas por enajenaciones de inmovilizado y el segundo obtiene un resultado positivo de 21,55% por unos elevados ingresos y la enajenación de propiedades.

En el año 2016, los extremos se dispararon. La sociedad Obsido obtuvo un resultado espurio del 455,93% provocada por la descapitalización total de la sociedad, sus fondos propios ascendían a -1.426.564,52 y la sociedad Zaragoza Properties del -121,38% por las dotaciones realizadas en las inversiones inmobiliarias.

A.2. Rentabilidad del activo total

Los resultados obtenidos para el conjunto de las muestras son:

Tabla 7: Rentabilidad del activo (ROA)

Rentabilidad del Activo				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Sociedades CNAE 6820	2,43	15,83	5,99	3,95
SII	-10,37	-4,19	0,82	-5,71
SOCIMI	-0,51	1,71	-0,23	1,73

En el caso de las sociedades con CNAE 6820 la rentabilidad tan alta experimentada en 2014 se justifica porque en algunos de los elementos muestrales se disparó la rentabilidad; dichos elementos muestrales exhibieron rentabilidades tan altas motivadas por:

- Ingresos financieros extraordinarios
- Enajenación de inmovilizado y otras inversiones
- Tener otras actividades accesorias, además del arrendamiento de inmuebles

En el caso de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria los resultados más destacables se producen en 2013 y 2016. La rentabilidad de 2013 estuvo lastrada por el desempeño de las sociedades pertenecientes al Banco Santander – Santander Ahorro Inmobiliario 1 y Santander Ahorro Inmobiliario 2- que presentaron un ROA de -21,59% y -13,31% respectivamente. El ROA de ambas sociedades es negativo por el resultado negativo del ejercicio fruto del reconocimiento de deterioros de valor por un montante de once y cinco millones de euros respectivamente.

En el año 2016 sobresalen dos sociedades: Santander Ahorro Inmobiliario 2 y Real Estate Deal. En ambos casos la rentabilidad está lastrada por la corrección de los precios de los inmuebles, en el segundo caso por la imputación al resultado del ejercicio de deterioros de valor y en el primer caso por la venta de inmuebles por debajo del valor neto contable.

Por último, en el caso de las SOCIMI la rentabilidad de los activos presenta una mayor estabilidad; cabe sólo destacar que la media de 2016 esconde el impacto de la sociedad Obsido que presenta un ROA de -51,54% causado por su total descapitalización como se comentó *supra*; si se elimina a la sociedad Obsido, el ROA de las SOCIMI para el año 2016 se sitúa en el 3,45%.

A.3. Rentabilidad sobre el capital empleado

Los resultados obtenidos para el conjunto de las muestras son:

Tabla 8: Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE)

Rentabilidad sobre el Capital Empleado				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Sociedades CNAE 6820	4,28	9,10	13,70	8,14
SII	-10,18	-4,84	1,67	-8,04
SOCIMI	-0,22	2,21	1,14	3,13

El mayor resultado de las sociedades CNAE 6820 en relación con las SII y las SOCIMI se debe a las siguientes condiciones:

- Desinversión de las sociedades CNAE 6820 en inversiones financieras
- Alta rentabilidad obtenida por algunas sociedades
- Alto grado de apalancamiento
- Enajenación de inmovilizado
- Otras actividades además de las propias del CNAE 6820, esencialmente la promoción inmobiliaria (integración vertical)

En el caso de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria obtenemos los dos valores más extremos en el año 2013 y en el año 2016; tienen su origen en el impacto de las dos sociedades de Santander Ahorro Inmobiliario en la media para el año 2013. En el año 2016 el ROCE se justifica por los resultados extremos de Real Estate Deal y Santander Ahorro Inmobiliario 2.

Dado que se produce una coincidencia de las sociedades distorsionadoras del ROCE y del ROA nos remitimos a los comentarios mencionados en el análisis del ROA.

Por último, en la muestra de las SOCIMI, se observa una tendencia cercana a cero (año 2013) y positiva en los siguientes años. Tenemos que destacar dos elementos distorsionadores de la media de las SOCIMI en el año 2015 y en el 2016, la SOCIMI Promociones Renta y Mantenimiento en el primero y la SOCIMI Obsido en el último; si excluimos ambas sociedades del cálculo obtenemos una tendencia positiva del ROCE de las SOCIMI con un 3,02% para el año 2015 y un 5,07% para el 2016.

En ambos casos -Promociones Renta y Mantenimiento y Obsido- nos remitimos a las causas mencionadas en el ROA.

5. Conclusiones

Extraer una conclusión de los resultados obtenidos en el estudio comparativo resulta extremadamente complejo por las altas desviaciones típicas obtenidas y sería dar palos de ciego. Por ello, y ante la falta de una conclusión determinante por las distorsiones de la burbuja inmobiliaria que aún perduran en los balances de las sociedades y para obtener unos resultados menos sesgados se analizará la ratio ingresos de explotación - activo total para ayudar a esclarecer los resultados.

Mediante este análisis se pretende evitar las alteraciones que originan en las cuentas los movimientos desinversores de las sociedades ora en sentido positivo (ingresos extraordinarios) ora en sentido negativo (gastos extraordinarios). Además, la introducción de los ingresos de explotación permite evaluar si efectivamente el sector se ha recuperado; una recuperación implicaría unos ingresos de explotación crecientes ligados a una mayor ocupación de la oferta inmobiliaria.

Los resultados obtenidos para la ratio que relaciona ingresos de explotación y activo total de las sociedades son los siguientes:

Tabla 9: Ratio ingresos de explotación - activo total

Ratio Ingresos de explotación - Activo Total				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Sociedades CNAE 6820	17,55	16,50	4,67	15,78
SII	4,38	4,53	6,65	6,88
SOCIMI	3,84	3,89	3,86	6,02

