



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.
ICADE

SOCIMI

Los nuevos vehículos de inversión inmobiliaria y su desarrollo en el sector hotelero.

Autora: Paloma Boves Palau
Directora: Marta Ramos Aguilar

AGRADECIMIENTOS

Quisiera agradecer a varias personas la ayuda que me han prestado en la realización de este Trabajo de Fin de Grado.

En primer lugar, quería darle las gracias a mi directora y coordinadora de ICADE, Marta Ramos Aguilar, por haberme guiado y aconsejado desde su experiencia y profesionalidad durante este largo proceso.

Por otra parte, quería agradecer a mi mentor, Luis Miguel Martín por todo el tiempo que ha dedicado a enseñarme y transmitirme sus conocimientos, y por la paciencia a lo largo de estos meses.

Por último, pero no menos importante, quisiera agradecer a mi madre, África Palau Saralegui, profesional del sector hotelero, el haberme inspirado a adentrarme en este mundo tan interesante de las SOCIMI; y a mi padre, Luis Boves Martín, profesional del sector turístico, por transmitirme su pasión e interés por todo lo que hace.

ÍNDICE

Resumen.....	7
1. Introducción.....	8
a) Objetivos.....	8
b) Partes del trabajo.....	8
c) Metodología.....	9
2. Inversión en el sector inmobiliario en España.....	10
a) Contexto macroeconómico en 2009.....	10
b) Contexto macroeconómico actual.....	14
c) Inversión.....	15
3. SOCIMI.....	19
a) ¿Qué son?.....	19
b) Legislación.....	25
c) Historia.....	30
d) Análisis DAFO.....	33
e) El boom de las SOCIMIS.....	36
4. SOCIMIS Hoteleras.....	40
a) Turismo en España.....	40
b) Inversión hotelera en España.....	41
c) SOCIMIS en el sector hotelero.....	44
d) Modelo de éxito: Hispania.....	46
5. Conclusiones.....	49
6. Bibliografía.....	52

ÍNDICE DE FIGURAS, GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico 1: Hipotecas constituidas en España, 2003-2018. Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Gráfico 2: Tasa de Paro, 2006-2018. Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Gráfico 3: Crecimiento del PIB (% anual) en España, 2003-2017. Fuente: Elaboración propia con datos de datos.bancomundial.org.

Gráfico 4: Índice de Precios de la Vivienda (IPV) en España, 2007-2018. Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Gráfico 5: Volumen de inversión por segmentos en el sector terciario, 2010-2018. Fuente: Deloitte, 2019.

Gráfico 6: Rental Price en España (€/m²/mes), 2007-2017. Fuente: Inmofondos 2018

Figura 1: Ciclo de vida de las SOCIMI. Fuente: Elaboración propia.

Figura 2: El entorno operativo de una SOCIMI. Fuente: Intangible capital, 2012.

Gráfico 7: Tipos de inversores en SOCIMI. Fuente: Elaboración propia con datos de Inmofondos 2018.

Tabla 1: Resumen de la legislación de la SOCIMI. Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 8: Comparativa de los retornos de los REIT y la renta variable en EE.UU., 1972-2009. Fuente: Elaboración propia con datos de NAREIT 2010.

Figura 3: Evolución histórica de los REIT. Fuente: Zhiliang & Lind 2008, en Intangible Capital 2012.

Tabla 2: REIT en el mundo y año de regulación. Fuente: Elaboración propia.

Figura 4: Etapa de los REIT en cada país. Fuente: EY 2018.

Tabla 3: Cuadro comparativo contratos de arrendamiento y de gestión. Fuente: Elaboración propia.

Figura 5: Análisis DAFO. Fuente: Elaboración propia.

Tabla 4: Evolución del número de SOCIMI cotizando en el MAB. Fuente: Elaboración propia con datos de Inmofondos 2018 y www.bolsasymercados.es/mab.

Tabla 5: SOCIMI cotizando en el Mercado Continuo. Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 9: Aportación (%) del turismo al PIB y al empleo, 2010-2017. Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Gráfico 10: Evolución de la inversión en España por segmentos. Fuente: Deloitte, 2019.

Figura 6: Origen y perfil del capital. Fuente: Colliers International en Inmoley 2019.

Figura 7: Principales *players* en la inversión hotelera en España. Fuente: Deloitte, 2019.

Tabla 6: Inversión de las SOCIMI, 2017. Fuente: Elaboración propia con datos de Gesvalt en Inmofondos, 2018.

DICCIONARIO DE ACRÓNIMOS

BCE: Banco Central Europeo

BME: Bolsas y Mercados Españoles

BOE: Boletín Oficial del Estado

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DAFO: Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades

DIIM: Documento Informativo de Incorporación al Mercado

ECR: Entidades de Capital Riesgo

EE.UU: Estados Unidos

ETF: *Exchange Traded Funds*

EY: Earnst & Young.

IBI: Impuesto de Bienes Inmuebles

INE: Instituto Nacional de Estadística

IPV: Índice de Precios de la Vivienda

LPGE: Ley de Presupuestos Generales del Estado

MAB: Mercado Alternativo Bursátil

NINJA: *No income no job and no assets*

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

OPA: Oferta Pública de Adquisición

OPV: Oferta Pública de Venta

PIB: Producto Interior Bruto

REIT: *Real Estate Investment Trust*

SA: Sociedad Anónima

SAREB: Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria

SICAV: Sociedad de Inversión de Capital Variable

SOCIMI: Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario

TACC: tasa anual de crecimiento compuesto

UE: Unión Europea

VAB: Valor Agregado Bruto

RESUMEN

Este trabajo se realiza con el fin de investigar una parte, generalmente desconocida, del sector inmobiliario: las SOCIMI. Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario aparecieron en España en el año 2009, aunque su regulación tuvo que ser modificada en el 2012 por su falta de éxito.

Estas sociedades han jugado un papel fundamental tras la crisis inmobiliaria que comenzó en el 2008, impulsando el mercado del alquiler en España y facilitando su acceso a los ciudadanos a estas inversiones. Además, están permitiendo a los pequeños inversores acceder a un sector tan atomizado e importante como el hotelero.

ABSTRACT

The objective of this work is to uncover and analyze a generally unknown aspect of the Real Estate sector: the SOCIMI, the Spanish version of the Real Estate Investment Trust. Although the REIT appeared in Spain in 2009, its regulation was modified in 2012 due to a lack of success.

This type of companies has played a fundamental role after the 2008 financial crisis, boosting the rental market in Spain and facilitating the access of citizens to these investments. Additionally, the SOCIMI are allowing small investors to access a sector as atomized and significant as hotels.

1. Introducción

a) Objetivos

Realicé las prácticas curriculares durante el primer semestre de 2018 en Azora, gestora en ese momento de la SOCIMI hotelera española más importante: Hispania. Fue un gran momento para estar en la empresa ya que coincidió con la OPA lanzada por la gestora de fondos estadounidense: Blackstone, la más grande del mundo. Esta experiencia me motivó a querer investigar y conocer en profundidad el funcionamiento de este tipo de sociedades.

El objetivo de este trabajo es dar a conocer y acercar al lector un aspecto, generalmente desconocido, del sector inmobiliario: las SOCIMI. Además de su funcionamiento y legislación, se estudiará su actual importancia en el mercado inmobiliario que está siendo considerablemente creciente ya que estas sociedades dinamizan el mercado del alquiler y facilitan el acceso de los inversores a este sector.

Además, se prestará especial atención al impacto de estas sociedades en el sector hotelero.

b) Partes del trabajo

En primer lugar se elaborará una breve explicación del contexto macroeconómico en España, tanto del año 2009 como de la actualidad, que justifica la evolución de las transacciones y operaciones de inversión en el mercado inmobiliario. Además, se hará una breve descripción del mercado de inversión en los diferentes sectores con especial atención al sector hotelero.

A continuación, se procederá a analizar las SOCIMI explicando su funcionamiento, el perfil general de los inversores, la legislación, la historia incluyendo un breve análisis de por qué han tardado tanto en llegar a España y por qué son tan poco conocidas en nuestro país, mientras en EE.UU. las *REIT* han tenido y tienen mucho éxito. También se mostrará un análisis DAFO, resumiendo las principales características de estos vehículos, y un resumen de las principales SOCIMI.

Por último, el análisis se enfocará a las SOCIMI hoteleras, introduciendo primeramente las características del turismo y la inversión hotelera en España, para a continuación analizar los retos y oportunidades de este tipo de sociedades en este sector.

A modo de caso práctico, se estudiará como modelo de éxito a Hispania, la principal SOCIMI en el sector hotelero en España.

c) Metodología

Al tratarse de un tema relativamente nuevo, ha sido difícil encontrar documentos académicos que traten el tema de las SOCIMI. Por tanto, la metodología utilizada para la realización del trabajo se fundamenta en una recopilación de artículos periodísticos y publicaciones elaboradas por empresas y profesionales expertos en el sector. Además, se han utilizado como fuente muchos de los foros actuales de empresas relevantes especializadas y artículos de opinión que han profundizado en este tema de Deloitte, Garrigues, Colliers International, etc.

Esta investigación explicativa utiliza datos cuantitativos y cualitativos para llevar a cabo un análisis histórico y descriptivo del funcionamiento de este tipo de sociedades.

2. Inversión en el sector inmobiliario

a) Contexto macroeconómico en 2009

Primeramente, es importante entender el contexto económico en el año 2009, dado que fue la fecha en la que se aprobó la primera ley regulando las SOCIMI. ¿Por qué se aprobaron en el 2009?

La mayor crisis económica global del siglo XXI hasta la actualidad ya había empezado un año antes en Estados Unidos, en septiembre de 2008. Esta crisis se originó por una sobrevaloración generalizada de los activos inmobiliarios, de los precios de la vivienda concretamente. En España, fue consecuencia también de un incremento muy significativo en la demanda de viviendas.

Durante los primeros diez años de nuestro siglo, se produjo un considerable crecimiento económico. En el libro *Simiocracia*, escrito en 2012 por Aleix Seló, se explican las causas de esta crisis global. Para reflejar estos primeros años, el autor utiliza la metáfora del Mito de la Caverna de Platón, que consiste en un planteamiento que sitúa a unas personas dentro de una cueva. Únicamente pueden ver unas sombras proyectadas por una hoguera que se encuentra a sus espaldas y, como no son conscientes de que están cautivos, asumen que esas sombras son el mundo real. Con esta alegoría el autor explica cómo se asumió como “verdad”, durante este periodo, una espiral infinita de crecimiento económico. Hasta el año 2008, se hicieron planes de futuro en base a una idea “catastróficamente falsa”. A partir de la detonación de la crisis, los ciudadanos se dieron cuenta de que “habían vivido dentro de la caverna de Platón y que tocaba salir para encontrar la verdad”.

Algunos países europeos, entre los que se incluye España, contaban con una elevada tasa de vivienda en propiedad. Según Seló, España cerró el 2005 habiendo construido más viviendas que Francia, Alemania e Italia juntos. Esta afirmación la confirma el periódico *El País* en un artículo escrito en diciembre de 2005: “Nunca hasta ahora se habían construido tantos pisos, ni durante tanto tiempo. El número de viviendas proyectadas este año (2005) marcará su sexto récord consecutivo: 800.000 casas, de las que cerca del 90% son nuevas, según la estadística de visados de los arquitectos”.

La base de este crecimiento fue la facilidad de acceso a la deuda bancaria, la cual permitió a la mayoría de la población adquirir una vivienda. En 2006, la deuda media por familia había alcanzado su récord histórico.

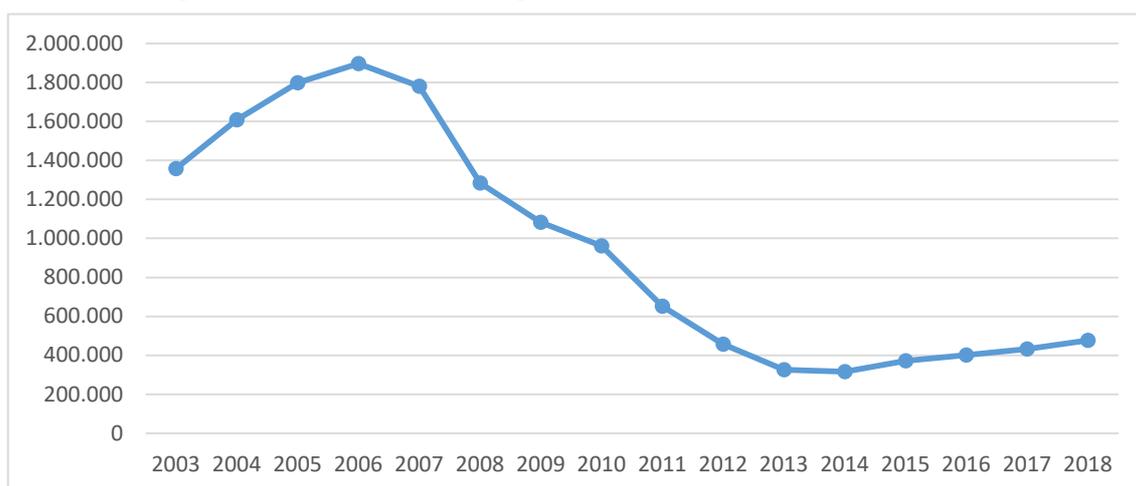
En un artículo publicado en octubre de 2006 en www.burbuja.info, se afirma que “la deuda de los hogares supera por primera vez al 80% del PIB español, y se acerca a los 800.000 millones de euros”. Como consecuencia, la importancia que el sector financiero tenía en la economía fue aumentando.

En España, desde el 2001 hasta el 2009, se constituyeron 11.847.772 de hipotecas. Estos años fueron una época en la que la banca estaba dispuesta a “poner la alfombra roja para endosarlas a cualquier ciudadano” (Salva Torres, 2018). Las condiciones de accesibilidad a los créditos hipotecarios antes del comienzo de la crisis financiera eran diferentes a las encontradas durante la misma y hasta la actualidad. Esto explica por qué el origen de la crisis financiera y económica estuvo muy vinculado a “la actividad hipotecaria, ya que la mayoría de los préstamos hipotecarios concedidos tenían como destinatarios prestatarios sin estabilidad laboral o sin elevados ingresos o activos”. Estos destinatarios fueron denominados *NINJA* en E.E.U.U, “*No income no job and no assets*”.

Además, en España muchos de los préstamos hipotecarios concedidos fueron muy superiores al valor de tasación de la vivienda (Rodríguez-Sánchez, 2016), aumentando al valor de la vivienda, el coche, el mobiliario, etcétera.

