



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

ICADE E-3

**VALORACIÓN CONTABLE DE LAS
INVERSIONES INMOBILIARIAS DE LAS
SOCIMIS: DIFERENTES ALTERNATIVAS**

Autor: Ignacio Puig López
Director: Dra. María del Carmen Bada Olarán

Madrid
Abril de 2018



**VALORACIÓN CONTABLE DE LAS INVERSIONES INMOBILIARIAS DE LAS SOCIMIS:
DIFERENTES ALTERNATIVAS**

IGNACIO

PUIG

LÓPEZ

ÍNDICE DE CONTENIDO:

RESUMEN.....	5
1. INTRODUCCIÓN.....	7
1.1 Propósito y contextualización del tema	7
1.2 Justificación	8
1.3 Objetivos	10
1.4 Metodología.....	10
2. MARCO TEÓRICO	12
2.1 Definición de las SOCIMIs	12
2.1.1 Concepto e introducción	12
2.1.2 Antecedentes y actualidad de las SOCIMIs internacionalmente	13
2.1 Definición de los distintos métodos de valoración contable.....	16
2.2.1 Valoración al coste	17
2.2.2 Método del valor razonable.....	20
2.3 Normativa Aplicable	21
2.3.1 Análisis de la Ley de Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Ley 11/2009 de 26 de octubre)	21
2.3.2 Las Normas Internacionales de Contabilidad 40 y 16	27
2.4 Literatura Contable: Métodos de valoración.	30
3. ESTUDIO EMPÍRICO: MERLIN PROPERTIES.....	34
3.1 Descripción de la Compañía.....	34
3.2 Estudio del método de valoración de Merlin Properties.....	35
3.3 Valoración de los activos de Merlin Properties	38
3.3.1 Análisis de la valoración que lleva a cabo Merlin Properties.....	38
3.3.2 Los activos del portfolio de Merlin Properties: resumen y revalorización	41
3.3.3 La revalorización del mercado inmobiliario, para entender el método del valor razonable.....	44
3.3.4 Análisis de los nuevos activos de Merlin Properties y comparación de métodos.....	47
4. CONCLUSIONES.....	52
5. BIBLIOGRAFÍA.....	55
6. ANEXOS	62
6.1 Anexo 1: Definición de los principios contables de relevancia en la investigación	62
6.1.1 Definición del principio de imagen fiel	62
6.1.1.1 Concepto y antecedentes	62
6.1.1.2 Principio de imagen fiel como instrumento de flexibilidad	65

6.1.2 Definición del principio de prudencia	66
--	-----------

ÍNDICE DE TABLAS:

Tabla 1: Los REITs en el panorama internacional	16
Tabla 2: Evolución del precio de la vivienda en España.....	19
Tabla 3: Precio vivienda de segunda mano en Madrid y Barcelona	45
Tabla 4: Superficie de oficinas contratadas en los CBDs de Madrid y Barcelona	46

RESUMEN

La reciente aparición de la figura de la SOCIMI en el panorama inversor español viene derivada de una tendencia internacional de regular estos vehículos de inversión inmobiliaria. Son las Normas Internacionales de Contabilidad las que regulan el tratamiento contable de la mayor partida de su activo: las inversiones inmobiliarias. De estas se derivan dos modelos alternativos referentes a su valoración posterior: el modelo del coste y el modelo del valor razonable.

Esta alternatividad en la elección de modelos de valoración permite plantearnos las diferencias entre uno y otro método, en el marco de formular una propuesta de valoración que refleje adecuadamente la imagen fiel del patrimonio. El objetivo es determinar cual de los dos modelos refleja mejor la imagen fiel, y para ello se va a estudiar la literatura contable existente, y la legislación, ayudándonos de un estudio empírico aplicado al caso de Merlin Properties SOCIMI S.A.