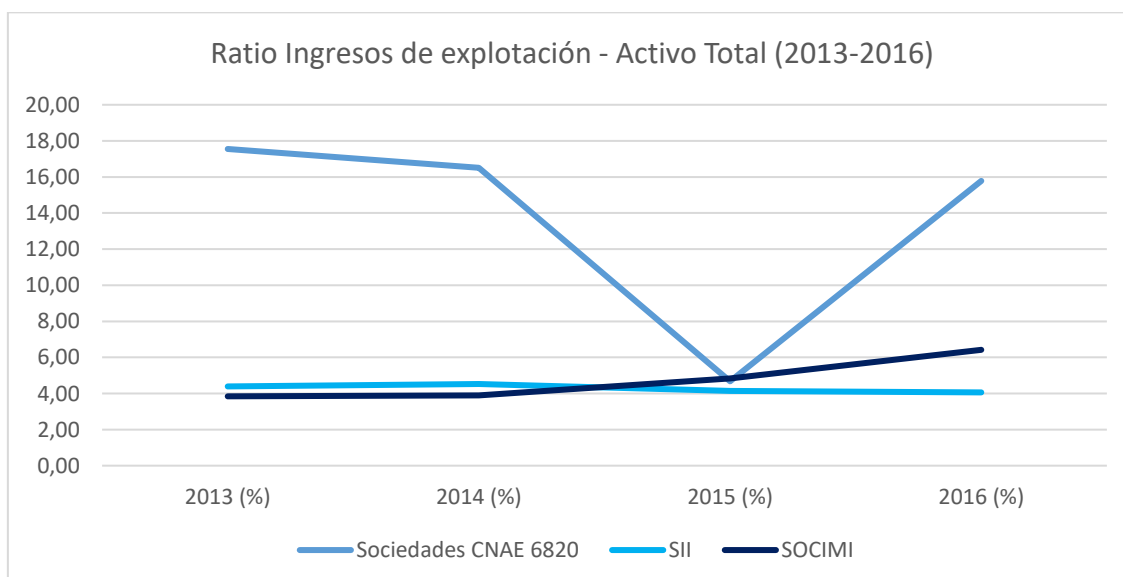
Las sociedades mercantiles CNAE 6820 siguen mostrando una alta rentabilidad, a excepción del año 2015 pero esta alta rentabilidad no se puede predicar de todas las sociedades, coexistiendo altas rentabilidades con rentabilidades irrisorias (volvemos a obtener altas desviaciones típicas).

Los resultados de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria están extremadamente influenciados por la aportación de Siresa Campus que en los dos únicos períodos -2015 y 2016- para los que tenemos datos de ella, obtiene una rentabilidad del 19,21 y 21%; si ajustamos los resultados obviando la aportación de Siresa Campus la media baja hasta los 4,14% en 2015 y 4,06% en 2016.

A simple vista parece que las SOCIMI son la peor opción de inversión. Sin embargo, estos datos engañan; si eliminamos las SOCIMI que presentan unos ingresos de explotación iguales a cero de nuestro estudio, por no haber iniciado aún su actividad o estar en procesos de adquisición o construcción de inmuebles, los resultados aumentan hasta los 4,83% y 6,42% para los años 2015 y 2016 respectivamente.

Si eliminamos las distorsiones mencionadas la situación sería la siguiente:

Gráfico 3: Ratio Ingresos de explotación - Activo Total (2013-2016)



Por tanto, las SOCIMI aún con pocos años de recorrido en el mercado nacional empiezan a despuntar frente a otros instrumentos de inversión en el mercado inmobiliario.

5.1. Resultado del estudio

Una vez estudiadas las distintas relaciones entre magnitudes contables se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- El sector inmobiliario presenta altos niveles de apalancamiento; dichos niveles se justifican por los altos costes de inversión que exige para su ejercicio.
- En la actualidad todavía perduran en los balances de numerosas sociedades inmovilizados sobrevalorados fruto de los excesos de la burbuja inmobiliaria. Esta realidad augura que todavía en los próximos años presenciemos desequilibrios en las cuentas de las sociedades.
- Salvo excepción, los datos apuntan a la desaparición de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (IICI), tanto los Fondos de Inversión Inmobiliaria como las Sociedades de Inversión Inmobiliaria ante la escasa rentabilidad que ofrecen y las ventajas comparativas que ofrece el régimen de la SOCIMI entre ellas: mejor régimen fiscal, menor inversión inicial necesaria y mayor grado de liquidez al cotizar en un mercado bursátil.

Las conclusiones son claras, en los próximos años asistiremos a una reasignación de la inversión en el sector inmobiliario, dicha inversión se canalizará hacia las SOCIMI por su régimen ventajoso frente a las otras opciones.

5.2. Limitaciones

A lo largo del presente estudio han surgido numerosas limitaciones, tanto en la metodología como en los resultados obtenidos, como se explica a continuación.

Con respecto a la metodología es patente que la imposibilidad de eliminar los valores extremos no permite visualizar con un alto grado de acierto la realidad del sector inmobiliario. Este efecto se observa en las altas desviaciones típicas obtenidas en todas las ratios calculadas.

En relación a los resultados el mayor reproche que se puede realizar a este estudio es la falta de ponderación riesgo-rentabilidad y el inexistente desglose de las todas sociedades según la tipología de activos que tienen en su patrimonio (*retail*, oficinas, vivienda, etc.); vale la pena traer a colación los resultados de Fernández Gimeno et al. (2012, p. 329) para los REITs que señala: “[e]xisten diferencias significativas entre los REITs en función de los activos subyacentes”, por lo que futuras líneas de investigación deberían emplear una metodología que tuviese en cuenta las características de la composición patrimonial de las sociedades inmobiliarias objeto de estudio para poder comparar diferentes subsectores.

5.3. Futuras líneas de investigación

En futuras investigaciones sería interesante evaluar las SOCIMI separadamente de otros regímenes legales existentes por sus especiales condiciones, mercantiles y fiscales. En la literatura internacional los REITs han sido objeto de profusos estudios. Entre los temas relevantes desde la óptica de las SOCIMI son tanto la liquidez como la ratio Precio/NAV.

Hasta el alcance de mi conocimiento, los únicos autores que abordan la ratio Precio/NAV para las SOCIMI son Roig Hernando y Soriano Llobera (2015). Dichos autores encuentran que la ratio NAV/Precio de las dos primeras SOCIMI constituidas en España -Entrecampos Cuatro y Promorent³¹- presentaban en 2014 una prima histórica del 47% y 7% respectivamente. De esta manera se superaban las hipótesis anteriores de otros autores, Fernández Gimeno et al. (2012) de que la ratio española por comparativa con otros países europeos se situaría entre el 30 y el 45 por ciento de descuento. Sería deseable un estudio más vasto que abarcara un horizonte temporal mayor y un número de muestras superiores.

Relacionado con la ratio NAV/Precio está la liquidez de las SOCIMI, unos de los objetivos primordiales de la creación de la SOCIMI. Moss y Lux (2013) en su estudio del mercado europeo encontraron que las compañías más líquidas son las que obtienen una mayor valoración en términos de valor liquidativo (NAV³², por sus siglas en inglés). Asimismo, para Moss y Lux (2013) la liquidez está altamente relacionada con el nivel de recursos propios.