En el siguiente gráfico podemos observar el significativo incremento del importe de las hipotecas en los años previos a la crisis y cómo ha conseguido regularse durante los años siguientes.

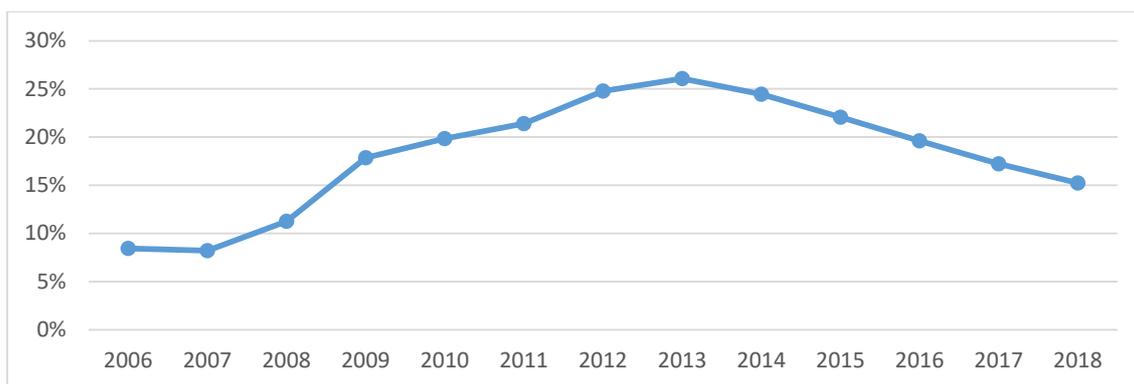
Gráfico 1: Hipotecas constituidas en España, 2003-2018.



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

El empleo sufrió un dramático descenso como consecuencia de la crisis. El gráfico que se muestra a continuación representa la evolución de la tasa de paro anual en España.

Gráfico 2: Tasa de Paro en España, 2006-2018.



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Se puede observar un significativo crecimiento en la tasa de desempleo al comenzar la crisis en 2008. En los años 2006 y 2007 se encontraba en el 8%, y alcanzó el 26,09% en 2013.

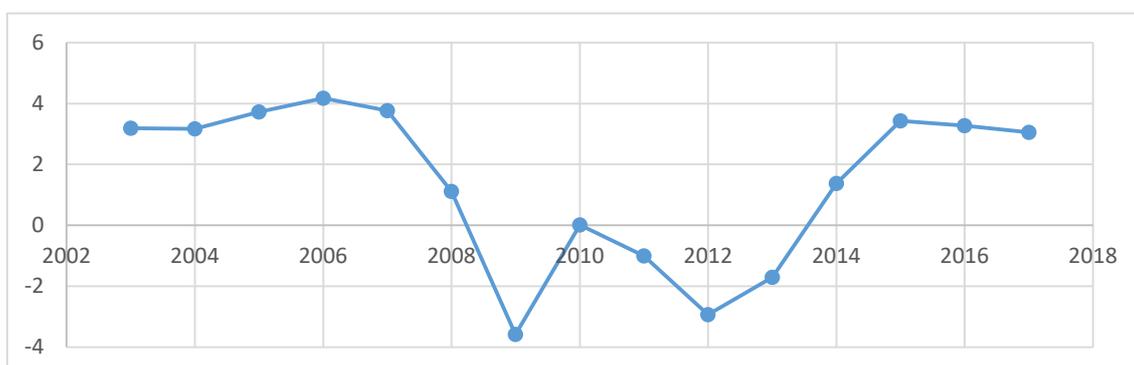
El gráfico 3 muestra la evolución histórica del Producto interior Bruto (PIB) desde 2003 hasta 2017, con datos de las cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), que es un organismo de cooperación internacional, compuesto por 37 estados, cuyo objetivo es coordinar sus políticas económicas y sociales.

Esta tasa de crecimiento anual porcentual del PIB se muestra a precios de mercado en moneda local (euro), a precios constantes.

Como explica el Banco Mundial, el PIB es “la suma del valor agregado bruto (VAB) de todos los productores residentes en la economía más todo impuesto a los productos, menos todo subsidio no incluido en el valor de los productos”. Es calculado sin deducir la depreciación de bienes manufacturados o el agotamiento y degradación de recursos naturales.

$$\text{PIB} = \text{VAB de todos los productores residentes} + \text{impuesto a los productos}$$

Gráfico 3: Crecimiento del PIB (% anual) en España, 2003-2017.



Fuente: Elaboración propia con datos de datos.bancomundial.org

Es de señalar en el gráfico que, como consecuencia de la explosión de la burbuja inmobiliaria y la consiguiente crisis económica global, se produjo una dramática caída del Producto Interior Bruto (PIB) español en los años 2008 y 2009.

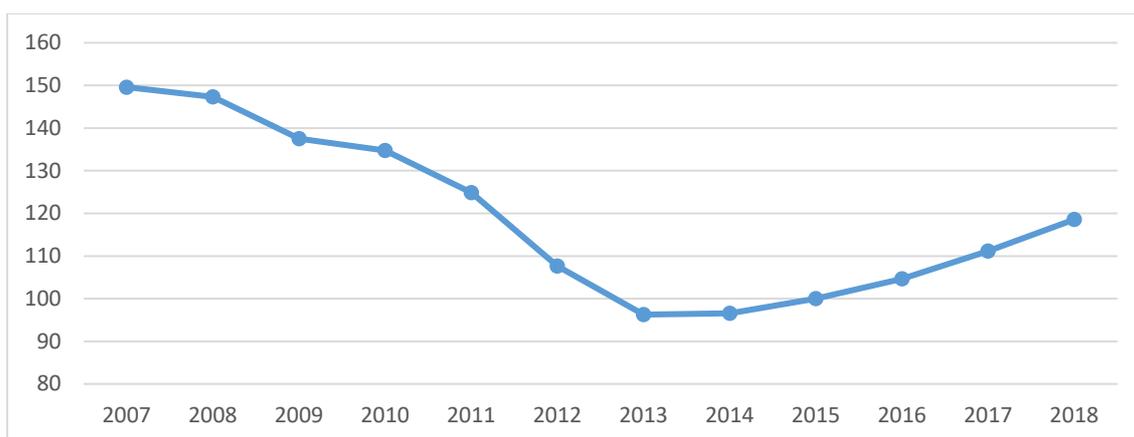
Los dos mínimos más relevantes se pueden observar en 2009 y 2012. No es casualidad que la ley de las SOCIMI se aprobase en el año 2009, y que en el 2012 se realizase una primera revisión de la regulación y se llevasen a cabo ciertos ajustes, como se estudiará en este trabajo.

Cuando se confunde de forma masiva el valor real de un producto con su precio, se crea una burbuja especulativa. Esto consiste en un inicio de la escalada de precios, seguida de una adopción del producto como inversión y un aumento desproporcionado y aparentemente ilimitado de los beneficios. Como consecuencia, se produce una subida de precios aún más elevada, generando más inversión, y endeudamientos desorbitados. Este círculo vicioso acaba al explotar la burbuja produciendo un desplome de precios y el retorno a la realidad.

En su libro *La falsa bonanza*, Miguel Sebastián, ministro de Industria, Turismo y Comercio desde 2008 hasta 2011, explica que la dinámica del proceso es “fácilmente comprensible”. Si los ciudadanos esperan que un activo que, además, sirve como un vehículo de ahorro, suba de precio, lo compra. Esto estimula la demanda “y si efectivamente el precio sube, su expectativa se ve satisfecha, las oportunidades de beneficio quedan confirmadas”. Como consecuencia, las expectativas futuras siguen en alza y la gente sigue comprando.

El siguiente gráfico muestra el Índice de Precios de la Vivienda (en adelante, IPV), en España entre 2007 y 2018. Este IPV es elaborado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) desde 2008, por lo que no podemos hacer una comparativa con años anteriores, pero sí podemos ver la evolución del precio en máximos durante la burbuja, en mínimos durante la crisis y la evolución creciente actual. Según el INE, el IPV tiene como principal objetivo “medir la evolución del nivel de los precios de compraventa de las viviendas de precio libre, nuevas y de segunda mano, a lo largo del tiempo”. Por tanto, es un indicador “concebido únicamente para establecer comparaciones en el tiempo”.

Gráfico 4: Índice de precios de la vivienda (IPV) en España, 2007-2018.



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

El gráfico, que usa como referencia el año 2015 en base 100, muestra los máximos alcanzados en el año 2007 (149,6) y cómo se fue reduciendo con la explosión de la burbuja inmobiliaria en el 2008 (147,3) hasta llegar a mínimos en 2013 (96,3). Durante los años siguientes el IPV está desarrollando una tendencia de nuevo alcista situándose el año pasado, 2018, en 118,6.

La ley de 2009, que es el origen de la aparición de las SOCIMI, nació como consecuencia de esta dramática crisis de las hipotecas, en este contexto económico protagonizado por la burbuja inmobiliaria en España que se desarrolló desde 1997 hasta su detonación en el año 2008. Esta ley se aprobó con el objetivo de dar salida a activos inmobiliarios improductivos y de potenciar el alquiler en España así como para permitir el acceso de los individuos a la inversión en activos inmobiliarios urbanos para su alquiler.

b) Contexto macroeconómico actual

Durante los últimos 4 años se ha consolidado el crecimiento económico en España.

El crecimiento del PIB en 2017¹ fue del 3,1%, según datos del INE mostrados en el Gráfico 3. Además, como se puede observar en el Gráfico 2: Evolución de la tasa de paro (% anual), elaborado también con datos del INE, actualmente sigue una tendencia decreciente situándose en 2018 en el 15,25%.

También se encuentra en crecimiento el consumo privado, alcanzando el 2,5% en 2017. Por otra parte, la deuda de las familias se rebajó hasta niveles de 2006, situándose en los 713 millones de euros.

¹ Último dato disponible hasta marzo de 2019

Así mismo, se ha podido observar una mejora significativa de las condiciones financieras, en gran parte gracias a las ayudas del Banco Central Europeo (BCE) y a la estrategia de creación de un “banco malo” o SAREB.

La Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, conocida como SAREB, se dedica a la gestión de activos. Aunque no tiene licencia bancaria, se le conoce como el “banco malo” de España. El Gobierno de España aprobó en agosto de 2012 la creación de esta Sociedad, cuyo fin es tener la potestad de obligar a una entidad de crédito a transferir categorías de activos especialmente dañados o que se considere perjudicial para la viabilidad de la entidad. De esta forma, se dan de baja los activos en el balance y se procede a gestionar de forma independiente. El valor de los activos que se transfieran será determinado por el Banco de España.

c) Inversión

En un informe realizado por Intangible Capital en el año 2012, se explica que las finanzas “se han sustentado en las teorías de la economía neoclásica, que desarrolló en el siglo XX la hipótesis de mercado eficiente”. Esto, esencialmente, quiere decir que los inversores “explotan rápidamente la información disponible en la valoración de sus activos”. De esta forma, cualquier “infraprecio o sobreprecio es eliminado, devolviendo los precios a su valor fundamental. No obstante, se ha demostrado empíricamente que esta hipótesis no se ajusta al funcionamiento real de los mercados, especialmente en el inmobiliario.”

El sector inmobiliario tiene ciertas características específicas, como: “la indivisibilidad de los inmuebles, las dificultades en la valoración, la falta de transparencia u otras ineficiencias del mercado”. Estas peculiaridades provocan una distorsión que dificulta que “la inversión en inmuebles tenga el mismo potencial de atracción que otros instrumentos financieros y, que conlleva, la exigencia de una prima de riesgo por parte de los inversores”.

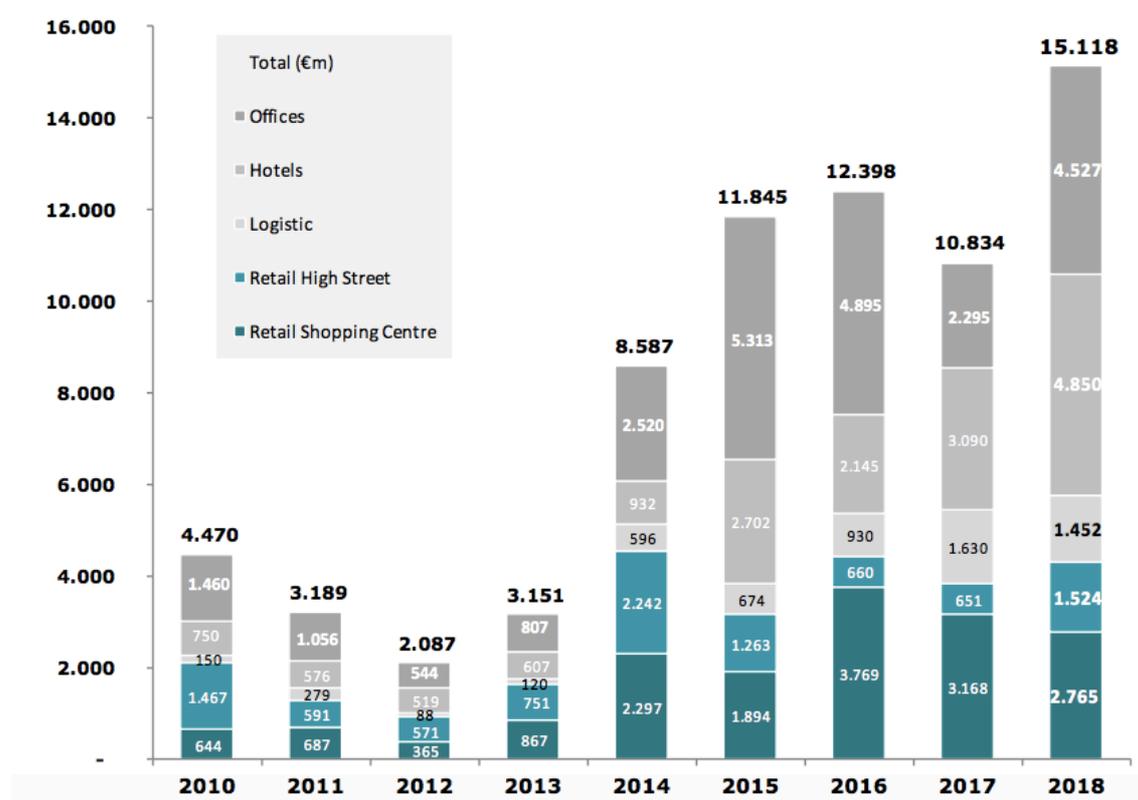
Los inmuebles son activos muy atractivos para la inversión, ya que se utilizan como objeto de especulación. Es decir, un inversor compra un bien inmueble con el objetivo de revalorizarlo y venderlo a un precio superior obteniendo así una rentabilidad.