Por tanto, a lo largo de este trabajo presentaremos una percepción general de la situación actual de estos vehículos en el panorama nacional e internacional, así como de los distintos métodos de valoración posterior aplicables, para de tal modo, llegar a unas conclusiones que nos permitan determinar los beneficios e inconvenientes de cada uno de los métodos, así como una propuesta sobre cuál de los dos contribuye de mayor manera al reflejo de la imagen fiel del patrimonio empresarial.

ABSTRACT

The recent appearance of the figure of the SOCIMI in the Spanish investment landscape is derived from an international tendency to regulate these real estate investment vehicles. It is the International Accounting Standards that regulate the accounting treatment of the largest item of its assets: real estate investments. From these, two alternative models referring to their subsequent valuation are derived: the cost model and the fair value model.

This alternative in the choice of valuation models allows us to consider the differences between one method and another, in the framework of formulating a valuation proposal that adequately reflects the faithful image of the company assets. The objective is to determine which of the two models best reflects the faithful image, and for that

purpose the existing accounting literature and legislation will be studied, using an empirical study applied to the case of Merlin Properties SOCIMI S.A.

Therefore, throughout this work we will present a general perception of the current situation of these vehicles in the national and international landscape, as well as the different methods of posterior valuation applicable, in order to reach conclusions that allow us to determine the benefits and drawbacks of each one of the models, in addition to a proposal on which of the two models contributes most to the reflection of the true image of company assets.

Palabras clave

Socimis, REITs, valoración contable, normas internacionales de contabilidad, inversiones inmobiliarias, modelo del coste, coste histórico, modelo del valor razonable, valor razonable.

Keywords

Socimis, REITs, accounting valuation, international accounting standards, real estate investments, cost model, historical cost, fair value model, fair value.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito y contextualización del tema

El trabajo de fin de grado que expongo a continuación tiene como propósito analizar las diferentes alternativas de valoración de las inversiones inmobiliarias de las Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (en adelante, “SOCIMIs”).

La Norma Internacional de Contabilidad 40¹ (en adelante, “NIC 40”) en su párrafo 30, da la posibilidad a la sociedad de la que se trate, de valorar las inversiones inmobiliarias en su valoración posterior de dos formas alternativas: el modelo del valor razonable o el modelo del coste.

Para llevar a cabo un correcto análisis de ambas formas y de la implicación que tiene en el balance la elección de una u otra nos basaremos principalmente en una comparativa de ambos métodos y un análisis empírico.

El reflejo de la imagen fiel de la empresa es un principio contable clave del plan general contable, siendo inspirador de los demás principios como se puede apreciar en el artículo 34.2 del Código de Comercio: *“Las cuentas anuales deben redactarse con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, de conformidad con las disposiciones legales. A tal efecto, en la contabilización de las operaciones se atenderá a su realidad económica y no sólo a su forma jurídica”*.

Es este principio contable, junto con el principio de prudencia, es el que guía este trabajo de fin de grado, y nos permite plantearnos qué método de valoración contable refleja de manera más precisa la imagen fiel de la empresa.

Para entender bien este propósito debemos atender a la contextualización del tema, que está marcada por una situación actual de mercado inmobiliario en alza.

En 2007 atendimos a una de las mayores crisis financieras de la historia, que fue especialmente notoria en nuestro país. Esta crisis tuvo su origen principalmente en el

¹ Las NIC son una aglomeración de estándares contables creados por el International Accounting Standards Committee (en adelante, IASC) y cuya labor la realiza hoy en día su predecesor, el International Accounting Standards Board (en adelante, IASB).

sector inmobiliario, en donde el impago de las llamadas hipotecas basuras lastró fuertemente el balance de los bancos.

Estos sucesos habrían de verse en un contexto de precios altos en el mercado inmobiliario, que fue comúnmente denominado como burbuja inmobiliaria. Con el recuerdo de dichos acontecimientos y ante el claro alza de los precios del mercado inmobiliario el reflejo de la imagen fiel de empresas puramente inmobiliarias se hace más necesario que nunca.