Por último, no se debe desdeñar la posibilidad de replicar las pautas de este estudio en el futuro una vez haya transcurrido un mayor lapso de tiempo. La acumulación de tiempo permitiría tener un mayor número de elementos muestrales a juzgar por la recuperación que se está produciendo en el mercado inmobiliario en la actualidad y la corrección en el valor de los inmovilizados en los balances de las sociedades tras la burbuja inmobiliaria.

³¹ Promociones, Renta y Mantenimiento

³² Net Asset Value

Referencias

Agencias (2006). *La mitad de las viviendas se construye con criterios especulativos*, El Mundo. Recuperado de:

<http://www.elmundo.es/mundodinero/2006/06/13/economia/1150208659.html>

Ashurst (2017). *El MAB crea un nuevo sub-segmento para SOCIMI en desarrollo*. Recuperado de:

<https://www.ashurst.com/es-es/news-and-insights/legal-updates/the-mab-creates-a-sub-segment-for-socimis/>

Banco de España (2017). *Boletín Económico 4/2017*. Recuperado de:

https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economic/

Bank of International Settlements (2008). *Quarterly Review June. Overview: a cautious return of risk tolerance*. Recuperado de:

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0806a.pdf

Bielsa Callau, J. y Duarte Pac, R. (2008). *Sobre el peso del sector de la construcción en la economía española*, Boletín Económico de ICE nº 2944, p 31-46. Recuperado de:

http://www.revistasice.com/cachepdf/BICE_2944_31-46_E21C32AEEB39C0D61155B646D73A6FBF.pdf

Bredin, D., O'Reilly, G. y Stevenson, S. (2007). *Monetary shocks and REIT Returns*, Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 35 nº3, p. 315-331.

Brown, D. T., y Riddiough, T.J. (2003). *Financing choice and liability structure of real estate investment trusts*, Real Estate Economics, 31 p. 313-346.

Calvo, P. (2013). *Fondos de inversión inmobiliarios: atrapados en las redes de la crisis*, El Confidencial. Recuperado de:

https://www.elconfidencial.com/mercados/2013-10-02/fondos-de-inversion-inmobiliarios-atrapados-en-las-redes-de-la-crisis_35513/

CBRE (2017a). *Spain Real Estate Market Outlook 2017*. Recuperado de:

<https://www.cbre.com/research-and-reports/Spain-Real-Estate-Market-Outlook-2017>

CBRE (2017b). *Europe Hotel Investment Marketview Snapshot H1*. Recuperado de:

<https://researchgateway.cbre.com/Layouts/GKCSearch/DownloadHelper.ashx>

Centro de Investigaciones Sociológicas (2017). *Indicador de Confianza del Consumidor. Mes de julio*. Recuperado de:

http://www.cis.es/cis/opencms/ES/9_Prensa/Noticias/2017/prensa0365.html

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2006). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2006*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2006.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2007). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2007*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2007.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2008). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2008*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2008.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2009). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2009*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2009.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2010). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2010*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2010.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2011). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2011*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2011.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2012). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2012*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2012.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2013). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2013*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2013.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2014). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2014*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2014.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2015). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2015*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2015.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2016). *Estadística Registral Inmobiliaria, Anuario 2016*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_Anuario_2016.pdf

Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España (2017). *Estadística Registral Inmobiliaria, Primer Trimestre de 2017*. Recuperado de:

http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/propiedad/eri/ERI_1T_2017.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2018). *Listado completo de Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Recuperado el 5 de enero de 2018 de:

<https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/MostrarListados.aspx?id=4>

Cortes, D., Duque, L. y Lores, F. (2017). *Situación Inmobiliaria en España. Julio 2017*, BBVA Research. Recuperado de:

<https://www.bbvaresearch.com/public-compuesta/situacion-inmobiliaria-espana-julio-2017/>

Duca, J.V. (2013). *Subprime mortgage crisis*, Federal Reserve History. Recuperado de:

https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime_mortgage_crisis

Dirnhofer, V. (2012). *The Impact of Mortgage Backed Securities on Bank Performance during the Financial Crisis*, Tilburg University. Recuperado de:

<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=129767>

Fernández, N. y Romero, M. (2016). *Las socimi y el mercado inmobiliario*, Cuadernos de Información nº 253 Julio-Agosto, p. 61-66.

Fernández Gimeno, J., Llovera Sáez, F.J. y Roig Hernando, J. (2012). *Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI*, Intangible Capital Octubre 2012, vol. 8 nº2 p.308-363.

Fernández-Cuesta, E. (2016). *La inversión inmobiliaria sufrirá una desaceleración en 2016*. Newsletter Asociación de Consultoras Inmobiliarias (ACI) Enero 2016. Recuperado de:

[https://gallery.mailchimp.com/60315f1a5458ecd2d3abfab57/files/Opinion del invite Eduardo Ferna ndez Cuesta.pdf](https://gallery.mailchimp.com/60315f1a5458ecd2d3abfab57/files/Opinion_del_invite_Eduardo_Fernandez_Cuesta.pdf)

Fondo Monetario Internacional (2011). *Global Financial Stability Report. Durable Financial Stability: Getting there from here*. Recuperado de:

<http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Durable-Financial-Stability-Getting-There-from-Here>

Glascok, J.L., Michaluk, D. y Neuhauser, K. (2004). *The riskiness of REITs surrounding the October 1997 stock market decline*, Journal of Real Estate Finance and Economics, 28, p. 339-354.

Hurtado Coll, R. (2009). *Socimi: Las REITS españolas*, Bolsa, Bolsas y Mercados Españoles, nº 182 p. 52-57.