Cabe destacar la importancia de los activos inmobiliarios como vehículo de recaudación fiscal a todos los niveles, desde la hacienda local hasta la estatal. Las ventajas fiscales de las SOCIMI serán estudiadas más adelante en este documento, en el punto 2: Legislación.

Se puede invertir en el sector inmobiliario a través de diversos procedimientos: “la adquisición directa de inmuebles, la concesión de préstamos para la adquisición de activos inmobiliarios, la adquisición de participaciones en fondos de inversión inmobiliaria o, por ejemplo, la inversión en derivados sobre activos inmobiliarios”. Elegir el vehículo más apropiado para invertir dependerá del inversor o sociedad gestora y sus objetivos. Primero han de analizarse las ventajas y desventajas de los distintos productos, para después seleccionar en función de las características de la cartera o sociedad del inversor. Por su parte, Las SOCIMI ofrecen ventajas financieras y fiscales que permiten mejorar la perspectiva de rentabilidad y acotar el riesgo para los inversores.

En el gráfico 5 podemos observar la evolución del volumen de inversión por segmentos en el sector terciario. Los inmuebles se pueden clasificar en cinco grupos principales, que se encuentran representados en el gráfico: oficinas, hoteles, logístico (naves industriales), *Retail High Street* (locales) y *Retail shopping centre* (centros comerciales).

Gráfico 5: Volumen de inversión por segmentos en sector terciario, 2010-2018.



Fuente: Deloitte, 2019.

En el año 2018 es de destacar el significativo incremento en el volumen de inversión a todos los niveles. En el gráfico podemos ver que se han materializado operaciones de inversión por valor de 15.118 millones de euros en uso terciario, según Deloitte.

Aunque se produce una ligera reducción en la inversión en logístico y centros comerciales, las inversiones en *Retail* (locales) y en oficinas llegan incluso a duplicarse. También se puede observar un incremento muy relevante en el segmento hotelero.

El gráfico 5 demuestra que la demanda del sector inmobiliario está aumentando, debido a la favorable situación macroeconómica actual, ya analizada. Sin embargo, la oferta se ha reducido y no ha recuperado la velocidad de producción pre-crisis. Uno de los motivos principales de que la oferta esté disminuyendo es la limitada construcción de nuevos inmuebles.

Este incremento en la demanda además de una oferta limitada, está incrementando la velocidad del *renting* o alquiler.

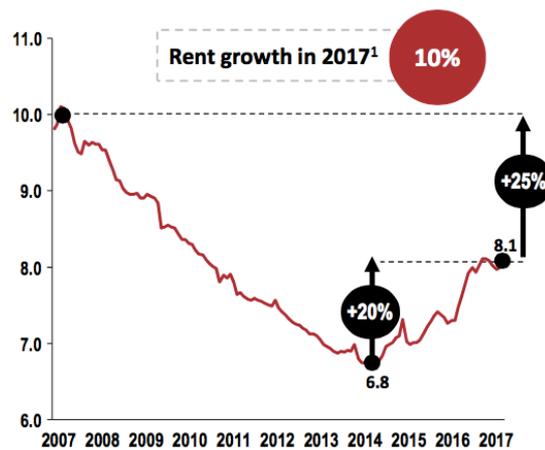
La tradicional preferencia por tener una vivienda en propiedad de la sociedad española ha tenido que adaptarse a la nueva realidad del mercado, en la que el alquiler ha comenzado a ocupar un lugar importante (El Mundo, 2017).

Un estudio de Azora, gestora de la SOCIMI Hispania hasta su compra por el fondo estadounidense Blackstone en el año 2018, presentado en el 10º foro de Inversores en el Mercado Inmobiliario Español de la revista Metros2 en el año 2018 (en adelante, Inmofondos 2018), justifica este incremento en la demanda de alquiler como una tendencia de las generaciones recién incorporadas al mercado laboral (entre las edades 26 y 35 años, que suponen el 72% del total de la demanda de viviendas) el preferir la flexibilidad del alquiler a la propiedad. También influyen los cambios de las estructuras familiares, ya que ha aumentado en los últimos años las personas que viven en pequeños hogares. Por otra parte, los incentivos para comprar propiedades se han reducido (o incluso eliminado en el caso de los incentivos fiscales) en los últimos años como consecuencia de la crisis hipotecaria analizada anteriormente.

Aunque la *rental share* o cuota de alquiler ha evolucionado de manera creciente en los últimos años, la proporción de alquiler respecto a la Unión Europea (UE), que se sitúa en el 34%, es, todavía, considerablemente más baja en España, situándose con el 22% alquilado, por debajo de Alemania (48%), Reino Unido (37%), Francia (36%), Holanda (32%) e Italia (27%).

En el mismo estudio antes señalado de Azora, se presentó el siguiente gráfico sobre el precio de alquiler medio en España, euros por metro cuadrado (m²) mensualmente. Este incremento en el precio de alquiler junto con bajos valores de capital están atrayendo a inversores institucionales.

Gráfico 6: *Rental Price*² en España (€/m²/mes), 2007-2017.



Fuente: Azora, Inmofondos 2018

Este considerable incremento en la tendencia del alquiler justifica la actual importancia de las SOCIMI, que procedo a estudiar a continuación.

² Precio de Alquiler

3. SOCIMI

a) ¿Qué son?

SOCIMI es el equivalente, en términos generales, al REIT estadounidense. Se originaron en EE.UU. en los años 60 con el objetivo de popularizar la inversión inmobiliaria y para la racionalización fiscal del sector inmobiliario.

REIT, *Real Estate Investment Trust*, son inversiones de *total return* o retorno total. Esto quiere decir que el objetivo es maximizar las ganancias generadas por la apreciación del capital de los activos en los que se ha invertido, así como de los dividendos recibidos por las acciones. Desde el punto de vista del inversor, son vehículos de inversión inmobiliaria competitivos en términos de rentabilidad y riesgo. Invertir en REIT o SOCIMI supone generalmente recibir altos dividendos, debido a su obligación de repartir un porcentaje mínimo del resultado anual, además de la rentabilidad por la apreciación del inmueble a largo plazo.

Podemos definir REIT como una inversión líquida diversificada entre una serie de propiedades de *Real Estate* en diferentes localidades geográficas (reit.com).

SOCIMI son las siglas de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Son vehículos de inversión destinados al mercado inmobiliario que fueron introducidos en España con la Ley 11/2009, y que tienen la obligación de distribuir regularmente buena parte de sus beneficios a sus inversores a través de dividendos. Se crearon, como los REIT estadounidenses, con el objetivo principal de “proporcionar liquidez a los activos inmobiliarios en un contexto de recesión económica que había tenido una especial incidencia en el sector inmobiliario” (Fernández, 2016). La ley tenía el fin de “impulsar el mercado del alquiler en España y facilitar el acceso de los ciudadanos a la inversión en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler” (Garrigues, 2012).

Por ley, las SOCIMI deben distribuir anualmente al menos un 80% de su *income* entre todos los accionistas. “Los dividendos se originan gracias a la constante corriente de rentas pagadas por los arrendatarios de las propiedades” (reit.com). El contrato de alquiler permite, por tanto, esa estabilidad y garantía en los *inflows* del inversor.

Aunque se pueden considerar equivalentes, existen algunas diferencias en la regulación. En el caso de las SOCIMI o REIT hoteleras, los REIT estadounidenses permiten los contratos de gestión, mientras que en España solo es admitido el alquiler.

El motivo es el siguiente: un contrato de alquiler permite al inversor inexperto valorar, entender y tener una garantía de su flujo de tesorería y, por tanto, reducir el riesgo. Es decir, tener un alquiler permite una estabilidad en la perspectiva de rentabilidad, mientras que en el contrato de gestión el riesgo lo asume el propietario y la cadena hotelera cobra un porcentaje en función de las ventas y el beneficio de explotación. Como contrapartida, este propietario que tiene más riesgo, captura una mayor parte del beneficio obtenido y, por tanto, tiene más rentabilidad.

Otra diferencia es que los REIT se crearon en Estados Unidos en 1960, y en España no se han aprobado hasta el año 2009. En este documento se analizan las causas del nacimiento tardío de las SOCIMI españolas respecto a sus vecinos europeos y otros países como EE.UU.

Según se establece en el preámbulo de la Ley 11/2009, la creación de las SOCIMI pretende “continuar con el impulso del mercado del alquiler en España, elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas”.

En este extracto de la ley vemos cómo se hace referencia a la “rentabilidad estable” que diferencia a las SOCIMI de los REIT, a los alquileres de los contratos de gestión ya mencionados anteriormente. Además, podemos destacar que estos vehículos pretenden “facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria”. Este acceso se consigue por ser una sociedad con participaciones. Es decir, la “popularización” del sector inmobiliario se consigue gracias a que son sociedades cotizadas bajo regulación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a que se pueda comprar y vender a precio del mercado. Estos vehículos tienen la obligación de cotizar en el mercado secundario a través del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) o en el mercado continuo.

Su 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”.

Su funcionamiento se basa en captar financiación a través de inversores, institucionales y/o minoristas, para la inversión en bienes inmuebles que se destinen al mercado de alquiler (Fernández, 2016).

Con dicha financiación se identifica un activo atractivo, se compra y se procede a su renovación y reposicionamiento. Esta parte del proceso es la gestión *Value Added* (Valor Añadido) característica de estos vehículos. La SOCIMI mantiene y optimiza el activo, aportando un valor añadido considerable, para finalmente venderlo en el momento que considere más apropiado. Este cuidado del ciclo de vida de un activo inmobiliario es el trabajo de los *Asset Managers*, profesión que se impulsa en España gracias a las SOCIMI.

Figura 1: Ciclo de vida de las SOCIMI



Fuente: *Elaboración propia*

También aparecen los *Property managers*, encargados del mantenimiento del activo y del control de las operaciones del día a día (mantenimiento, seguros, Impuesto de Bienes Inmuebles (IBI), gasto en energía, etc.). Un artículo de El Mundo escrito en 2017 los define como los “nuevos caseros profesionales”.

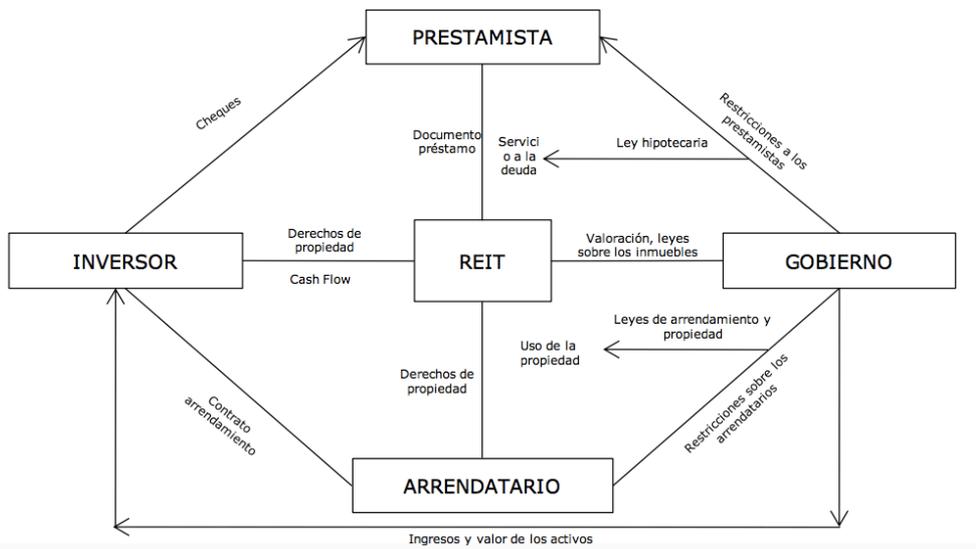
Las SOCIMI se encuentran afectadas por sus activos subyacentes, los inmuebles, ya que estos se encuentran ligados al ciclo del mercado inmobiliario. También juega un papel importante la evolución de los mercados financieros, por ser sociedades cotizadas.

La Ley publicada en el Boletín Oficial del Estado (BOE), establece que el objeto social de las SOCIMI deberá consistir fundamentalmente en la “adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento”. “Urbana” hace referencia a “urbanizable” y “no rústico”. Un documento escrito por Garrigues en 2012, completa: “ya sea directamente o a través de entidades que, a su vez, cumplan determinados requisitos, pudiendo desarrollar otras actividades accesorias siempre que las rentas derivadas de estas actividades accesorias no representen, en su conjunto, más del 20% de las rentas totales de la sociedad en cada período impositivo”.

Existen diferentes alternativas para las sociedades con necesidad de capitalizar sus activos inmobiliarios. Las más habituales consisten en la enajenación directa de las propiedades, es decir, vender el inmueble, o acudir a una entidad bancaria en busca de financiación. Otra opción podría ser hacer una ampliación de capital, conseguir esa financiación necesaria a partir de capital de particulares. Por último, otra alternativa es constituir una SOCIMI. Se trata de una alternativa eficaz para la obtención de liquidez, para adquirir financiación.

El siguiente esquema ha sido extraído del artículo de Intangible Capital escrito en 2012, “Las SOCIMI”, y muestra los vínculos entre los actores partícipes en la cadena de valor de un REIT o SOCIMI. Estos son: la compañía gestora, los arrendatarios y los inversores; y también debe tenerse presente que, los gobiernos, en el ámbito legislativo, ejercen un papel destacable.

Figura 2: El entorno operativo de una SOCIMI (PwC).



Fuente: Intangible capital, 2012.

Para entender este esquema hay que tener en cuenta ciertos factores.

En primer lugar, el esquema incluye a los prestamistas, que representan a las entidades bancarias que permiten el acceso del inversor a la financiación.

La relación de apalancamiento entre el inversor y el prestamista se define a través de “cheques” en el esquema. Esto hace referencia al *cash*, a la cantidad que el inversor decide destinar a la SOCIMI.

Por otra parte, el gobierno y el inversor se encuentran conectados a través de la CNMV, organismo encargado de comprobar que estos vehículos cumplen con la regulación.

Tipos de SOCIMI

El artículo de Intangible Capital de 2012, ya mencionado anteriormente, establece distintas formas de categorizar las SOCIMI.

En primer lugar, en función de la localización: si tienen propiedades situadas en capitales estatales, regiones, costas, etc. Por otra parte, según las categorías de los inmuebles que contienen: edificios industriales, de oficinas, hoteleros, *retail* (locales) y residenciales.

De este modo, “dependiendo de las combinaciones de sus activos constituyentes, podemos encontrar SOCIMI compuestas por activos de una única categoría pero en diversas localizaciones, SOCIMI en una única localización pero con inmuebles de diversas categorías y; por último, SOCIMI mixtas que incluyen activos en múltiples localizaciones y de distintas categorías”.