Es también de relevancia contextualizar el trabajo en el impulso que ha ido tomando la figura de las SOCIMIs desde 2013, en donde han proliferado llegando hasta el punto de cotizar en el índice más importante de nuestro país, como sería el caso de Merlín Properties y el Ibex 35. Es por ello, que la correcta valoración de los activos de estas sociedades cotizadas cobra en la actualidad una especial relevancia.

Por último, habría que añadir a la contextualización expuesta la gran diversidad actual de métodos de valoración contables, que nos permiten plantearnos cual es la mejor opción para el reflejo de la imagen fiel de las inversiones inmobiliarias.

1.2 Justificación

Las SOCIMIs son sociedades de reciente creación por lo que estamos, sin duda, ante un terreno en donde la innovación puede tener lugar, lo cual es importante ya que se pretende hacer algo novedoso y no una mera recopilación de la bibliografía hasta ahora existente. Noelia Fernández y María Romero en su estudio titulado “la SOCIMI y el mercado inmobiliario” aclaran que las SOCIMIs se regularon en España en 2009, pero que no fue hasta 2013 cuando se convirtieron en importantes vehículos de inversión.

Es cierto que los REITs², el equivalente anglosajón a la SOCIMI, si llevan más tiempo siendo vehículos de inversión, pero en España desde que se ha implementado realmente estos modelos han transcurrido únicamente 4 años, por lo que sin duda hay espacio para innovar, acompañado a su vez de un posible soporte y ayuda en los modelos anglosajones, en donde este tipo de vehículo inmobiliario si goza de una mayor longevidad.

² Acrónimo de Real Estate Investment Trust, y término anglosajón equivalente a las SOCIMIs españolas.

Hay que tener en cuenta, a su vez, la normativa legal, cuyo texto original data de octubre de 2009, pero que, sin embargo, ha sufrido hasta cuatro modificaciones, la última en diciembre de 2016³. Este hecho añade una perspectiva nueva a la situación actual de la SOCIMI, que nos permitirá sin duda llegar a conclusiones novedosas al estudiar casos y legislación relativamente recientes, para ello será necesario atender a la legislación actual y ver de que manera afecta a los métodos de valoración contables.

Una vez alcanzados los objetivos del trabajo podremos valorar contablemente según el método más oportuno los activos de una SOCIMI para llegar así al reflejo de la imagen fiel de la empresa que buscamos. Por eso, una vez lleguemos a dicha valoración podremos atender a otra de las justificaciones que guía mi trabajo: ver si las SOCIMIs son una inversión atractiva.

Según Gallimore y Gray (2002) “el precio no solo se define por los valores fundamentales de un activo sino también por el sentimiento del inversor y, por tanto, los factores irracionales son también explicativos del comportamiento de la cotización”, sin embargo, no deja de ser determinante la valoración correcta de los activos inmobiliario de las SOCIMIs para llegar a la conclusión de si el precio de estas sociedades en el mercado esta infravalorado o sobrevalorado, viendo de esta manera si son o no una inversión realmente atractiva.

Por último, tengo un interés personal, siendo esto una justificación de mi trabajo, en saber cuál es el mejor método de valoración contable.

Son por tanto mis justificaciones para realizar esta propuesta:

- a) El enorme terreno que hay para la innovación, tanto por la novedad de la sociedad en sí como por las recientes modificaciones de la legislación.
- b) Determinar, a través del empleo de los correctos métodos de valoración, si estas sociedades son inversiones atractivas o no.
- c) Ver cuál es el mejor método de valoración contable para la valoración de las inversiones inmobiliarias de estas sociedades.

³ Las SOCIMIs se encuentran reguladas en la Ley 11/2009 de 26 de octubre, la cual ha sufrido diversas modificaciones.

1.3 Objetivos

Los objetivos principales del presente trabajo son en primer lugar, determinar cuál de los métodos de valoración contable reflejan la imagen fiel de la SOCIMI, y en segundo lugar realizar una comparativa del método de actualización de rentas (método alternativo) frente al de coste de adquisición.