Instituto Nacional de Estadística (s.f.). *Boletín mensual de Estadística, Construcción: precio de la vivienda*. Recuperado de:

<http://www.ine.es/jaxi/Tabla.htm?path=/t38/p604/a2000/l0/&file=1300010.px&L=0>

Instituto Nacional de Estadística (2007). *Notas de prensa: La demanda turística aumentó un 3,2% en el año 2006*. Recuperado de:

<http://www.ine.es/prensa/np486.pdf>

Instituto Nacional de Estadística (2017). *Notas de Prensa: Las pernoctaciones en alojamientos turísticos extrahoteleros aumentan un 9,9% en junio respecto al mismo mes de 2016*. Recuperado de:

<http://www.ine.es/daco/daco42/ocuptr/eoat0617.pdf>

JLL (2017). *Informe Inversión Inmobiliaria: Investors' perspective*. Recuperado de:

<http://www.jll.es/spain/es-es/Research/investors-perspective-marzo-2017.pdf>

Krugman, P. (2008). *Moment of Truth*, The New York Times. Recuperado de:

<http://www.nytimes.com/2008/10/10/opinion/10krugman.html>

Lage de la Fuente, L.F. (2013). *Análisis de la rentabilidad financiero fiscal de las inversiones inmobiliarias en viviendas de alquiler. Las SOCIMIS: estudio comparado con los REITS en el entorno de la Unión Europea*, Cuaderno de Formación vol. 16/2013, Escuela de la Hacienda Pública, Instituto de Estudios Fiscales.

Lee, C. L. y Lee, M-L. (2014). *Do European real estate stocks hedge inflation? Evidences from developed and emerging markets*, International Journal of Strategic Property Management, Vol. 18 Nº 2, June 2014, p. 178-197.

Li, Q., Leng Chow, Y. y Eng Ong, S. (2014). *Do changes in credit rating of REITs affect their capital structure decisions?*, Journal of Property Research, Vol. 31 N° 3 p. 264-285.

Ling, D. C., Naranjo, A. y Giacomini E. (2013). *Leverage and returns: A cross-country analysis of public real estate markets*, EPRA Research.

Ling Lee, C., Akimov, A. y Stevenson, S. (2014). *The sensitivity of European publically-listed real estate to interest rates*, EPRA Research.

López Penabad, M.C., López Andión, C. y Maside Sanfiz, J. M. (2006). *Los fondos de inversión inmobiliaria en España 1994-2005: Análisis de rendimiento y persistencia*, Regional and Sectoral Economic Studies, Vol. 6 n° 2 p. 73-100.

Machuca Sigüero, J.C. y Viñas Miquel, A. (2016). *The Asset Management Review*, Law Business Research, Chapter 26 Spain, p.374-394.

Martínez Álvarez, J.A. y García Martos, D. (2014). *Auge y crisis del sector inmobiliario reciente: Interrelación con la política económica*, Instituto de Estudios Fiscales, DOC n° 5/2014.

Maside Sanfiz, J.M., Iglesias Casal, A., López Penabad, M. C. y López Andión, C. (2016). *Eficiencia y persistencia de los fondos de inversión inmobiliaria en España*, Cuadernos de Gestión, Vol. 16 n°2 p. 147-166.

Merlin Properties (2016). *Merlin Properties se fusiona con Metrovacesa creando el líder indiscutible en el mercado inmobiliario español y uno de los mayores REITs de Europa*, Nota de prensa del 21 de junio de 2006. Recuperado de:

<http://www.merlinproperties.com/sin-categoria/merlin-properties-se-fusiona-metrovacesa-creando-lider-indiscutible-mercado-inmobiliario-espanol-uno-los-mayores-reits-europa/>

Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital (2017). *Nota de Prensa: España logra un récord de llegadas de turistas internacionales, con 75,3 millones en 2016*. Recuperado de:

<http://www.minetad.gob.es/es-es/gabineteprensa/notasprensa/2017/Paginas/20170112-balance%20turismo%202016.aspx>

Ministerio de Fomento (2012). *El ajuste del sector inmobiliario español*, Gobierno de España. Recuperado de:

https://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/885AC2DF-7007-4B27-85E7-684C47F60435/109401/AjoinmobEsp_ENE2012.pdf

Ministerio de Fomento (2016). *Informe sobre el stock de vivienda nueva 2016*, Gobierno de España. Recuperado de:

https://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/84E12929-0B30-4D35-8C59-5906E53824E5/144090/SVN_16.pdf

Ministerio de Fomento (2017). *Observatorio de vivienda y suelo. Boletín anual 2016*, Ministerio de Fomento. Recuperado de:

<https://www.fomento.gob.es/MFOM.CP.Web/handlers/pdfhandler.ashx?idpub=BAW045>

Moss, A. y Lux, N. (2013). *Pricing Reit liquidity through the cycle the European experience 2002-2012*, CFA Society Presentation. Recuperado de:

<http://consiliacapital.com/sitemanager/uploads/images/file/CFA%20London%20Lecture%20%20Pricing%20REIT%20liquidity%20through%20the%20cycle%20.pdf>

Observatorio de la Sostenibilidad de España (2006). *Cambios de Ocupación del Suelo en España: Implicaciones para la Sostenibilidad*, Universidad de Alcalá.

Pemán, C. y Pazos, R. (2017). *Las Socimi y el nuevo obstáculo para entrar en el MAB*, Cinco Días. Recuperado de:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/04/24/mercados/1493058752_425333.html

PricewaterhouseCoopers (2013). *Baremo Concursal: Año 2013*. Recuperado de:

<https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/baremo-concursal.2013.pdf>

PricewaterhouseCoopers (2014). *Baremo Concursal: Año 2014*. Recuperado de:

<https://www.pwc.es/es/publicaciones/gestion-empresarial/assets/baremo-concursal-2014.pdf>

Rayo, S. y Cortes, A.M. (2010). *Applying Chaid to identify the accounting-financial characteristics*, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 15 N° 29 December 2010, p.51-71.

Roig Hernando, J. y Soriano Llobera, J. M. (2015). *Liquidez y cotización respecto al valor neto de los activos de los REIT españoles (las SOCIMI)*, Revista Europea de Dirección y Economía de Empresa, Vol. 24 n° 2 p. 92-107.

Ruiz, R. y Esperanza, D. (2017). *La SOCIMI Elaia sale a Bolsa con más de 119 millones de capitalización*, Expansión. Recuperado de:

<http://www.expansion.com/mercados/2017/11/01/59f88a7dca474192728b4576.html>

Sanz, E. (2016). *¿Burbuja? España necesita 150.000 casas nuevas al año*, El Confidencial. Recuperado de:

https://www.elconfidencial.com/vivienda/2016-12-27/vivienda-mercado-inmobiliario-alquiler-rehabilitacion-neinor-homes-visados-demanda-cbre-knight-frank-asprima-servihabitat-grupo-ibosa-registradores-arcano-sociedad-de-tasacion_1306466/

Sun, L., Titman, S. y Twite, G. (2013). *REIT and Commercial Real Estate Returns: A post mortem of the financial crisis*, Real Estate Economics, Vol. 43 Nº1 p. 8-36.