Las SOCIMI también pueden categorizarse “según si invierten en capital o deuda”, o en ambos. Según esta clasificación, pueden encontrarse:

- De capital: estos invierten directamente en inmuebles y sus ingresos proceden del arrendamiento de estos.
- De deuda: financian la actividad de sociedades inmobiliarias directa o indirectamente. Indirecta se refiere a invirtiendo en deuda de terceros que financian la actividad inmobiliaria a través de, por ejemplo, *Mortgage-Backed Securities* (una garantía respaldada por una hipoteca).
- Híbridas: estos invierten tanto en propiedades como en deuda inmobiliaria.

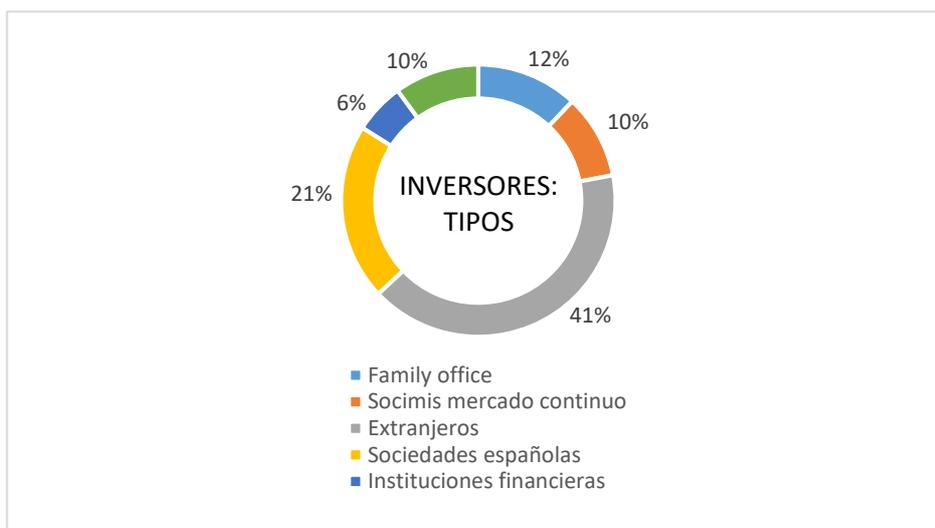
¿Quién invierte en SOCIMI?

Según la web oficial www.reit.com, actualmente más de 80 millones de americanos tienen inversiones en REIT directa o indirectamente. De forma indirecta se puede hacer a través de *mutual funds*, compañías que reúnen el dinero de muchas personas y lo invierte en acciones, bonos u otros activos (www.sec.gov, n.d.), o a través de *Exchange Traded Funds* (ETF), que son fondos cotizados, es decir, un conjunto diversificado de activos que cotiza en bolsa (Blackrock, n.d.). Además, “inversores institucionales como los fondos de pensiones, fundaciones, compañías de seguros y bancos también invierten en REIT”.

En España, los inversores son fundamentalmente fondos y sociedades de inversión extranjeros que representan un 41% del total, y sociedades españolas, un 21%.

El gráfico siguiente muestra los distintos tipos de inversores en SOCIMI españolas, demostrando que la inversión extranjera resulta fundamental para estos vehículos. Los inversores extranjeros conocen el modelo de REIT estadounidenses y de otros equivalentes en otros países. No solo lo conocen, sino que cuentan con experiencia y profesionalización desde que aparecieron estos vehículos en los años 60 en EE.UU. Estos datos han sido extraídos de la presentación de Gesvalt, empresa especializada en consultoría y valoración, en *Inmofondos 2018*.

Gráfico 7: Tipos de inversores en SOCIMI.



Fuente: Elaboración propia con datos de Inmofondos, 2018.

Otro factor importante que atrajo a inversores no españoles a las SOCIMI de nuestro país es la búsqueda de oportunidades durante la crisis. Los llamados “Fondos Buitre” y otros muchos con disponibilidad de fondos, vieron en España la ocasión de poder realizar inversiones en momentos en los que no había liquidez en el mercado a través de vehículos con fiscalidad eficiente como son las SOCIMI. Se denominan “buitre” a estos fondos por dedicarse a invertir en economías cercanas a la quiebra, ya sean países o empresas. El objetivo es comprar activos que se encuentren en el mercado con el menor precio posible, y que en el momento de la venta, en un periodo a corto o medio plazo, se venda a otros inversores para conseguir altas rentabilidades (andbank.es, n.d.).

La tendencia mundial es a la concentración de la vivienda en pocas manos pero hoy en España el mercado de alquiler está mayoritariamente en manos de personas físicas (Salva Torres, 2018).

En realidad, la denominación de fondo “buitre” es en parte injusta. Al comprar activos en problemas, de los propietarios o de la financiación bancaria, se ayuda a sanear el sistema económico. Por otra parte, la estrategia de este tipo de fondos, REIT o SOCIMI, es la de *Value Added*, es decir, invierten en renovación y reposicionamiento de los activos que compran. Este reposicionamiento se realiza con proveedores locales con la consecuente creación de valor. Finalmente, en la venta y salida del fondo, el activo queda en la economía local completamente renovado y válido para los próximos 20 años.

b) Legislación

Este apartado tiene como objetivo estudiar la legislación y regulación de estos vehículos, para entender el régimen especial, su funcionamiento y sus principales ventajas. La información mostrada en este apartado se basa principalmente en la Ley de SOCIMI que aparece en el BOE. También se utilizarán como fuentes un documento de diciembre de 2012, “SOCIMI”, en el que Garrigues: Novedades mercantil/fiscal explica la nueva normativa, y un estudio de Azora en la que se desarrolla la legislación aprobada en 2012. Como se ha mencionado, la primera ley sobre SOCIMI, la Ley 11/2009, se aprobó en noviembre. A pesar de su publicación, no se constituyó ninguna SOCIMI.

Esto provocó en 2012 una revisión de la legislación, que concluyó con la aprobación, el 27 de diciembre, de la Ley 16/2012 de Medidas Tributarias. Posteriormente, el 5 de marzo de 2013, se revisaron de nuevo las condiciones de estos vehículos y se aprobó la Circular 2/2013 del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en la que se establece el régimen aplicable a las SOCIMI cuyos valores se incorporen a este mercado alternativo.

La página oficial de BME, Bolsas y Mercados Españoles, define el MAB como un mercado “orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características”. Además de las empresas en expansión, en el MAB cotizan “otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario) o las ECR (Entidades de Capital Riesgo)”.

Los ajustes de 2012 tenían como objetivo simplificar y flexibilizar el régimen legal y fiscal de estos vehículos y asemejarlos a los REIT de otros países, como los de Estados Unidos que fueron aprobados hace casi 60 años y siguen teniendo un éxito muy considerable.

La revista “Intangible Capital” define las SOCIMI, en un artículo publicado en 2012, como “sociedades patrimonialistas” que pueden tener distintas finalidades: la gestión inmobiliaria tanto alquilando como vendiendo inmuebles, la inversión en otras sociedades inmobiliarias, o la financiación de “inmuebles que destacan por ser instrumentos de inversión mucho más líquidos que otros vehículos alternativos”. La constitución de estas sociedades, a diferencia de las instituciones de inversión colectiva otros vehículos de inversión como, no requiere autorización administrativa previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), sino que deben ser sociedades anónimas ordinarias que, por cumplir una serie de requisitos (entre otros, la cotización en un mercado

regulado) pueden ampararse en un régimen fiscal especial. A diferencia del régimen anterior, a partir de 2012 no se establece en el nuevo régimen limitación alguna en relación con los límites de financiación que pueden alcanzar estas entidades.

A continuación, se hará un breve resumen de los requisitos que tiene que cumplir una SOCIMI, recogidos en el BOE:

Requisitos generales

La SOCIMI ha de ser una sociedad anónima cotizada y deben incluir en su denominación social la indicación “SOCIMI, S.A.”.

El capital social mínimo es de 5 millones de euros, que debe estar completamente desembolsado. Se redujo respecto a la ley anterior, Ley 11/2009, que exigía un mínimo de 15 millones de euros. Además, se establece que la reserva legal de las SOCIMI no podrá exceder del 20% del capital social, ni se podrán establecer estatutariamente otras reservas indisponibles. La distribución de dividendos se analiza más adelante en este apartado.

Sólo pueden tener una clase de acciones y estas deberán ser admitidas a negociación en un mercado regulado, permitiéndose desde 2012 su negociación en un sistema multilateral de negociación español (como el Mercado Alternativo Bursátil o MAB), de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo o bien de cualquier otro país con el que exista efectivo intercambio de información tributaria (de forma ininterrumpida durante todo el periodo impositivo).

Las SOCIMI pueden llevar a cabo las siguientes actividades (Garrigues, 2012):

1. Adquirir y promover bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, incluyendo la rehabilitación de edificaciones.
2. Participar en otras SOCIMI o en otros REIT no residentes.
3. Participar en SOCIMI no cotizadas o en sociedades no residentes no cotizadas, siempre que unas y otras tengan como objeto social la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, tengan una política similar de distribución de beneficios y estén íntegramente participadas por SOCIMI o por REIT no residentes.
4. Invertir en acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (fondos de inversión y sociedades de inversión inmobiliaria), reguladas en la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Los estatutos sociales: obligaciones

Los accionistas tienen la obligación de comunicar a la sociedad la adquisición o venta de acciones que consiga alcanzar, superar o descender del 5% del capital social y sucesivos múltiplos. Esta obligación se reduce al 1% para administradores y altos directivos.

Además, no podrá existir restricción legal o estatutaria a la libre transmisibilidad de sus acciones.

Por otra parte, la sociedad emisora tiene la obligación, en caso de acordar la exclusión de negociación en el MAB que no cuente con el voto unánime de los accionistas, de ofrecer a aquellos que no hubieran votado a favor, la adquisición de sus acciones a un precio justificado de acuerdo con los criterios previstos en la normativa sobre ofertas públicas de adquisición.

El accionista que reciba una oferta de compra de otro accionista o de un tercero que suponga que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (más del 50%), tiene la obligación de no poder transmitir su participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

Los accionistas de referencia y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones de la SOCIMI ni a realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al Mercado, salvo aquellas que, en su caso, se pongan a disposición del proveedor de liquidez. Esto es denominado “compromiso de *lock-up*”.

Las SOCIMI tienen la obligación de suministrar determinada información. Un apartado especial de la memoria denominado “Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI”, Ley 11/2009, afirma que se deberá incluir, fundamentalmente, la siguiente información:

- Reservas procedentes de ejercicios anteriores a la aplicación del régimen especial.
- Reservas dispuestas para fines distintos de la distribución de dividendos y de la compensación de pérdidas
- Dividendos distribuidos con cargo a beneficios de cada ejercicio y la fecha de acuerdo de distribución.
- Fecha de adquisición de los inmuebles y participaciones.
- Identificación de aquellos inmuebles que alcanzan el requisito del 80% de volumen de activos.

Distribución de dividendos

Las SOCIMI deberán acordar la distribución de dividendos con cargo al beneficio obtenido en el ejercicio dentro de los seis meses posteriores al cierre (y pagarse dentro del mes siguiente al acuerdo de distribución). Esta distribución se realiza de acuerdo a los siguientes criterios:

- El 100% del beneficio procedente de dividendos y participaciones en beneficios en sociedades que cualifiquen como inversiones aptas para el régimen.
- El 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y de participaciones, debiendo reinvertir el resto en activos aptos dentro de los tres años siguientes a su transmisión. De no producirse la reinversión, el 50% restante se distribuirá en el ejercicio en el que finalice el plazo para la misma.
- El 80% del resto de los beneficios obtenidos. El 80% se computará sobre el balance consolidado pudiendo optar la sociedad por sustituir los valores contables por el valor de mercado para realizar dicho cómputo.

Requisitos de inversión de las SOCIMI

Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80% del valor del activo en los siguientes elementos: inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, terrenos para la promoción de dichos inmuebles siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición, o participaciones en el capital o en el patrimonio de las entidades como SOCIMI no residentes, SOCIMI no cotizadas, etc.

Para este nivel mínimo de inversión se deben tener en cuenta algunos criterios. En primer lugar, los inmuebles adquiridos lo deberán ser en propiedad, con el objetivo de arrendarlos a un tercero.

Además, no cualifican los bienes de características especiales regulados en el artículo 8 de la Ley del Catastro como autopistas, puertos, aeropuertos, etc., ni aquellos cuyo uso se ceda a terceros mediante contratos de arrendamiento financiero. Tampoco cualifican a estos efectos los inmuebles explotados en régimen de concesión. Esto supone que no se es propietario del terreno, solo se tiene derecho de explotación durante un periodo determinado.

En el caso de inmuebles localizados en el extranjero, éstos deberán tener una naturaleza análoga a los situados en territorio español y deberá existir efectivo intercambio de información tributaria con el país en el que estén situados.

Los bienes inmuebles adquiridos o promovidos por la SOCIMI deberán permanecer arrendados durante al menos tres años. El plazo empieza a contar desde que los inmuebles fueron arrendados u ofrecidos en arrendamiento por primera vez.

Relativo al volumen de rentas

En cada ejercicio las rentas derivadas del arrendamiento de inmuebles deben alcanzar el umbral del 80%. Al igual que en el cómputo del volumen de activos, se tomará como referencia el balance consolidado en el caso de que la SOCIMI sea la sociedad dominante de un grupo de sociedades.

Régimen fiscal

Aplicable a las Sociedades:

- Impuesto sobre Sociedades.
- Régimen de retenciones en los dividendos distribuidos por las SOCIMI.
- Transmisiones Patrimoniales Onerosas.

Aplicable a los socios de la SOCIMI

- Dividendos.
- Rentas obtenidas de la transmisión o reembolso de la participación en las SOCIMI.

De forma similar a los REIT europeos, las SOCIMI tributarán, con carácter general, en el Impuesto sobre Sociedades al 0% en relación con las rentas que obtengan en el desarrollo de su objeto social, localizándose la tributación de las rentas obtenidas por las SOCIMI en su accionista (en el periodo en el que esta renta es distribuida). No obstante, la SOCIMI estará sometida a un gravamen especial del 19% sobre el importe de los dividendos que distribuya a los socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5%, siempre que dichos dividendos estén exentos para el socio o tributen a un tipo de gravamen inferior al 10%.

Es importante también destacar el régimen de retenciones en los dividendos distribuidos por las SOCIMI. Los dividendos que se distribuyen a los socios residentes fiscales en España (personas físicas o entidades) o a socios no residentes con establecimiento permanente en España estarán sujetos a un tipo de retención del 21%.