Sin embargo, podríamos citar objetivos adicionales o secundarios, que junto con los arriba expuestos complementan el trabajo de investigación. Estos objetivos secundarios son los siguientes:

- Explicación de los diferentes métodos de valoración (en especial el modelo del valor razonable y el modelo del coste).
- Analizar las debilidades y fortalezas de los diversos métodos de valoración contable, con especial atención al modelo del valor razonable y al modelo del coste.
- Llevar a cabo un estudio sobre la realidad normativa actual de las SOCIMIs, así como las distintas actualizaciones y modificaciones de la Ley orgánica 11/2009, de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, de 26 de octubre.
- Identificar las similitudes con otros vehículos de inversión inmobiliaria internacionales (REITs) mediante un análisis de la regulación de dichas entidades europeas.
- Realizar una valoración contable de Merlín Properties, la mayor SOCIMI de nuestro país, según los modelos de valor razonable y del coste, para identificar bajo un marco práctico el método de valoración de mayor utilidad contable.
- Elaboración de una propuesta de valoración acorde a la imagen fiel de la empresa, a través de las conclusiones sacadas de la investigación.

1.4 Metodología

De cara a cumplir los objetivos del presente trabajo deberemos llevar a cabo una investigación, que estará sustentada, en primer lugar, en un análisis documental de:

- a) Los distintos métodos de valoración, centrándonos en el modelo del valor razonable y en el modelo del coste.
- b) De la legislación aplicable, así como un análisis de la regulación de entidades similares en otros países (caso de los REITS).
- c) La literatura contable, centrándonos para ello en los artículos en los que tenga una especial relevancia la valoración de las SOCIMIs.

En segundo lugar, mencionada investigación estará sustentada por un estudio empírico, que se basará en una comparativa de los distintos métodos aplicada al caso concreto de Merlín Properties, la mayor SOCIMI de nuestro país.

Para llevar a cabo esta investigación, y en especial la parte del análisis documental hemos hecho uso de fuentes primarias, formadas por artículos de literatura contable y publicaciones académicas, además de la legislación aplicable y de informes de mercado publicados por organismos y operadores públicos como Bolsas y Mercados Españoles.

La literatura contable es sin duda la fuente principal en la que basamos nuestra investigación, y para hallarla hemos utilizado diversas plataformas académicas como “EBSCO” o “Google Scholar”. Creo por ello que la revisión de esta literatura es completa, al basarse en diversas bases de datos válidas.

Las palabras claves utilizadas fueron numerosas, entre ellas podemos incluir: “Inversión Inmobiliaria”, “Sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)”, “Real Estate Investment Trust (REITs)”, “métodos de valoración contable”, “modelo del coste”, “modelo del valor razonable”, “valoración de inmuebles”, “vehículos de inversión inmobiliaria”... y los booleanos utilizados fueron, entre otros: “Real Estate Investment Trust (REITs)” AND “Spain”, “Sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)” AND (“métodos de valoración contable” OR “método de coste de adquisición”, OR “método de actualización de rentas”), “método de actualización de rentas” AND “valoración de inmuebles”...

A través de la puesta en común de la investigación realizada tanto en el análisis documental, como en el estudio empírico llegaremos a las conclusiones, que consistirán en una propuesta de valoración contable, atendiendo a los objetivos fijados en el presente trabajo.

2. MARCO TEÓRICO

A continuación, vamos a exponer los aspectos teóricos más relevantes, para facilitar la comprensión de la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias en las SOCIMIs.

2.1 Definición de las SOCIMIs

Las SOCIMIs son una pieza fundamental para entender nuestra investigación, puesto que la valoración de las inversiones inmobiliarias la vamos a analizar bajo el contexto de estas Sociedades.

2.1.1 Concepto e introducción

Las SOCIMIs son Sociedades cotizadas creadas para invertir en el mercado inmobiliario, que deben cumplir una serie de requisitos para constituirse como tal. Estas sociedades, a las cuales se puede acceder al capital comprando acciones cotizadas, tienen por objeto social la adquisición de inmuebles para la posterior explotación y arrendamiento de los mismos.