Tinsa (s.f). *Evolución del precio de la vivienda en España*. Recuperado de:

<https://www.tinsa.es/precio-vivienda/>

Tinsa Research (2017). *Radiografía del Sector 2016: suelo y vivienda nueva*, Tinsa. Recuperado de:

<https://www.tinsa.es/wp-content/uploads/informes/2017/Informe-radiografia-stock-2016-tinsa.pdf>

Yasser-Harbi, M. y Maestro, A. (2016). *The Real Estate M&A and Private Equity Review*, Law Business Research, Chapter 18 Spain, p.199-207.

Gráfico 4: Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (1995-2017)

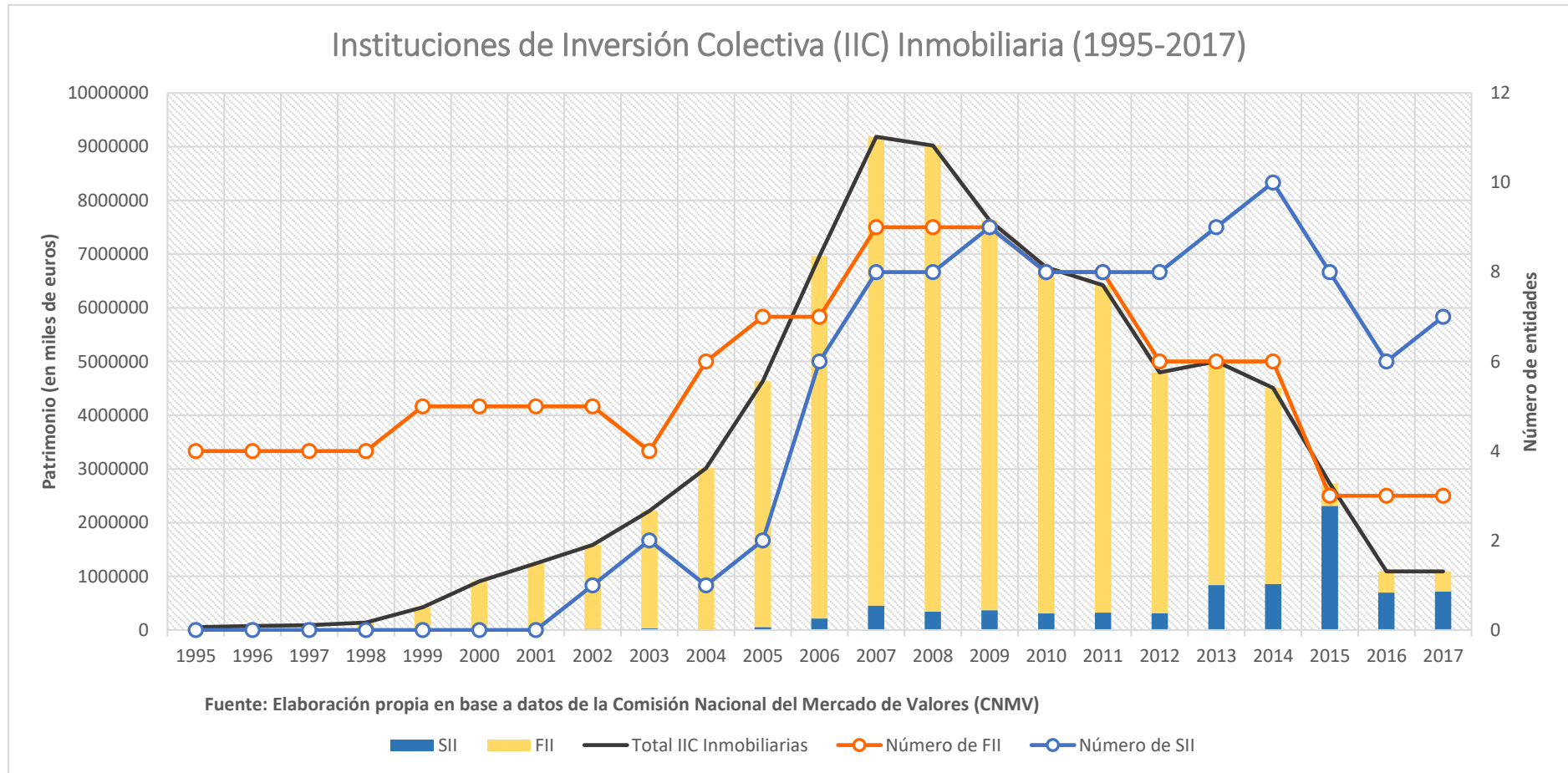
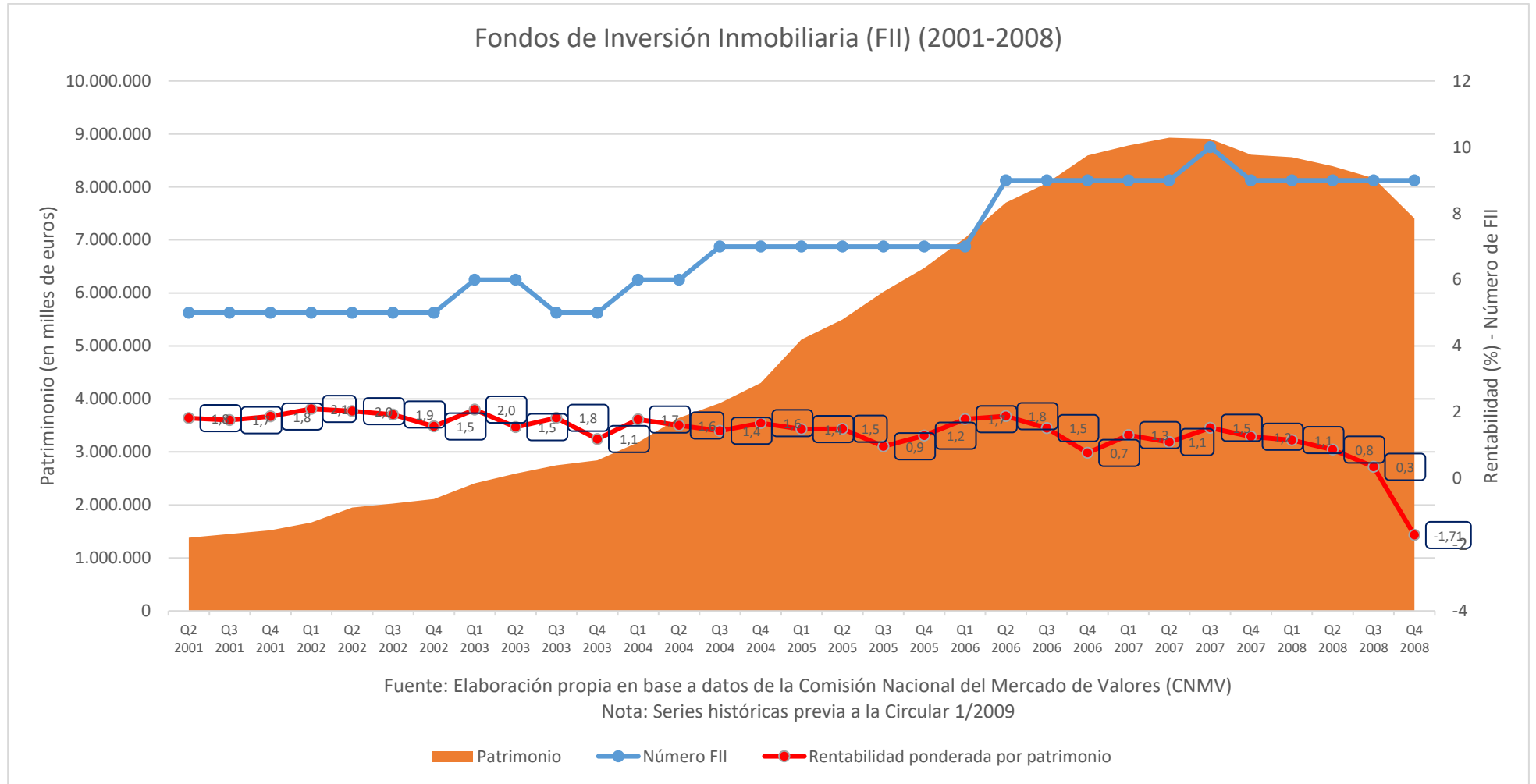