El siguiente cuadro recoge un resumen básico de los principales requisitos que caracterizan la legislación actual de estos vehículos.

Tabla 1: Resumen de la legislación de las SOCIMI.

RESUMEN BÁSICO DE REQUISITOS DE LAS SOCIMI

Capital Social Mínimo	5.000.000 €
Reserva legal	≤ 20% del beneficio obtenido
Distribución de dividendos	≥ 80% del beneficio obtenido
Financiación	No hay limitación alguna establecida
Arrendamiento de los inmuebles	≥ 3 años
Inversiones	≥ 80% de los activos: <ul style="list-style-type: none"> • Inmuebles urbanos arrendados. • Terrenos para la promoción de dichos inmuebles. • Participaciones en capital o patrimonio de otras SOCIMI.
Régimen fiscal especial	Si cumple los requisitos, tipo de gravamen: 0% sobre las rentas obtenidas del arrendamiento de inmuebles. Si no cumple: 30%.

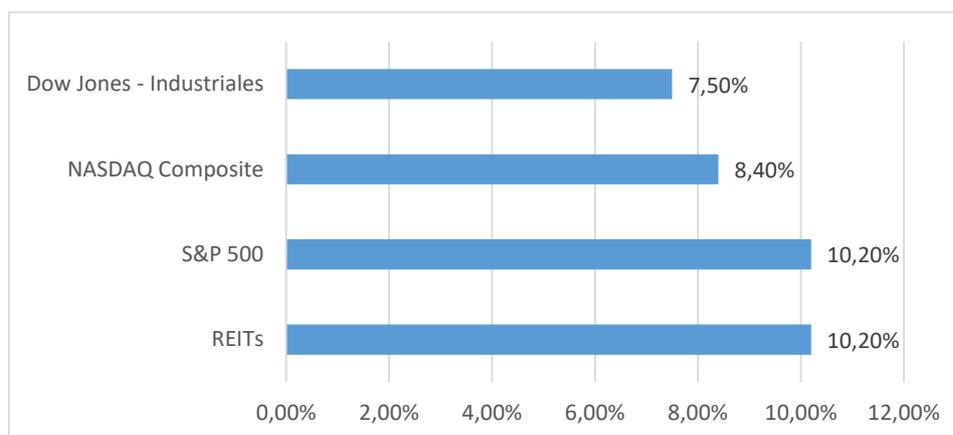
Fuente: Elaboración propia.

c) Historia

Como se ha comentado anteriormente en este documento, las SOCIMI aparecieron en Estados Unidos en forma de REIT en 1960. Sin embargo, no fue hasta 2009 cuando se aprobó en España la legalización de estas sociedades.

El artículo de la revista Intangible Capital de 2012 señala que, históricamente, los REIT han sido “un instrumento competitivo, en términos de rentabilidad, respecto otros vehículos de inversión y una alternativa a tener en cuenta en la construcción de carteras”. En el siguiente gráfico, se comparan los retornos de los REIT con la renta variable en Estados Unidos en el período 1972-2009. Se puede observar cómo los REIT lideran en cuanto a retornos demostrando su efectividad.

Gráfico 8: Comparativa de los retornos de los REIT y la renta variable en EE.UU., entre 1972-2009.



Fuente: Elaboración propia con datos de NAREIT, 2010.

Las causas de la elevada rentabilidad de estos vehículos en comparación a la de otros activos financieros, desde finales de los años 80 hasta el año 2008, se debe a “las facilidades de acceso a la financiación, a la eficacia de los gestores por encima de los costes de gestión y a una elevada demanda en comparación con la oferta de REIT en el mercado”, como se ha estudiado en este documento en el apartado 1: Contexto macroeconómico en 2009.

Por sus características intrínsecas, los REIT se sitúan en “un punto intermedio entre la renta fija (con la cual se asemeja por la distribución de dividendos equiparables a los cupones de la deuda) y la renta variable (con la que se asemeja por las ganancias de capital obtenidas a través de la fluctuación de su cotización)”.

Las SOCIMI cuentan con numerosos vehículos equivalentes en otros países. Como afirma el mismo artículo, dichos vehículos, como sucede en el caso español, “actúan como cualquier empresa inmobiliaria pero con importantes ventajas fiscales, siempre que cumplan con la legislación vigente en cada país, en cuanto a políticas de inversión en activos y distribución de ingresos por beneficio. Estos requerimientos son distintos en cada país, algunos más limitativos que otros, generando, de este modo, una competencia entre países”.

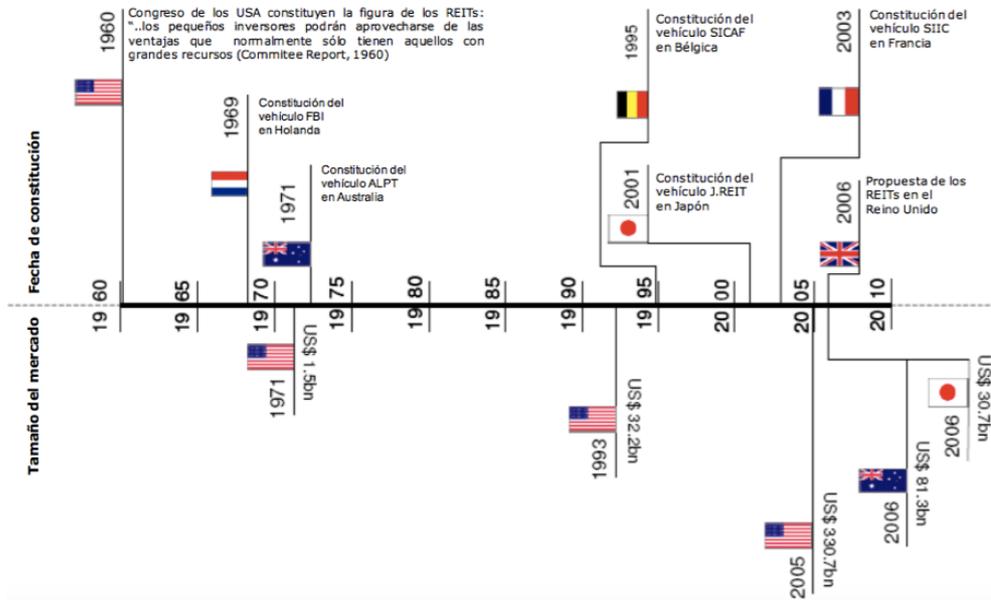
La aprobación de leyes que permiten la constitución de REIT se ha acelerado en los últimos años globalmente. Según el informe “*Global REIT markets*” realizado por EY en 2018, actualmente son 37 países los que contemplan en su legislación la constitución de estas sociedades, con un *market cap* o capitalización de mercado de aproximadamente 1.7 trillones de dólares americanos (\$). Desde 2013, los REIT se han establecido en 7 nuevos mercados: Irlanda, Sudáfrica, India, Kenya, Bahrein, Vietnam y Arabia Saudí. China y Polonia están muy cerca de permitir la constitución de REIT.

Los 37 países que permiten la constitución de sociedades equivalentes a los REIT se recogen en la figura 3.

Como podemos observar en la línea cronológica mostrada a continuación, los REIT llegaron a Europa por primera vez gracias a Holanda, que creó en 1969 los *Fiscale Beleggingsinstelling* (FBI). En Italia se aprobaron en 1994 los *Fondi di Investimento Immobiliare* (FII), que son fondos especiales aunque no puramente REIT. Bélgica constituyó en 1995 la figura legal SICAFI, *Société d'investissement à capital fixe immobilière*. En el año 2003, aparecieron en Francia las *Société d'investissement immobiliers cotés* (SIIC).

La figura mostrada a continuación representa la evolución histórica de los REIT, hasta 2008, en los primeros países que permitieron la constitución de estos vehículos. Además, muestra el crecimiento de su tamaño del mercado.

Figura 3: Evolución histórica de los REIT.



Fuente: Zhiliang & Lind 2008, en *Intangible Capital* 2012.

La siguiente tabla recoge los principales REIT europeos, además de los precursores REIT estadounidenses.

Tabla 2: REIT en el mundo y año de regulación.

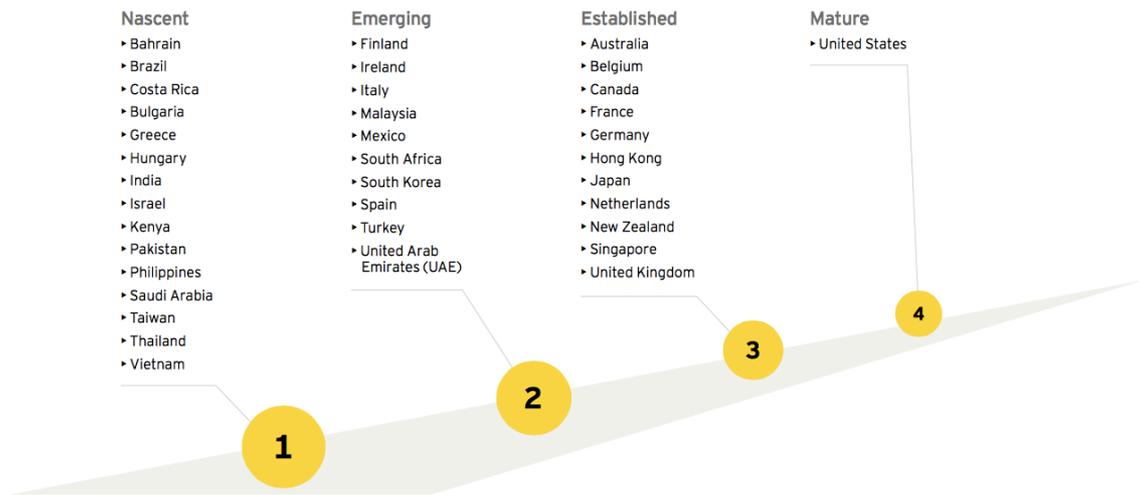
País	Año	REIT
Estados Unidos	1960	REIT
Holanda	1969	FBI
Bélgica	1995	SICAFI
Francia	2003	SIIC
Reino Unido	2007	UK REIT
Alemania	2007	REIT-AG
España	2009	SOCIMI

Fuente: *Elaboración propia*.

La figura que se muestra a continuación, elaborada por EY en 2018, categoriza los REIT de los distintos países según en qué etapa se encuentran: “naciente”, “emergente”, “constituida” y “madura”.

Lógicamente, los REIT en Estados Unidos son los más desarrollados y consolidados. Como se puede observar, EY sitúa a España en “emergentes”.

Figura 4: Etapa de los REIT en cada país.



Fuente: EY 2018.

d) Análisis DAFO

Este apartado tiene el fin de analizar las principales Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Obligaciones de las SOCIMI en España. El siguiente estudio se ha realizado en base a un análisis de la Ley vigente de estos vehículos (ver apartado 2b: Legislación, en este documento), y teniendo en cuenta la información proporcionada en Inmofondos 2018 por algunos de los ponentes como Savills Aguirre Newman, Gesvalt, Armabex, Azora, Perez-Llorca, entre otros.

Debilidades

Debido a su corta trayectoria en España, no se puede llevar a cabo una evaluación de la evolución de las SOCIMI para medir su efectividad, aunque hasta la fecha está resultando positivo. Sin embargo, se pueden identificar algunas debilidades en la regulación actual. En primer lugar, comparado con el régimen de los REIT de otros países, la legislación es aún rígida pese a los ajustes de flexibilización de la Ley 16/2012.

Además, la obligación de repartir el 80% de los beneficios limita la autofinanciación a tan solo un 20%.

Por otra parte, al obligar a estos vehículos a recurrir al alquiler se evitan otras formas que beneficiarían a las SOCIMI y a los inversores. Por ejemplo, permitir el contrato de gestión hotelera, como ocurre con los REIT estadounidenses, ya que es el único que permiten muchos de los operadores internacionales importantes. El siguiente cuadro compara las principales características de estos tipos de contratos.

Tabla 3: Cuadro comparativo contratos de arrendamiento y de gestión.

	GESTIÓN	ALQUILER
Duración	10-15 años	10-15 años
Nivel de riesgo	<ul style="list-style-type: none"> • Propietario: asume el riesgo • Operador: gestiona en nombre del propietario 	<ul style="list-style-type: none"> • Propietario: conservador • Operador: asume el riesgo de la explotación hotelera (ingresos y gastos)
Renta	El operador cobra un % sobre ingresos totales y un % sobre beneficios. No hay ningún tipo de garantía.	Renta fija + variable Suele venir garantizada por un aval bancario
Capex	Propietario	Propietario y operador a negociar

Fuente: Elaboración propia.

En el contrato de gestión, el riesgo recae sobre el propietario del hotel ya que el operador gestiona el negocio en nombre y responsabilidad de la propiedad a cambio de unos honorarios. Cuando decimos que el riesgo lo asume el propietario, incluimos la tenencia del personal del hotel. La ley obliga a las SOCIMI españolas a evitar la responsabilidad del negocio.

Amenazas

En Inmofondos 2018, durante las presentaciones de Gesvalt y Pérez-Llorca, se establecieron las principales amenazas que pueden afectar a este tipo de sociedades y sus riesgos.

En primer lugar, se destaca la constante inseguridad jurídica ante cambios legislativos en el régimen de las SOCIMI, contrariamente a la estabilidad en la que se crearon los REIT estadounidenses y que siguen manteniendo. Todas las SOCIMI contemplan este factor como un riesgo en sus DIIM (Documento Informativo de Incorporación al Mercado). Recientemente, hemos podido leer en la prensa que se ha estudiado un nuevo ajuste en la ley de SOCIMI. “El proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el año 2019 recoge, en su 'Memoria de beneficios fiscales', un nuevo gravamen especial para las SOCIMI, el 15% sobre el importe de los beneficios obtenidos, que no sean objeto de distribución a sus accionistas” (El Confidencial, 2019). Actualmente, existe la incertidumbre de si esta modificación recogida en los Presupuestos Generales del Estado de 2019 saldrá adelante o no, tras las elecciones del 28 de abril. Dicha incertidumbre es la que podría estar limitando la constitución de nuevas SOCIMI. “Los expertos alertan de la fuga de inversiones si se modifica el régimen de las SOCIMI” (Salces, 2018). Estas consecuencias fiscales de estos cambios las recoge Pérez-Llorca en su documento “Novedades LPGE 2019: SOCIMI”.

También pueden afectar cambios legislativos en cuanto a las leyes de urbanismo, la protección al arrendatario o leyes ambientales.

Además, la aparición de nuevos instrumentos de financiación inmobiliaria como las plataformas de *crowdfunding* inmobiliario o el desarrollo de vehículos ya presentes en la legislación española como son los fondos de inversión inmobiliaria, pueden provocar la desviación de las inversiones destinadas a las SOCIMI.