Se constituyen, por tanto, como una alternativa para el inversor, al ser un vehículo de inversión inmobiliaria de carácter indirecto, por el cual se accede a la titularidad de uno o varios inmuebles de determinadas condiciones sin tener que desembolsar para ello las cantidades de considerable magnitud que requiere la inversión directa en inmuebles. Permitted así que, en vez de invertir directamente en comprar un inmueble, se pueda invertir en estas sociedades cotizadas que son las que poseen estos inmuebles.

Las SOCIMIs aparecen por primera vez en la Ley 11/2009 de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Esta Ley, con sus posteriores modificaciones, establece el objeto social y determinados requisitos de estas sociedades, y es preciso basarnos en ella para atender a algunas precisiones que nos clarifiquen el concepto de SOCIMI, ya que no son cualquier sociedad de inversión inmobiliaria.

El objeto social de las SOCIMIs viene definido en el artículo 2 de la Ley 11/2009 y es: la promoción (entre lo que se incluye rehabilitación) y adquisición de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Se admite también, como objeto social, la tenencia de participaciones o acciones del capital de otras SOCIMIs o entidades similares que cumplan los requisitos expresados en el artículo 3, incluyendo las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria que vienen reguladas en la Ley 35/2003 de 4 de noviembre. Además, el artículo 2.6 de la Ley 11/2009 permite que se pueda dedicar parte del objeto social a otras actividades diferentes de las anteriormente mencionadas, poniendo como límite legal que dichas actividades no sobrepasen un 20% del total de las rentas obtenidas por la Sociedad en el periodo impositivo.

Es conveniente tener en cuenta que estos vehículos gozan de ciertas ventajas fiscales con el objetivo de promoverlos, al igual que de ciertos requisitos que son expresados en el artículo 3 de la mencionada Ley 11/2009. En ellos nos detendremos más adelante cuando en profundidad comentemos dicha ley.

Como hemos podido apreciar las SOCIMIs son un vehículo novedoso e interesante en nuestro país, sin embargo, los REITs o Real Estate Investment Trusts, que son su antecedente anglosajón, sí gozan de cierta longevidad.

2.1.2 Antecedentes y actualidad de las SOCIMIs internacionalmente

Las SOCIMIs fueron implantadas de forma tardía en nuestro país, si lo comparamos con la aparición de vehículos similares en otros países. En 2013 se empiezan a crear SOCIMIs en España, apareciendo ese mismo año 10 SOCIMIs. Sin embargo, la ley inicial por la que son reguladas es de 2009 (Ley 11/2009 de 26 de octubre), pero por su régimen restrictivo no tuvieron popularidad inicial hasta su posterior revisión el 28 de diciembre de 2012 que modificaba parcialmente la Ley 11/2009 y equiparaba el régimen de las SOCIMIs al de los REITs anglosajones haciendo así más atractiva la inversión.

Internacionalmente la implantación de estos vehículos cotizados es 70 años anterior, siendo el mercado estadounidense el pionero. Nacieron en 1960 con el objetivo de que las inversiones inmobiliarias no estuvieran, únicamente, al alcance de grandes inversores, sino que también se pudiera ofrecer esta opción a cualquier pequeño inversor o minorista. Este acontecimiento implicaba que había un incremento en las posibilidades

de levantar el capital requerido para una inversión, al haber aumentado el público objetivo. Estos vehículos no sólo ofrecían las ventajas de la inversión indirecta y consiguiente necesidad de menor capital para invertir, sino que además tenían ventajas fiscales y podían aportar una mayor diversificación, al poder invertir en varios activos por tener mucha más financiación y capital que un minorista o pequeño inversor⁴.