Gráfico 5: Evolución de los Fondos de Inversión Inmobiliaria



Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora

Tabla 10: Síntesis SOCIMI-FII-SII

Características/ Tipo de entidad	SOCIMI	FII	SII
Capital Social	5 millones de euros	9 millones de euros	9 millones de euros
Número de partícipes	Cumplimiento del requisito de difusión del mercado donde coticen	100	100
Tiempo mínimo de los inmuebles en el activo	3 años	3 años, salvo que medie autorización expresa de la CNMV	3 años, salvo que medie autorización expresa de la CNMV
Régimen Fiscal	0%	1%	1%
Financiación ajena	Sin límite	50%	50%
Mínimo de propiedades	-	3	3
Liquidez	Diaria (cotiza)	Al menos una ventana anual	Depende de los Estatutos
Inversión en el objeto principal	80%	70%	80%

Anexos

Anexo I: Lista de SOCIMI³³

1. ALBIRANA PROPERTIES SOCIMI, S.A.U.
2. AM LOCALES PROPERTY SOCIMI, S.A.
3. ASTURIAS RETAIL AND LEISURE SOCIMI S.A.U.
4. AUTONOMY SPAIN REAL ESTATE SOCIMI, S.A.
5. **AXIARE PATRIMONIO SOCIMI, S.A.**
6. BAY HOTELS & LEISURE SOCIMI, S.A.
7. COLON VIVIENDAS SOCIMI, S.A.
8. CORONA PATRIMONIAL SOCIMI, S.A.U.
9. CORPFIN CAPITAL PRIME RETAIL II SOCIMI
10. CORPFIN CAPITAL PRIME RETAIL III SOCIMI
11. DOMO ACTIVOS SOCIMI, S.A.
12. ENTRECAMPOS CUATRO, SOCIMI, S.A.
13. EURO CERVANTES, SOCIMI, S.A.U.
14. FIDERE PATRIMONIO, SOCIMI, S.A.U.
15. GMP PROPERTY SOCIMI, S.A.
16. GORE SPAIN HOLDINGS SOCIMI I S.A.U
17. GRAL. DE GALERIAS COMERCIALES SOCIMI
18. GRUPO ORTIZ PROPERTIES SOCIMI, S.A.
19. HADLEY INVESTMENTS SOCIMI, S.A.
20. HEREF HABANERAS SOCIMI, S.A.U.
21. **HISPANIA ACTIVOS INMOBIL. SOCIMI, S.A.**
22. **INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A.**
23. INMOFAN 99 SOCIMI, S.A.
24. INVERSIONES DOALCA, SOCIMI, S.A.
25. ISC FRESH WATER INVESTMENT SOCIMI, S.A.
26. JABA I INV. INMOBILIARIAS, SOCIMI, S.A.
27. KINGBOOK INVERSIONES SOCIMI, S.A.U.
28. **LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S.A.**
29. MERCAL INMUEBLES, SOCIMI, S.A.
30. **MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.**
31. NUMULAE GESTION DE SERVICIOS SOCIMI S.A
32. OBSIDO SOCIMI, S.A.
33. OLIMPO REAL ESTATE SOCIMI, S.A.
34. OPTIMUM III VALUE-AD.RESIDENTIAL, SOCIMI
35. OPTIMUM RE SPAIN SOCIMI, S.A.
36. PROMOCIONES RENTA Y MANTEN. SOCIMI, S.A.
37. QUONIA SOCIMI, S.A.
38. RREF II ALBRECK SOCIMI, S.A.U.
39. SILVERCODE INVESTMENTS SOCIMI, S.A.U.
40. TARJAR XAIRO SOCIMI, S.A.
41. TESTA INMUEBLES EN RENTA, SOCIMI, S.A. (No cotiza)
42. TRAJANO IBERIA SOCIMI, S.A.
43. URO PROPERTY HOLDINGS, SOCIMI, S.A.
44. VBARE IBERIAM PROPERTIES SOCIMI, S.A.
45. VITRUVIO REAL ESTATE SOCIMI, S.A
46. ZAMBAL SPAIN SOCIMI, S.A.