Podríamos analizar también factores externos que están afectando a la inversión extranjera global, no solo a las SOCIMI, como la actual incertidumbre política en España, incluyendo las elecciones del próximo 28 de abril o la inestabilidad en Cataluña, y en el resto de Europa, como el reciente problema de Italia o la actual indecisión por el Brexit.

Fortalezas

Como se ha analizado previamente en este documento, en el apartado 2.b) Legislación, la fiscalidad es ventajosa, pese a la amenaza de cambios legislativos que comentaba anteriormente.

Como se ha comentado en el apartado 2.1., las SOCIMI surgieron con el propósito de impulsar el mercado del alquiler en España, un mercado “no tan maduro como en el resto de Europa” (Inmofondos, 2018). Por tanto, las SOCIMI son vehículos que facilitan un mayor y mejor mercado de alquiler de inmuebles.

Independientemente de las condiciones del mercado, los REIT han seguido históricamente una corriente constante de ingresos, en forma de dividendos.

Además, debido a la cotización en bolsa de sus acciones en los principales mercados de valores, las SOCIMI son vehículos líquidos. Por otra parte, el hecho de ser sociedades cotizadas permite la “popularización” del sector que se ha comentado anteriormente.

Por otra parte, las SOCIMI destacan por su transparencia. “Directores, analistas y auditores independientes, así como los medios financieros y empresariales, controlan la *performance* de los REIT cotizados y sus perspectivas. Esta supervisión facilita a los inversores una medida de protección y más de un barómetro de las condiciones financieras de los REIT” (reit.com).

En “debilidades” se ha incluido la obligación de arrendar los inmuebles imposibilitando otras formas como el contrato de gestión en el sector hotelero. Esto también puede verse como una fortaleza: como se ha explicado anteriormente, en el contrato de gestión el riesgo recae sobre el propietario del hotel. La ley obliga a las SOCIMI españolas a evitar la responsabilidad del negocio.

Oportunidades

Una de las principales oportunidades está relacionada con la diversificación. Los REIT ofrecen acceso al mercado *Real Estate* generalmente con baja correlación con otros activos, stocks y bonos. Esto beneficia al inversor reduciendo el riesgo del portfolio e incrementando los retornos (reit.com).

El inversor nacional e internacional quiere involucrarse cada vez más en el sector turístico español. Como el sector está muy atomizado, se puede decir que resulta difícil invertir si no es en NH Hoteles y Meliá Internacional Hoteles, que son las únicas cadenas hoteleras que actualmente cotizan en la Bolsa española. Las SOCIMI hoteleras se han convertido en un vehículo financiero muy atractivo para el acceso a la inversión en este sector.

La siguiente tabla recoge un resumen de este análisis DAFO.

Figura 5: Análisis DAFO.



Fuente: Elaboración propia.

e) El boom de las SOCIMI

En Estados Unidos, pioneros en este tipo de vehículos como ya se ha explicado anteriormente, podemos destacar los siguientes REIT: Prologis (PLD), Equity Residential (EQR), Blackstone Mortgage Trust (BXMT), Hospitality Properties Trust (HPT), American Tower (AMT), Simon Property Group (SPG), Crown Castle International (CCI), Public Storage America (PSA), entre muchos otros.

En Francia, cabe destacar las principales SIIC francesas que son Covivio, una de las hoteleras más importantes del mundo (anteriormente denominada Foncière des Régions) y Unibail Rodamco Westfield.

En España

Los ajustes legislativos incluidos en 2012, que se han analizado en este documento en el apartado 2.b: Legislación, cumplieron su objetivo de motivar la constitución de las primeras SOCIMI en España.

Entre los cambios introducidos, se encuentra la posibilidad de cotizar en un sistema multilateral de cotización, MAB. Además, se incluyó la eliminación de los requisitos en cuanto a la financiación ajena y se estableció una tributación al 0% para las rentas que proceden del desarrollo de su objeto social. Estas nuevas condiciones y la paulatina recuperación del mercado inmobiliario español tras la crisis económica de 2008, convirtieron a las SOCIMI en vehículos muy atractivos para los inversores.

El atractivo económico financiero que han despertado las SOCIMI en los dos últimos años se observa a través del comportamiento de su cotización. El signo positivo revela la apuesta del inversor por este segmento del mercado (Fernández, 2016).

Después de que se realizasen los ajustes de la ley de 2012, que marcan el inicio de la cotización de SOCIMI en el MAB, y no solo en el mercado continuo, solo se incorporaron dos sociedades durante los tres años siguientes. Sin embargo, esta cifra ha ido incrementándose con el paso de los años llegando hasta 8 nuevos vehículos en 2015. Se puede observar el *boom* en los últimos 3 años. En 2016, 2017 y 2018 se han constituido 17, 19 y 20 nuevas incorporaciones.

En la siguiente tabla podemos observar esta evolución de las SOCIMI cotizando en el MAB.

Tabla 4: Evolución del número de SOCIMI cotizando en el MAB.

	SOCIMIS COTIZANDO EN EL MAB	
	Nuevas	Total
2013	2	2
2014	1	3
2015	8	11
2016	17	28
2017	19	47
2018	20	67

Fuente: Elaboración propia con datos de Inmofondos 2018 y www.bolsasymercados.es/mab.

Actualmente hay cinco SOCIMI cotizando en el Mercado Continuo (cuatro, si tenemos en cuenta la reciente fusión de Axiare con Colonial en julio 2018) (Invertir en SOCIMI, 2018). Estas cuatro SOCIMI se encuentran recogidas en la siguiente tabla, que además muestra el tipo de inmuebles que tienen en propiedad.

Tabla 5: SOCIMI cotizando en el Mercado Continuo.

	Merlin Properties	Colonial	Hispania	Grupo Lar
Locales comerciales	Sí	Sí	-	Sí
Residencial	-	-	-	Sí
Oficinas	Sí	Sí	-	Sí
Naves logísticas	Sí	Sí	-	-
Hoteles	Sí	-	Sí	-

Fuente: Elaboración propia.

Merlin properties

En su presentación corporativa de enero 2019, Merlin Properties asegura contar con cerca de 1.000 activos con un valor bruto calculado de más de 12.000 millones de euros. Cuenta con más de 3 millones de metros cuadrados en alquiler y unas rentas brutas anuales de 500 millones de euros. La actividad de Merlin Properties es la gestión activa, operación y rotación de activos inmobiliarios comerciales en España y, aunque en menor medida, en Portugal. Como podemos ver en la tabla 5, la compañía se ha centrado en el mercado de oficinas, *retail* (locales) así como logístico y hoteles. Se trata de la mayor SOCIMI en la bolsa española con una capitalización bursátil de aproximadamente 5.3 millones de euros, incorporándose al IBEX 35 en diciembre de 2015.



Colonial SOCIMI



Esta SOCIMI cuenta con 101 inmuebles, en España y Francia, que conforman más de 1.700.000 metros cuadrados. Su valor de mercado es de 11.348 millones de euros, y su capitalización bursátil de 4.474 millones de euros.

El 91% del total de su negocio lo compone el mercado de oficinas, aunque también tiene *retail* (locales) y logístico (naves industriales).

En julio de 2018 adquirió Axiare. También el grueso de su cartera lo componen oficinas.

Hispania

Esta SOCIMI será estudiada en el apartado 4.c) *Modelo de éxito: Hispania*.

Lar España

Lar España publicó en enero de este año 2019 su presentación corporativa, en la que recoge las características de sus 18 activos en propiedad, que conforman más de 600.000 metros cuadrados en el territorio nacional, con un valor bruto de 1.536 millones de euros. La gran mayoría de esos activos son locales comerciales o *retail*, aunque también tiene oficinas y residencial. Lar España cotiza en la Bolsa de Valores española a través del mercado continuo desde el año 2014. Fue constituida como una SOCIMI en un momento en el que el mercado inmobiliario alcanzó mínimos históricos.



Las 67 restantes cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), entre las que destacan:

Entrecampos Cuatro, S.L.

Constituida en 2004, esta sociedad se transformó el 24 de mayo de 2013 en sociedad anónima (S.A.) con el fin de adaptarse a los requisitos aprobados por la Ley 11/2009 para ser una SOCIMI. Fue la primera que inició su cotización en el MAB en el año 2013. Está constituida fundamentalmente por oficinas, y también por viviendas y locales.

Azaria Rental Socimi

Azaria se incorporó al MAB en el año 2018 y actualmente su capitalización bursátil alcanza algo más de 40 millones de euros. Está compuesta por un complejo formado por cinco edificios de uso oficinas e industrial con una superficie total de 46.481 metros cuadrados situado en Madrid, y que dispone de un aparcamiento con 354 plazas. El activo se encuentra arrendado en su totalidad a Diario El País, S.L. (Grupo Prisa).



Azaria está gestionada por Drago Capital, compañía de inversión y gestión de activos inmobiliarios que opera en la Península Ibérica y en EE.UU., fundada en 2001 (azariarental.com).

Testa Residencial SOCIMI S.A.

Testa Residencial SOCIMI S.A. se constituyó en el año 2001, aunque el tamaño y constitución de su



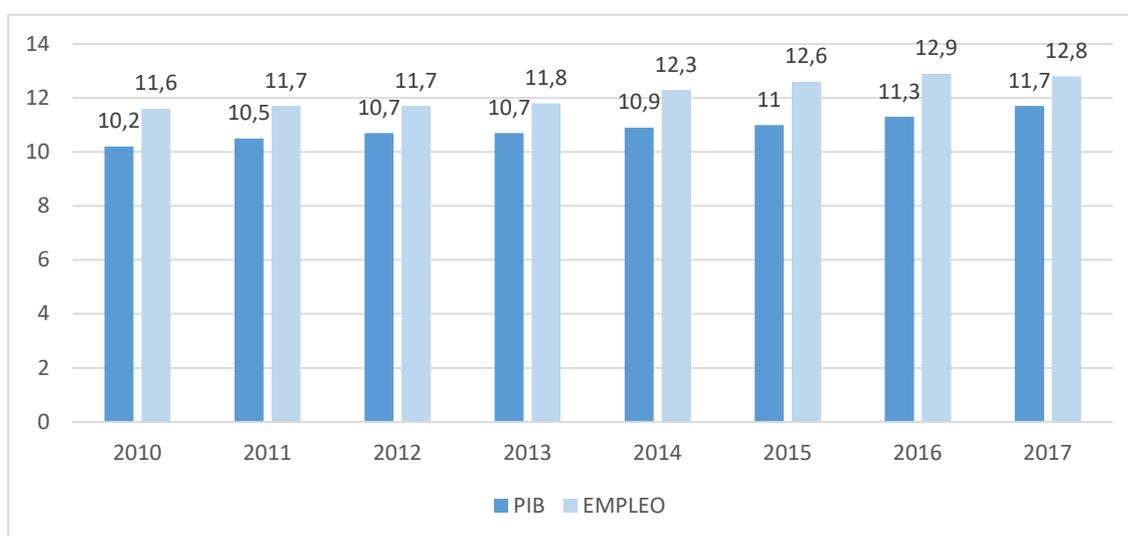
cartera ha aumentado de forma muy significativa a partir de 2016. En septiembre de ese año, se acogió al régimen de SOCIMI. Está focalizada exclusivamente al sector residencial: está compuesta por una cartera de 10.615 pisos (testaresidencial.com). A finales de 2018, el 50% de Testa fue comprada por Blackstone, la firma de capital riesgo de Nueva York. Esta operación ha convertido a Testa en la principal SOCIMI española.

4. SOCIMI HOTELERAS

a) Turismo en España

El turismo en nuestro país es fundamental para entender nuestra economía. El peso del turismo alcanzó los 137.020 millones de euros en 2017, lo que supuso el 11,7% del PIB. Las ramas características del turismo generaron 2,60 millones de puestos de trabajo, el 12,8% del empleo total (INE, 2019). El gráfico que se muestra a continuación refleja la creciente evolución de la aportación del turismo al Producto Interior Bruto (PIB) y al empleo en términos porcentuales.

Gráfico 9: Aportación (%) del turismo al PIB y al empleo, 2010-2017.



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

España se convirtió en 2017 en el segundo país con mayor número de visitantes superando a EE.UU. y solo por detrás de Francia, batiendo su récord en cuanto a número de turistas que visitaron España, que fueron más de 82 millones durante ese año.

El gasto turístico sigue en aumento, mostrando una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) de 7,9% desde el 2010 al 2018, los países que más contribuyen a ese gasto son Reino Unido, Alemania y Francia.

Tras el incremento inusual de los últimos años, el crecimiento del turismo se consolida durante el año 2018. Este año, el número de turistas creció un 1,1% en comparación con el año anterior en el que se produjo un aumento del 9%. Estas cifras siguen siendo positivas para el año 2018, batiendo de nuevo el récord histórico, sin embargo, está muy por debajo de 2017 en cuanto a crecimiento en número de turistas. El gasto turístico creció un 3,3% en 2018, situándose en los 89.500 millones de euros, frente al 12% de 2017.

Entre las causas principales de esta evolución, especialmente en cuanto al segmento vacacional, se puede destacar la fuerte recuperación de nuestros competidores, especialmente Turquía (además de la devaluación de la lira), Egipto, Grecia y Túnez, con agresivas políticas de precio; la inestabilidad política en Cataluña; y el debilitamiento del mercado británico debido a la incertidumbre del Brexit. Factores como la celebración del mundial de fútbol en Rusia y el buen clima general en Europa durante el verano de 2018, han afectado también a esta desaceleración en el crecimiento.

Esta desaceleración se ha visto reflejada en el número de turistas que proviene de Alemania y el Reino Unido, mientras que el mayor aumento proviene de países como China, Rusia, Corea y EE.UU. países con un mayor gasto promedio por turista (Deloitte, 2019).

b) Inversión hotelera

Desde 2010 hasta 2018 se ha producido un muy positivo crecimiento de la rentabilidad del mercado hotelero en España. Las principales causas han sido un incremento en el precio y una mejora significativa en la tasa de ocupación. También, se ha producido un salto de calidad notable en la planta hotelera española con más de 251 hoteles y 41.000 habitaciones reformadas, y 147 hoteles y 21.000 habitaciones nuevas en los dos últimos años.