Tras el éxito de estos vehículos en Estados Unidos se fue propagando su implantación en los países occidentales, aunque con requisitos y ventajas fiscales que difieren según el país. Como consecuencia de esta diversidad regulatoria es posible apreciar una mayor o menor implantación de estos vehículos en cada país, dependiendo de lo flexible y beneficioso fiscalmente que sea cada sistema. El vivo ejemplo de esto es nuestro país por el que con una legislación poca ventajosa no se consiguió promover ninguna SOCIMI, y no fue hasta que se introdujo la nueva modificación legal, que hizo de nuestro sistema uno de los más beneficiosos fiscalmente del mundo, cuando se empezaron a potenciar estos vehículos realmente. Hoy en día, estos vehículos, son más que conocidos en el entorno financiero español, siendo algunos de ellos compañías de gran tamaño como es el caso de LAR, Axiare, Hispania o Merlin Properties, que no sólo es la SOCIMI más grande de España, sino que además cotiza en el mayor índice bursátil de nuestro país, el Ibex 35 con una capitalización de 5.600 millones de euros⁵.

La implantación, en conclusión, depende de cada país, y de su regulación. A este efecto es resaltable Estados Unidos, que fue el pionero en este vehículo y que, debido a ello y a su régimen fiscal favorable, posee en torno al 50% del Real Estate cotizado de los países desarrollados y entorno al 35% del Real Estate cotizado globalmente. Aunque la capitalización bursátil total de los REITs estadounidenses casi se ha duplicado desde 2013, pasando de 621.294 millones de dólares a 1.099.550 millones de dólares, vemos un descenso de su cuota de mercado ya que globalmente su cuota de mercado anteriormente era 57,68% mientras hoy se sitúa en el 35,08%. Esto se debe a que el crecimiento de popularidad de estos vehículos es mayor globalmente, que en estados unidos, creciendo casi un 300% (de los 1.077.139 millones de dólares de 2013 a los 3.134.170 millones de dólares de 2017)⁶.

⁴ García Garnica, M y Rojo Alvarez-Manzaneda, R., Las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario – comentarios a la Ley., 2009, pp. 489-501.

⁵ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, pp. 25-30.

⁶ EPRA (2017). EPRA Total Markets Table June 2017, pp. 5-16.

Otros países donde ha habido gran implantación son los pertenecientes al área Asia-Pacífico que según datos de la European Public Real Estate Association, en adelante EPRA, cuentan con un total de 735.260 millones de dólares de capitalización bursátil en Real Estate, representando los activos inmobiliarios cotizados un 18,11% del total de activos inmobiliarios comerciales de la zona. Son especialmente resaltables Hong Kong, Australia o Singapur, en donde ese mismo porcentaje se eleva hasta un 34%⁷.

Si observamos Europa el porcentaje de activos comerciales cotizados sobre el total es considerablemente inferior, siendo la media 6,02%. Esto es debido a que hay una gran disparidad, ya que tenemos países en donde ha habido una gran implantación y otros en los que aún no se ha popularizado estos vehículos. Ejemplos de una gran implantación son Francia, con 90.360 millones de dólares de activos inmobiliarios cotizados y un porcentaje de 8,15% sobre el total de activos inmobiliarios, Reino Unido con 92.680 millones de dólares de activos inmobiliarios cotizados y un porcentaje de 6,27% sobre el total de activos inmobiliarios o Suecia con 54.900 millones de dólares de activos inmobiliarios cotizados y un porcentaje de 23.85% sobre el total de activos inmobiliarios⁸.

En el otro lado tenemos países en donde no ha habido una gran implantación, como es el caso de Portugal en el porcentaje de activos inmobiliarios cotizados es de un 0,05% sobre el total de activos inmobiliarios o Italia, que tan sólo posee 2.980 millones de dólares en activos inmobiliarios cotizados, representando un porcentaje de 0,36% sobre el total de activos inmobiliarios⁹.