³³ A fecha de 15 de octubre de 2017

47. ZARAGOZA PROPERTIES SOCIMI, S.A.U.

En negrita las SOCIMI que cotizan en el Mercado Continuo³⁴

³⁴ A fecha de 15 de octubre de 2017

Anexo II: Lista de Fondos de Inversión Inmobiliaria³⁵

1. AHORRO CORPORACIÓN PATRIMONIO INMBOLIARIO, FII (EN LIQUIDACIÓN)
2. CX PROPIETAT, FII (EN LIQUIDACIÓN)
3. SEGURFONDO, FII (EN LIQUIDACIÓN)

³⁵ A fecha de 17 de octubre de 2017

Anexo III: Lista de Sociedades de Inversión Inmobiliaria³⁶

1. EREMUBUS, S.A., SII
2. LAZORA, SII S.A.
3. REAL ESTATE DEAL, S.I.I., S.A. (EN LIQUIDACIÓN)
4. SANTANDER AHORRO INMOBILIARIO 1, S.I.I., S.A.
5. SANTANDER AHORRO INMOBILIARIO 2, S.I.I., S.A.
6. SIRESA CAMPUS, SII, S.A.
7. VENTAFARINAS IMMOBLES, SII, S.A.

³⁶ A fecha de 25 de octubre de 2017

Anexo IV: Resultados de las ratios calculadas

Ratio de Apalancamiento

Fórmula:

$$\frac{\text{Pasivo fijo} + \text{Deuda financiera}}{\text{Fondos propios}} \times 100$$

Resultados:

Ratio de Apalancamiento: Sociedades CNAE 6820				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	40,581	36,063	841,811	76,236
Mediana	17,930	18,219	16,021	15,812
Desv. Típica	992,021	1964,186	13877,884	206,992
Cuartil 1	2,196	2,400	1,977	2,369
Cuartil 2	17,930	18,219	16,021	15,812
Cuartil 3	82,855	80,561	74,661	68,365
Cuartil 4	3102,688	11293,100	285985,819	1847,581
Mínimo	-18323,809	-38370,612	-815,680	-902,169
Máximo	3102,688	11293,100	285985,819	1847,581

Ratio de Apalancamiento: Sociedades de Inversión Inmobiliaria				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	219,550	202,833	264,039	216,342
Mediana	200,152	205,130	219,356	169,572
Desv. Típica	95,458	93,293	133,293	176,148
Cuartil 1	180,070	124,033	181,082	74,555
Cuartil 2	200,152	205,130	219,356	169,572
Cuartil 3	239,632	235,766	355,458	361,136
Cuartil 4	352,580	339,870	458,755	446,343
Mínimo	125,314	109,366	117,616	44,693
Máximo	352,580	339,870	458,755	446,343

Ratio de Apalancamiento: SOCIMI

	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	182,861	191,370	602,167	456,455
Mediana	182,861	176,259	228,847	220,696
Desv. Típica	68,114	73,847	994,513	837,042
Cuartil 1	158,778	137,117	132,852	144,706
Cuartil 2	182,861	176,259	228,847	220,696
Cuartil 3	206,943	244,975	493,318	451,102
Cuartil 4	231,025	293,974	3875,665	4354,835
Mínimo	134,696	109,780	100,025	-1005,699
Máximo	231,025	293,974	3875,665	4354,835

Coeficiente de Solvencia

Fórmula:

$$\frac{\text{Fondos propios}}{\text{Activo total}} \times 100$$

Resultados:

Coeficiente de Solvencia: Sociedades CNAE 6820

	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	65,728	65,489	67,582	69,886
Mediana	74,766	75,552	77,949	79,324
Desv. Típica	32,487	35,221	36,953	29,629
Cuartil 1	47,000	48,008	49,454	51,244
Cuartil 2	74,766	75,552	77,949	79,324
Cuartil 3	93,345	93,117	93,931	94,068
Cuartil 4	99,961	99,987	100,000	99,871
Mínimo	-118,829	-191,032	-324,259	-123,685
Máximo	99,961	99,987	100,000	99,871

Coeficiente de Solvencia: Sociedades de Inversión Inmobiliaria

	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	71,705	68,295	55,130	66,303
Mediana	75,605	63,293	57,003	71,580
Desv. Típica	24,780	20,752	19,459	28,989
Cuartil 1	58,666	58,879	41,164	40,427
Cuartil 2	75,605	63,293	57,003	71,580
Cuartil 3	88,645	85,358	62,743	92,062
Cuartil 4	95,664	92,606	84,764	93,588
Mínimo	39,945	41,338	31,469	32,136
Máximo	95,664	92,606	84,764	93,588

Coeficiente de Solvencia: SOCIMI

	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	72,232	70,448	57,046	53,805
Mediana	72,232	71,855	59,555	59,783
Desv. Típica	18,236	16,516	26,746	28,941
Cuartil 1	65,784	56,498	34,769	27,181
Cuartil 2	72,232	71,855	59,555	59,783
Cuartil 3	78,679	83,828	76,070	75,459
Cuartil 4	85,127	89,097	96,821	99,354
Mínimo	59,337	50,681	10,998	-11,304
Máximo	85,127	89,097	96,821	99,354

Rentabilidad de los recursos propios (ROE)

Fórmula:

$$\frac{\text{Resultado antes de impuestos}}{\text{Fondos propios}} \times 100$$

Resultados:

Rentabilidad sobre los Recursos Propios: Sociedades CNAE 6820				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	9,651	23,508	33,309	-6,495
Mediana	2,349	3,331	3,952	3,205
Desv. Típica	146,919	272,827	479,892	246,407
Cuartil 1	-0,532	-0,171	0,249	0,267
Cuartil 2	2,349	3,331	3,952	3,205
Cuartil 3	8,453	10,086	11,380	9,476
Cuartil 4	3008,625	5410,182	9729,817	216,757
Mínimo	-379,118	-208,261	-1231,667	-4170,094
Máximo	3008,625	5410,182	9729,817	216,757

Rentabilidad de los Recursos Propios: Sociedades de Inversión Inmobiliaria				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	-13,572	-5,675	2,375	-7,048
Mediana	-11,597	-6,667	2,112	-2,553
Desv. Típica	14,980	3,202	7,548	21,352
Cuartil 1	-19,886	-7,468	-0,005	-17,364
Cuartil 2	-11,597	-6,667	2,112	-2,553
Cuartil 3	-5,282	-5,022	3,906	6,024
Cuartil 4	2,178	-0,479	14,757	17,733
Mínimo	-33,270	-8,739	-8,521	-41,498
Máximo	2,178	-0,479	14,757	17,733