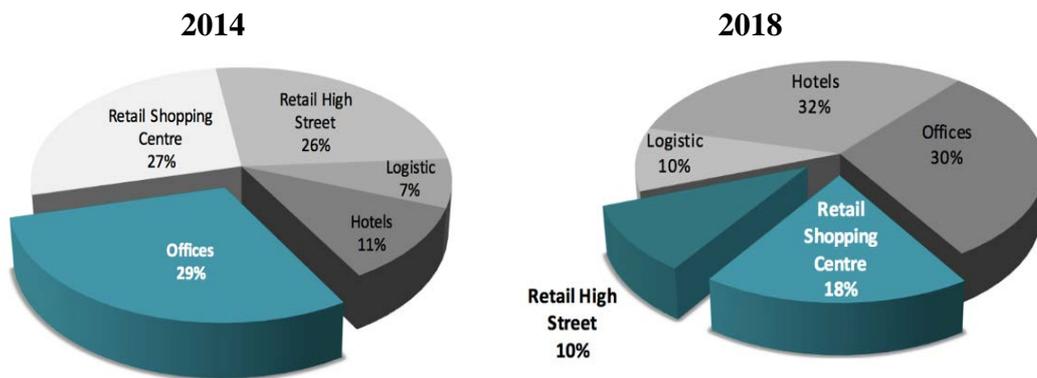
La inversión hotelera batió un nuevo récord en 2018, alcanzando los 4.850 millones de euros y consolidando el buen comportamiento del sector. El volumen de inversiones se ha duplicado en el año 2018, respecto al año 2016 sobretodo por la entrada de capital extranjero, tanto de grandes inversores financieros como de compañías hoteleras que ven el sector hotelero como un activo inmobiliario que puede ofrecer rentabilidades muy atractivas y superiores a las opciones más tradicionales (Allende y Palau, 2019).

El año pasado el mercado español encaró su cuarto año consecutivo registrando volúmenes de inversión nunca antes vistos, rozando los 5.000 millones de euros (ver Gráfico 7: Evolución del volumen de inversión por segmentos en terciario). Además, a las cifras de inversión hay que sumar los 1.000 millones de euros de media invertidos anualmente en Capex de reposicionamiento y construcción de hoteles (Colliers, 2018). Capex es en inglés *capital expenditures*, y son todas aquellas inversiones de capital que se realizan para adquirir, mantener y optimizar activos físicos como edificios o maquinaria.

Si analizamos esta inversión geográficamente, los destinos vacacionales más consolidados siguen siendo, por el momento, Baleares, Canarias, Benidorm y Costa del Sol. Madrid sigue siendo un destino prioritario de inversión junto con otras ciudades, antes consideradas “destinos secundarios”, como Málaga, Bilbao, San Sebastián o Sevilla. Además, algunas de las urbes conocidas como destinos “no prime”, como Valencia, Alicante, Córdoba o Cádiz, poco a poco han ganado interés inversor. Por otra parte, Barcelona ha reducido su posición como destino de inversión en 2018, dejando de ser atractivo por la inestabilidad política de los últimos años. Se puede decir que el mercado hotelero español sigue siendo muy fragmentado y mantiene intacto su enorme potencial de consolidación (Allende y Palau, 2019).

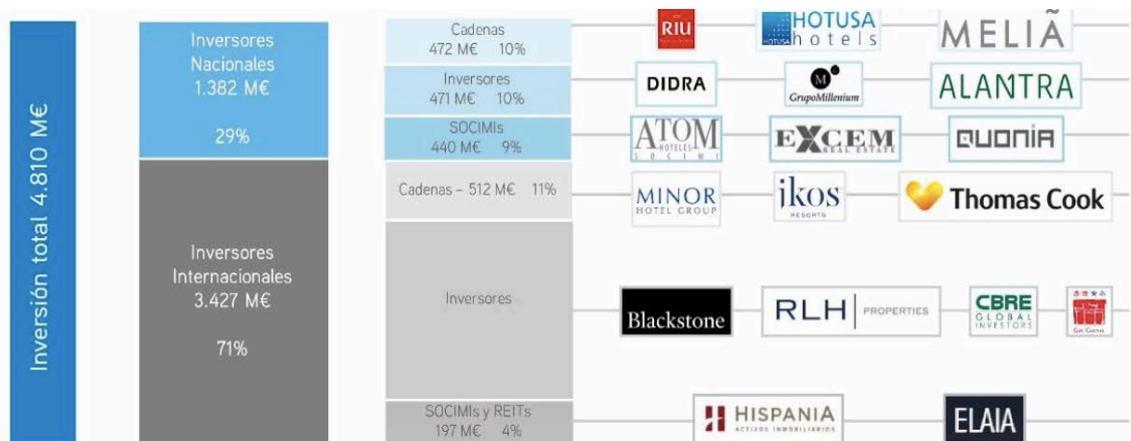
Los siguientes gráficos muestran una comparativa en términos porcentuales entre 2014 y 2018 de la evolución de la inversión en España por segmentos. Los datos en valores absolutos se pueden ver en este documento en el gráfico 4.

Gráfico 10: Evolución de la inversión en España por segmentos.



Fuente: Deloitte, 2019

Figura 6: Origen y Perfil del capital.



Fuente: Colliers International en Inmoley 2019.

La figura anterior resume el origen y perfil del capital invertido en el sector hotelero en España con datos de 2018. Es de señalar, la importancia de las inversiones internacionales, ya mencionadas anteriormente, alcanzando el 71% del total de la inversión.

Portfolio versus single assets

Durante el año 2018 destacaron como protagonistas las transacciones de cartera o *portfolio*. Estas operaciones concentraron el 72,7% del volumen total de inversión en el sector hotelero. Todas ellas sumaron 3.338 millones de euros, y se repartieron en 12 carteras hoteleras formadas, en conjunto, por 197 hoteles y más de 27.300 habitaciones. Entre dichas operaciones destacan la Oferta Pública de Adquisición (OPA) de Blackstone sobre Hispania Activos Inmobiliarios, la OPA de Minor Hotels sobre NH Hotel Group, así como la Oferta Pública de Venta (OPV) de la SOCIMI Atom Hotels gestionada por Bankinter.

En cuanto a las transacciones sobre activos individuales o *single assets*, el año 2018 cerró con operaciones destacables como la adquisición por parte del Grupo Cotizado RLH Properties del hotel Villa Magna en Madrid a Dogus por 210 millones de euros (1,4 millones de euros por habitación), la compra por parte de HIPartners (Blackstone) a Grupo Timón del 50% que no controlaba en el Ritz Carlton Abama o la adquisición del nuevo Edition de Barcelona por parte de un inversor de Oriente Medio. (Inmoley, 2019)

Principales players

La siguiente tabla, extraída de un informe de Deloitte (2019), muestra los principales actores partícipes en la inversión hotelera en España. El primer cuadro *Equity* hace referencia a los principales propietarios de hoteles en España. Podemos destacar, entre ellos, la presencia de Hispania, Atom y ColonyCapital, algunas de las SOCIMI más importantes. El caso de Hispania se analizará más adelante en el apartado 4.c) *Hispania: un caso de éxito*.

A la derecha, podemos ver las principales cadenas hoteleras que operan en España. Debajo, las entidades financieras a las que se recurre con más frecuencia para apalancar este tipo de operaciones.

Figura 7: Principales *players* en la inversión hotelera actual en España.



Fuente: Deloitte, 2019.

c) SOCIMIS en el sector hotelero

En la tabla 7, elaborada con datos de 2017 proporcionados por Inmofondos 2018, se muestra la inversión de las SOCIMI categorizada por activos.

Tabla 6: Inversión de las SOCIMI, 2017.

Inversión de las SOCIMI en Activos, 2017.

	Por Número	Por Valor de Mercado
Hoteles	0,71%	6,62%
Residencial	70,52%	4,85%
Oficinas	4,49%	49,54%
Centros comerciales	0,5%	15,02%
Retail (locales)	21,46%	14,09%
Otros	2,32%	9,88%

Fuente: Elaboración propia con datos de Gesvalt en Inmofondos 2018.

Estos datos confirman que, en las carteras o *portfolios* de las SOCIMI, hay activos muy numerosos pero que no representan un gran valor de mercado. Por el contrario, existen determinadas tipologías de activos que aunque por número son reducidos, representan la mayor parte del valor de mercado de los activos en cartera. (Inmofondos, 36)

Por otra parte, observamos que los hoteles representaron en 2017 menos del 1% de los activos por número. Sin embargo, representaron un 6,62% en valor de mercado. Podemos concluir, que las SOCIMI manifiestan un alto interés por estos activos y que esto números se están incrementando constantemente en este último periodo.

Entre las más importantes cotizadas en el MAB podemos destacar las siguientes SOCIMI hoteleras.

Atom Hoteles SOCIMI, S.A.

Atom Hoteles fue constituida en enero de 2018, por Bankinter y GMA HCI, sujeta al régimen fiscal SOCIMI. Este vehículo



está gestionado por GMA, un gestor independiente de activos inmobiliarios especializado en el sector hotelero, con más de 20 años de experiencia en el mercado nacional e internacional. Cuenta con una cartera de 23 activos en propiedad que suponen 5.241 habitaciones, con un valor total de más de 500 millones de euros (Atom, 2018).

Elaia Investment Spain SOCIMI, S.A.

Elaia Investment Spain, Socimi, S.A. (“EIS”) pertenece al grupo luxemburgués Batipart. Fue creada en diciembre de 2015 y



gestiona una cartera valorada en más de 192.5 millones de euros a 30 de junio 2018, compuesta de activos turísticos y activos residenciales. La compañía fue introducida al mercado alternativo bursátil (MAB) durante el último trimestre del 2017. EIS cuenta con 15 activos que conforman cerca de 100.000 metros cuadrados. Esta SOCIMI se centra en tres tipos de activos situados en territorio nacional: 6 hoteles, 7 apartamentos turísticos y 2 de residencial (www.elaiaspain.es).

Covivio



Considero importante dedicarle unas líneas ya que, pese a ser francesa, es muy activa en España, siendo el segundo mayor inversor institucional del mundo en el sector inmobiliario de hostelería. Covivio no cotiza en el MAB español, sino en París. Las subsidiarias españolas no necesitan cotizar al cotizar la madre en Francia. La antes denominada Foncière de Régions, poseía y gestionaba una cartera de hoteles europeos de más de 5.000 millones de euros (55.000 habitaciones y 463 hoteles) a principios de 2018.

La SOCIMI hotelera de referencia en España es Hispania, que cotiza en el mercado continuo, y que procedo a analizar a continuación.

d) Modelo de éxito: Hispania

Hispania se constituyó como SOCIMI en marzo de 2014 enfocándose en un tipo de activo en territorio nacional: los hoteles. Estas tres son las principales áreas de experiencia de la gestora que era la encargada de su operación, Azora, una gestora de capital privado independiente.

Estrategia

Hispania fue pionera a la hora de las inversiones en los hoteles vacacionales. Anteriormente, todos los inversores se habían centrado en los hoteles urbanos.

Para el análisis de la estrategia de Hispania, he realizado una entrevista a Luis Miguel Martín, el que era director de desarrollo de negocio hotelero en Hispania hasta su venta. Desde los primeros momentos, tanto la inversión en oficinas como en hoteles, se manifestaron como las más interesantes dada la dificultad de conseguir edificios de residencial con propiedad única.

Según Luis Miguel Martín, Hispania estableció desde el principio una estrategia basada en tres pilares fundamentales:

En primer lugar, se buscaron activos entre 2013 y 2014 que supusieran una oportunidad en precio aún cuando se tratasen de operaciones complejas de deuda, concurso de acreedores, problemas accionariales, etc. “Son operaciones difíciles, pero que supone una oportunidad de valoración”, asegura.

Además, todas las inversiones de Hispania se plantean como *Value Added* (Valor Añadido) y se trabaja junto a la compra la oportunidad de renovar y reposicionar el activo vía la oportuna inversión. El plan y el importe de esa reforma y reposicionamiento se incorpora, desde el primer momento, como parte del plan de compra y en las proyecciones y retornos de la inversión a futuro.

Finalmente, Hispania “planteaba las operaciones de forma franca con el operador del hotel, propietario o no, como mejor conocedor del potencial del activo y del mejor plan de reposicionamiento. Hispania no tiene problema en mantener al operador, ahora como inquilino por exigencias del modelo SOCIMI, tras la compra”, explica Luis Miguel Martín. Es decir, en los casos en los que el propietario, y vendedor, del activo fuese también el operador hotelero, Hispania está dispuesto a mantenerlo como operador hotelero. En caso de que no coincidiese, propiedad y operación, Hispania negociaba con el operador hotelero para su continuidad en la explotación del hotel o bien para su sustitución mediante una transición pacífica.

Por otra parte, Hispania contó con otros factores decisivos para su éxito: el interés de los inversores extranjeros en las SOCIMI, bien conocidos como REIT en sus países de origen; y la disponibilidad de financiación por parte de los bancos españoles para financiar tanto la compra como los planes de renovación y reposicionamiento. Finalmente, el último elemento diferencial, la existencia de un momento “dulce” entre propietarios atrapados en la crisis de 2009 a 2012 y el comienzo de un nuevo ciclo de elevado crecimiento turístico entre 2014 y 2018.

Producto

Hispania era, a principios de 2018, propietaria de 46 hoteles (13.144 habitaciones), la mayor parte de ellos alojamientos vacacionales situados en Canarias y Baleares. Era, por tanto, la mayor propietaria de camas de España.

Hispania fue pionera a la hora de invertir en hoteles vacacionales. Anteriormente, todos los inversores se habían centrado en los hoteles urbanos. Este fue un elemento diferenciador que marcó su éxito.

Un ejemplo: hotel Meliá Jardines del Teide (JdT)

En la entrevista a Luis Miguel Martín, hizo referencia a un ejemplo de operación que había llevado a cabo Hispania.

El hotel Meliá Jardines del Teide fue una de las primeras compras cerradas por Hispania y constituye en sí un modelo de éxito. Hispania salió a bolsa en marzo de 2014 y la compra de JdT se cerró en el último trimestre de ese mismo año.

Se trataba de un hotel de 4 estrellas y 300 habitaciones situado en Playa de las Américas en Tenerife (Urbanización del Duque, Calle Aganda s/n 38670 Costa Adeje Santa Cruz de Tenerife).

Situado en segunda línea de playa, se encuentra localizado justo detrás del emblemático hotel de 5 estrellas Bahía del Duque. La localización de JdT, a pesar de ser en segunda línea, presenta unas excelentes vista sobre el mar al estar construido sobre la falda de la montaña.

En este activo, Hispania optó por mantener al operador preexistente, Meliá, y se comprometió a efectuar ciertas inversiones con el objetivo de:

- Renovar un tercio de las habitaciones del hotel para pasarlas al siguiente nivel de calidad de la marca, la denominada categoría LEVEL.