Nuestro país es un caso peculiar y no se sitúa en ninguno de los dos extremos. Ha tenido una implantación tardía y poco a poco va equiparando la presencia de estos vehículos inmobiliarios a la media europea. Nuestros activos inmobiliarios comerciales están valorados en 546.140 millones de dólares, siendo la valoración de los activos inmobiliarios cotizados 24.900 millones de dólares, lo que representa un 4,56% (la media europea era 6,02%), sin embargo, este segmento en nuestra bolsa representa un 3,11%, que está a la par con la media europea de 3,15%. Además, es resaltable que tenemos 39 REITs o SOCIMIs, lo que nos convierte en el segundo país, por detrás de Reino Unido (con 106 REITs), con más SOCIMIs en el mercado bursátil¹⁰.

⁷ EPRA (2017). EPRA Total Markets Table June 2017, pp. 5-16.

⁸ EPRA (2017). EPRA Total Markets Table June 2017, pp. 5-16.

⁹ EPRA (2017). EPRA Total Markets Table June 2017, pp. 5-16.

¹⁰ EPRA (2017). EPRA Total Markets Table June 2017, pp. 5-16.

Tabla 1: Los REITs en el panorama internacional

	Total RE ⁽¹⁾	RE Cotizado	Número de Socimis	RE cotizado/total cotizado	RE cotizado/RE Total
Alemania	\$1.560bn	\$79bn	4	3,66%	5,07%
Asia-Pacífico	\$4.059bn	\$735bn	176	5,40%	18,11%
Australia	\$567bn	\$105bn	56	8,37%	18,48%
España	\$546bn	\$25bn	39	3,11%	4,56%
Estados Unidos	\$8.356bn	\$1.100bn	227	4,07%	13,16%
Europa	\$7.437bn	\$448bn	155	3,15%	6,02%
Francia	\$2.463bn	\$1.108bn	32	3,85%	8,15%
Mercados					
Desarrollados	\$20.684bn	\$2.378bn	608	4,16%	11,50%
Mercado Global	\$27.680bn	\$3.134bn	791	4,34%	11,32%
Portugal	\$82bn	\$0.04bn	1	0,05%	0,05%
Reino Unido	\$1.479bn	\$93bn	48	2,70%	6,27%
Singapur	\$267bn	\$92bn	36	16,87%	34,26%

⁽¹⁾ RE = Real Estate

Fuente: Elaboración propia con datos de EPRA Total Markets Table (Junio 2017)

2.1 Definición de los distintos métodos de valoración contable

La partida que ocupa un puesto predominante en el balance de las SOCIMIs es inversiones inmobiliarias. Ahí se encuentra el grueso del activo, al incluir esta partida las adquisiciones realizadas por la sociedad para el posterior arrendamiento de las mismas, que es el objeto social de las SOCIMIs.

La importancia de los diferentes métodos de valoración contable viene determinada en el marco de las Normas Internacionales de Contabilidad, que clarifican que para el caso de la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias puede usarse, alternativamente, tanto el valor razonable como el coste histórico.

Esta flexibilidad en la elección del método de valoración contable para la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias da lugar a diferencias de valoración, que se hacen más evidentes cuando estamos ante sociedades cuyo objeto social son, casi exclusivamente, las inversiones inmobiliarias.

Es preciso entender y analizar ambos métodos, así como las normas internacionales de contabilidad para descubrir si hay un método que contribuye de manera más fiel al reflejo de la imagen del patrimonio empresarial, y ver cuáles son las diferencias entre ambos. Desarrollaremos en profundidad dichas normas en apartados posteriores.

2.2.1 Valoración al coste

La valoración al coste es obligatoriamente el método de valoración utilizado para la valoración inicial de las inversiones inmobiliarias, pudiendo ser también el método aplicable a la valoración posterior de las mismas. Esta valoración viene determinada por el coste histórico, que es el coste de adquisición de un activo, si este ha sido adquirido o el coste de producción de un activo si este ha sido producido. A este coste se le suman las contraprestaciones que están directamente relacionadas con la adquisición o producción del activo hasta la puesta del activo en condiciones de funcionamiento, así como los impuestos que no sean recuperables.