Rentabilidad de los Recursos Propios: SOCIMI
--

	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	-0,912	3,113	1,490	15,834
Mediana	-0,912	1,221	1,113	3,673
Desv. Típica	1,596	4,569	10,987	84,097
Cuartil 1	-1,476	0,664	-1,324	0,383
Cuartil 2	-0,912	1,221	1,113	3,673
Cuartil 3	-0,348	3,289	7,253	12,428
Cuartil 4	0,217	11,998	21,554	455,926
Mínimo	-2,041	-0,222	-26,925	-123,384
Máximo	0,217	11,998	21,554	455,926

Rentabilidad del activo total (ROA)

Fórmula:

$$\frac{\text{Resultado ordinario antes de impuestos}}{\text{Activo total}} \times 100$$

Rentabilidad del Activo: Sociedades CNAE 6820

	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	2,432	15,825	5,994	3,950
Mediana	1,381	2,127	2,663	2,217
Desv. Típica	19,355	255,720	19,010	21,693
Cuartil 1	-0,500	-0,274	0,124	0,218
Cuartil 2	1,381	2,127	2,663	2,217
Cuartil 3	5,205	6,353	7,268	5,270
Cuartil 4	168,854	5409,081	175,823	135,658
Mínimo	-266,772	-61,844	-64,019	-281,527
Máximo	168,854	5409,081	175,823	135,658

Rentabilidad del Activo: Sociedades de Inversión Inmobiliaria

	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	-10,367	-4,192	0,823	-5,707
Mediana	-10,373	-4,651	1,494	-2,873
Desv. Típica	9,480	2,607	3,230	12,518
Cuartil 1	-15,383	-4,727	0,158	-15,437
Cuartil 2	-10,373	-4,651	1,494	-2,873
Cuartil 3	-5,357	-3,926	2,257	4,426
Cuartil 4	0,870	-0,198	4,644	6,984
Mínimo	-21,594	-7,459	-4,920	-22,714
Máximo	0,870	-0,198	4,644	6,984

Rentabilidad del Activo: SOCIMI

	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	-0,513	1,706	-0,233	1,731
Mediana	-0,513	0,887	0,828	1,645
Desv. Típica	0,987	2,270	7,420	11,317
Cuartil 1	-0,862	0,553	-0,641	-0,590
Cuartil 2	-0,513	0,887	0,828	1,645
Cuartil 3	-0,164	1,819	2,022	7,019
Cuartil 4	0,185	6,081	7,542	17,457
Mínimo	-1,211	-0,188	-24,869	-51,536
Máximo	0,185	6,081	7,542	17,457

Rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE)

Fórmula:

$$\frac{\text{Resultado ordinario antes de impuestos} + \text{Gastos financieros}}{\text{Fondos propios} + \text{Pasivo fijo}} \times 100$$

Resultados:

Rentabilidad sobre el Capital Empleado: Sociedades CNAE 6820				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	4,282	9,101	13,700	8,141
Mediana	2,797	3,251	3,736	3,188
Desv. Típica	25,859	314,426	112,435	57,315
Cuartil 1	0,242	0,697	0,920	0,830
Cuartil 2	2,797	3,251	3,736	3,188
Cuartil 3	6,745	7,611	8,895	6,666
Cuartil 4	187,234	5410,182	2282,319	875,188
Mínimo	-356,307	-3843,327	-64,450	-318,470
Máximo	187,234	5410,182	2282,319	875,188

Rentabilidad sobre el Capital Empleado: Sociedades de Inversión Inmobiliaria				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	-10,178	-4,839	1,667	-8,045
Mediana	-10,553	-6,072	2,466	-2,502
Desv. Típica	9,768	3,128	5,445	19,220
Cuartil 1	-15,402	-6,327	0,802	-16,917
Cuartil 2	-10,553	-6,072	2,466	-2,502
Cuartil 3	-5,329	-4,941	4,032	6,005
Cuartil 4	1,805	0,535	8,274	9,883
Mínimo	-21,412	-7,391	-8,007	-40,266
Máximo	1,805	0,535	8,274	9,883

Rentabilidad sobre el Capital Empleado: SOCIMI
--

	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	-0,217	2,213	1,139	3,133
Mediana	-0,217	1,163	1,725	3,666
Desv. Típica	0,789	2,656	7,908	12,393
Cuartil 1	-0,496	0,683	-0,023	1,199
Cuartil 2	-0,217	1,163	1,725	3,666
Cuartil 3	0,062	2,530	4,829	8,142
Cuartil 4	0,341	7,280	8,640	18,099
Mínimo	-0,775	0,163	-25,144	-56,982
Máximo	0,341	7,280	8,640	18,099

Ratio Ingresos de explotación – activo total

Fórmula:

$$\frac{\text{Ingresos de explotación}}{\text{Activo total}} \times 100$$

Resultados:

Ratio Ingresos de explotación - Activo total: Sociedades CNAE 6820				
	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	17,551	16,502	4,674	15,780
Mediana	8,393	8,003	1,919	8,064
Desv. Típica	37,603	36,944	17,492	32,092
Cuartil 1	4,341	4,580	0,071	4,839
Cuartil 2	8,393	8,003	1,919	8,064
Cuartil 3	14,807	15,363	5,746	15,913
Cuartil 4	452,684	562,588	158,058	437,078
Mínimo	0,000	0,065	-64,020	0,000
Maximo	452,684	562,588	158,058	437,078

Ratio Ingresos de explotación - Activo Total: Sociedades de Inversión Inmobiliaria				
	Año 2013 (%)	Año 2014 (%)	Año 2015 (%)	Año 2016 (%)
Media	4,385	4,525	6,652	6,883
Mediana	4,437	4,719	4,353	4,275
Desv. Típica	0,439	1,380	6,192	6,962
Cuartil 1	4,132	4,192	4,122	3,792
Cuartil 2	4,437	4,719	4,353	4,275
Cuartil 3	4,689	4,887	4,864	4,973
Cuartil 4	4,824	6,326	19,214	21,009
Mínimo	3,843	2,501	2,912	2,903
Máximo	4,824	6,326	19,214	21,009

Ratio Ingresos de explotación - Activo total: SOCIMI
--

	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)
Media	3,842	3,886	3,864	6,019
Mediana	3,842	2,301	3,288	4,876
Desv. Típica	3,096	3,182	3,097	5,991
Cuartil 1	2,748	2,075	1,820	2,370
Cuartil 2	3,842	2,301	3,288	4,876
Cuartil 3	4,937	4,607	5,644	6,802
Cuartil 4	6,031	9,766	9,687	33,189
Mínimo	1,653	1,573	0,000	0,000
Máximo	6,031	9,766	9,687	33,189