- Efectuar las inversiones necesarias para adecuar parte de las zonas comunes e identificarlas como áreas exclusivas de los clientes alojados en las nuevas habitaciones LEVEL.
- Renovar ciertas áreas técnicas para hacerlas más eficientes y ecológicas.
- Por último, tras las reformas anteriores, solicitar el paso a hotel de 5 estrellas que se efectuó en junio de 2017.

En este caso, Hispania no optó por un cambio de marca, Meliá ofrecía conocimiento del mercado y marca de reconocido prestigio de nivel internacional, si no que se optó por un reposicionamiento del activo pasándolo a la categoría de 5 estrellas. Esta reforma y reposicionamiento efectuada en 2015 permitió que este activo pudiese aprovechar de forma optima el boom turístico vivido en España de 2015 a 2018.

Como consecuencia de todas estas actuaciones, las cifras son las siguientes:

Compra del activo en 2014	37,7 MM€
Inversión en reforma y cambio a categoría de 5 estrellas	6,8 MM €
Revpar en el momento de la compra 2014	62,6 €
Revpar en el año del paso a 5 estrellas, 2017	111,79 €
Incremento de Revpar en 3 años (2015 en obras)	78,57 %
RevPar = (precio medio anual por habitación) x (% ocupación anual)	

Venta de Hispania

Dado su éxito, a principios del año 2018, Hispania atrajo la atención de Blackstone, la gestora de fondos estadounidense que se ha consolidado como la mayor del mundo actualmente.

Finalmente, Hispania fue adquirida en bolsa por esta gestora en junio de 2018. Esta operación, junto con la adquisición de HIPartners a finales de 2017, supuso la consolidación de Blackstone como el inversor más activo del mercado hotelero en España. De hecho, Blackstone es el mayor propietario de hoteles en España y se ha convertido en un inversor clave en el mercado turístico y hotelero de nuestro país.

Actualmente, la gestión de Hispania se divide entre HI Partners (hoteles), Rivoli (oficinas) y Fidere (viviendas) vinculadas a Blackstone Group. En las últimas semanas, Blackstone ha empezado una desinversión selectiva de sus activos no estratégicos.

5. Conclusiones

Las SOCIMI tienen una trayectoria relativamente corta, ya que aparecieron en España en el año 2009. Por este motivo, no se puede llevar a cabo una evaluación histórica completa de su evolución para medir su efectividad. Sin embargo, el resultado hasta la fecha ha resultado positivo. Se ha demostrado la creciente importancia de estas sociedades como vehículos financieros para los distintos sectores. Además, en Estados Unidos los REIT aparecieron en los años 60 y han demostrado su éxito a lo largo de los años. Como se puede observar en el gráfico 8, los REIT han presentado una rentabilidad del 10,2% entre los años 1972 y 2009, al igual que la renta variable y por encima de índices de referencia como el NASDAQ Composite (8,4%) o el Dow Jones Industrial (7,5%).

Pese a ser consideradas equivalentes, los REIT y las SOCIMI muestran algunas diferencias. La más destacada es la rigidez de la regulación en España para estos vehículos, en comparación con los pioneros REIT estadounidenses. Esta rigidez se vio reflejada entre 2009 y 2012, ya que no se constituyó ninguna SOCIMI en esos años. En el año 2012 hubo un punto de inflexión ya que se modificó la legislación española en cuanto a estas sociedades con el objetivo de flexibilizar las condiciones de su constitución. A partir de entonces, empezaron a considerarse y funcionar como vehículos financieros.

No es casualidad que la aparición de estas sociedades en el año 2009 coincidiese con la mayor crisis global de este siglo, la cual comenzó en 2008 tras explotar la burbuja inmobiliaria. Esta se basaba en la facilidad de acceso a la deuda bancaria, que permitió a muchos ciudadanos adquirir una vivienda, incrementando muy considerablemente el índice de precios de la vivienda (IPV).

El objetivo de la aprobación de las SOCIMI fue facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, al ser sociedades cotizadas, proporcionando liquidez a los activos inmobiliarios en un contexto de recesión económica. Además, las SOCIMI pretenden continuar el impulso del mercado del alquiler en España con el fin de dinamizar el mercado inmobiliario.

Además, estos vehículos presentan una serie de ventajas financieras y fiscales que permiten mejorar la perspectiva de rentabilidad y acotar el riesgo para los inversores.

Pese a la incertidumbre, generada en el último trimestre del año 2018, por un posible cambio en la legislación fiscal de estas sociedades, el mercado no parece resentirse y siguen apareciendo nuevas SOCIMI en los distintos sectores. Este posible cambio en la legislación supondría, entre otras modificaciones, la aprobación de un impuesto del 15% sobre los beneficios no distribuidos. Como se ha explicado anteriormente, las SOCIMI deben por ley repartir al menos un 80% de su resultado entre los accionistas.

Muchos consideran que la incertidumbre fiscal sobre este nuevo impuesto perjudica a la constitución de nuevas SOCIMI. Sin embargo, en Inmofondos 2018 se concluyó que en los próximos años se producirán crecimientos buscando sinergias dentro de SOCIMI cada vez más especializadas.

En España hay cuatro sociedades cotizando en el mercado continuo, que son Merlin, Colonial, Hispania y Lar; además de las 67 que lo hacen en el MAB, entre las que destacan Azaria Rental y Testa Residencial.

Actualmente, el mercado español encara su cuarto año consecutivo registrando volúmenes de inversión nunca antes vistos. Como se ha analizado previamente, en el año 2018 se han materializado operaciones de inversión por valor de 15.118 millones de euros, frente a los 10.834 millones en 2017.

Los inmuebles son activos muy atractivos para la inversión ya que son, en muchos casos, utilizados como objeto de especulación. Esta especulación se basa en la estrategia de *Value Added* o Valor Añadido, que consiste en comprar un inmueble (ya sea una vivienda, un hotel, un local, etc.) para revalorizarlo a través de un significativo reposicionamiento y venderlo posteriormente aun precio superior que genere al inversor una rentabilidad.

El turismo en España representa un 11,7% del PIB y un 12,8% del empleo total. Por tanto, es un sector fundamental para entender nuestra economía.

El sector hotelero representa un porcentaje considerable del total de la inversión (15.118 millones de euros), ya que supone un 4.850 millones de euros.

Una de las alternativas para llevar a cabo la inversión en hoteles es a través de una SOCIMI.

Parte de esta inversión se ha llevado a cabo a través de SOCIMI hoteleras, entre las que destacan Hispania, Atom y Elaia. Se ha hecho público el pasado 26 de marzo el lanzamiento de una nueva SOCIMI, Millenium Hotels, especializada en hoteles de lujo y se espera el lanzamiento de varias más en los próximos meses.

La SOCIMI hotelera de referencia es Hispania, gestionada por Azora desde su constitución en el año 2014 hasta mediados de 2018 que fue adquirida por Blackstone, la mayor gestora de fondos del mundo.

El proceso general de una operación llevada a cabo por una sociedad de este tipo empieza con la identificación de un hotel que pueda ser interesante para obtener una rentabilidad acorde con los objetivos de la sociedad. Si, tras un análisis y estudio del hotel, resulta serlo, la SOCIMI procede a comprar el activo y reposicionarlo a través de diferentes vías, por ejemplo, la inversión en Capex o un cambio de marca hotelera. Se mantiene y optimiza el inmueble durante un periodo de tiempo para venderlo con el fin de obtener la rentabilidad buscada.

Por primera vez, grandes inversores internacionales, como los ya mencionados Blackstone y Covivio, han apostado por el mercado español. Se prevé que el interés de estos importantes inversores se mantenga en los próximos años debido a la creciente importancia del sector turístico y hotelero en la economía española.

En estos momentos, y siguiendo la tendencia de los últimos 3 años con una muy elevada presión compradora, hay un incremento significativo de los precios de los hoteles. Por este motivo, los *yields* o porcentaje de rentabilidad se han comprimido.

En este contexto, el rol de las SOCIMI resulta fundamental y seguirá creciendo su importancia en el sector, ya que tenderán a invertir en activos *Value Added* para cumplir con las expectativas de rentabilidad de los inversores.

Los expertos aseguran que se espera una ralentización en los datos de la operativa hotelera, y, por tanto, los precios de los inmuebles hoteleros se estabilizaron.

Sobre las SOCIMI, todavía no está todo dicho.

6. Bibliografía

Agencia Tributaria. Web page: <https://www.agenciatributaria.es>.

Allende, Ignacio y Palau, África (1 de marzo, 2019). “El sector hotelero abre el apetito de los inversores”. Revista Cinco Días.

Andbank. (6 de Junio, 2017). “¿Qué son los fondos buitres?” Web page: <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/que-son-los-fondos-buitres-capital-riesgo/>

Asgard Investment Hotels SOCIMI. Ficha del MAB. https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/SOCIMI/Ficha/ASGARD_INVESTMENT_HOTELS_SOCIMI__S_A__ES0105074001.aspx

Atom (Agosto, 2018). “Presentación corporativa Atom Hoteles SOCIMI, S.A.”.

Azaria Rental Socimi. Ficha MaB. Web page: https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/SOCIMI/Ficha/AZARIA_RENTAL_SOCIMI__S_A__ES0105373007.aspx

Azaria Rental Socimi. Web page: www.azariarental.com

Azora (2018) “SOCIMI y REIT”. Presentación elaborada por Azora.

Bernardos Dominguez, Gonzalo (Septiembre-Octubre, 2009). “Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España”. Revistas ICE, número 850.

Blackrock. (n.d.). “¿Qué es un ETF? por BlackRock España”. Web page: <https://www.blackrock.com/es/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/que-es-un-etf>

BME (n.d.) “¿Qué es el MAB?” https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QUEEs.aspx#ss_MaB

BOE. Boletín Oficial del Estado. Web page: www.boe.es

Burbuja. (20 de Octubre, 2006). “La deuda de las familias marca un récord histórico y supera el 82% del PIB”. Web page: <https://www.burbuja.info/inmobiliaria/threads/la-deuda-de-las-familias-marca-un-record-historico-y-supera-el-82-del-pib.21372/>

Colliers International. (Primer semestre, 2018). “Informe de inversión hotelera en España”.

Colonial. Web page: <https://www.inmocolonial.com/compañia/colonial-de-un-vistazo>

Deloitte (2019). “Capital Markets Hotels Handbook Spain 2018 y 2019”.

Deloitte (2019). “Coyuntura hotelera en España”.

Elaia Investment Spain. Web page: <https://www.elaiaspain.es>

ELMUNDO.ES Madrid. (20 de Febrero, 2017). “Los 'property manager', los nuevos 'caseros' profesionales”. Web page: <https://www.elmundo.es/economia/2017/02/20/58a3378ee5fdeaf44e8b45eb.html>

EY Report. Grinis, Mark y Kaspar, Mark. (2018). “*Global REIT markets*”. Web page: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-reit-markets/\\$FILE/ey-global-reit-markets.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-reit-markets/$FILE/ey-global-reit-markets.pdf)

Fernández Gimeno, Jordi, Llovera Sáez, Francisco J., y Roig Hernando, Jaume (2012). “Los REITS españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMIs”. *Intangible Capital* 2012 – 8 (2): 308 a 363.

Fernández, Noelia y Romero, María (Julio-Agosto, 2016). “Las SOCIMI y el mercado inmobiliario”. *Cuadernos de Información Económica*, pag 61-67.

Galindo, C. (10 de Diciembre, 2005). “El año de las 800.000 nuevas viviendas”. Web page: https://elpais.com/diario/2005/12/11/economia/1134255601_850215.html

Garrigues. (Diciembre, 2012) “SOCIMI”. Garrigues Novedades, mercantil/fiscal.

Hosteltur. (1 de Marzo, 2019). “Hispania gana un 56% menos en 2018, hasta los 96,5M€”. Web page: https://www.hosteltur.com/127160_hispania-gana-un-56-menos-en-2018-hasta-los-965m.html

INE: Instituto Nacional de Estadística. Web page: <https://www.ine.es>

INE (3 enero 2019). “Cuenta Satélite del Turismo de España (CSTE).” Notas de prensa.

Inmofondos (2018). Real Estate Meetings: 10º Foro de Inversores en el Mercado Inmobiliario Español. “Fondos & Socimis 10”, por Metros2, Revista inmobiliaria y de la construcción. Jueves 19 de Abril de 2018. Auditorio Pérez-Llorca, Madrid. Ponentes: Savills Aguirre Newman, Gesvalt, Armabex, Azora, Perez-Llorca, otros.

Inmoley (Enero, 2019). “Informe de inversión inmobiliaria hotelera 2018-2019”.

Invertir en SOCIMI (2018). Web page: <https://invertirensocimis.es/>

Investopedia (19 Marzo, 2019). “CapEx definition”. Web page: <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalexpenditure.asp>

Lar España (Enero, 2019). “Corporate presentation, January 2019”.

Merlin Properties (Enero 2019). “Corporate overview, January 2019”

NAREIT (n.d.) www.reit.com

Pérez-Llorca (2019). “Novedades LPGE 2019: SOCIMIs”. Enero 2019.

Rodríguez-Sánchez, Sonia, García Centeno, María del Carmen, y otros (2016). “Actividad hipotecaria. Análisis pre-crisis y pos-crisis financiera”

Roig Hernando, Jaume, y Soriano Llobera, Juan Manuel (2015). “Liquidez y cotización respecto al valor neto de los activos de los REIT españoles (las SOCIMI)”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* 24, pág 92-107.

Salces, L., & Simón, A. (19 de Septiembre, 2018). “Los expertos alertan de fuga de inversiones si se modifica el régimen de las SOCIMIs”. *Cinco Días, El País*. Web page: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/09/18/mercados/1537292363_414725.html

Saló, Aleix (2012). Libro: “Simiocracia”. Editorial: Debols!llo.

Salva Torres (16 de octubre, 2018). “Blackstone: el mito de las Socimis y la concentración de la propiedad inmobiliaria en España”.

Sebastián, Miguel (2015). Libro: “La falsa bonanza”. Ediciones Península.

www.sec.gov (17 de Octubre, 2005) “Mutual Fund definition”. Web page:
<https://www.sec.gov/investor/tools/mfcc/mutual-fund-help.htm>

Sentieri, M. (30 de enero, 2019). “Socimi: Cambios legislativos a golpe de martillo.”
Web page: https://blogs.elconfidencial.com/economia/tribuna/2019-01-31/socimi-cambios-legislativos_1792262/

Testa Residencial (n.d.) <https://www.testaresidencial.com>

Viñuales Sanabria, Luis M (2010). “SOCIMI: ¿EL REIT DE NUEVA GENERACIÓN?. UN ESTUDIO COMPARADO” Crónica Tributaria Núm. 135/2010 (247-266). Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios.