Para entender correctamente este método de valoración contable es preciso acudir a las normas de registro y valoración contable presentes en la segunda parte del Plan General de Contabilidad (en adelante, PGC) publicado en el Boletín Oficial del Estado mediante el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre vemos lo siguiente referido a la valoración inicial del inmovilizado material: “Los bienes comprendidos en el inmovilizado material se valorarán por su coste, ya sea éste el precio de adquisición o el coste de producción.” Para llegar a la valoración posterior mediante la aplicación de este método debemos restar a la valoración inicial los deterioros sufridos y la amortización acumulada de los periodos en los que hemos poseído dicho activo.

Nos interesa de mayor manera las inversiones inmobiliarias que el inmovilizado material, ya que son la partida de más envergadura de las SOCIMIs, sin embargo, esta partida tiene las mismas normas de valoración, que las del inmovilizado material, como se desprende del PGC en su página 20: “Los criterios contenidos en las normas anteriores, relativas al inmovilizado material, se aplicarán a las inversiones inmobiliarias.” Por ello, la explicación que hemos obtenido del método del coste, es perfectamente aplicable.¹¹

El método de valoración al coste es una representación de contabilidad básica, por la que se contabilizan las pérdidas de valor (deterioros), pero no se tienen en cuenta las ganancias. Este método se encuentra, por tanto, íntimamente relacionado con el principio de prudencia, ya que evita una sobrevaloración del activo, mientras que, haciéndose la valoración de otro modo sí se podría llegar a dicha sobrevaloración. El principio de

¹¹ Nótese, sin embargo, que la referencia al PGC es meramente para definir el método del coste, ya que la normativa aplicable para las inversiones inmobiliarias en las SOCIMIs es la establecida en las NIC, en donde también se admite el método del valor razonable para la valoración posterior de las mismas.

prudencia viene definido en el plan general de contabilidad en el apartado llamado principios contables, dentro del marco conceptual de la contabilidad. Este, sin embargo, tiene la siguiente clarificación: “La prudencia no justifica que la valoración de los elementos patrimoniales no responda a la imagen fiel que deben reflejar las cuentas anuales.” (Plan General de Contabilidad, 2007).

Esta clarificación es muy importante ya que demuestra que este principio está al servicio del principio de imagen fiel por lo que de poco sirve guiarnos por el mismo si estamos contradiciendo la imagen fiel del patrimonio.

El método alternativo es el del valor razonable, que a diferencia del método del coste puede ser contrario al principio de prudencia. Sin embargo, faltar a la prudencia, no significa, necesariamente, que se esté faltando al reflejo de la imagen fiel del patrimonio. Dos Santos, por ejemplo, opina que no es sino el principio de prudencia, una manera de maquillar y ocultar la imagen fiel del patrimonio, siendo una muestra de contabilidad creativa. Es esa idea la que toma Merlin Properties para considerar que este método se encuentra obsoleto, y que es el método del valor razonable el que refleja la verdadera imagen del patrimonio empresarial en la valoración posterior.

La diversidad de ambos métodos aporta riqueza contable y que, por ello, además de realizar la valoración posterior con el método que se elija, se debería incluir, la valoración posterior mediante el método no utilizado en la memoria, dando así un mejor reflejo de la imagen fiel del patrimonio. Esta cuestión, es además realmente importante para las SOCIMIs, ya que su actividad es absolutamente inmobiliaria, pudiendo destinar únicamente un 20% de sus rentas obtenidas a otros fines distintos de la adquisición y promoción de inmuebles urbanos para su arrendamiento.

Valorar un inmueble de forma distinta al coste histórico puede parecer imprudente por el hecho de no dar la seguridad que aporta este método estático, convirtiéndose al final en algo subjetivo con lo que las empresas jueguen para inflar o no sus balances. Sin embargo, dicha idea no puede ser razón para seguir con un método que no es el adecuado para el reflejo de la imagen fiel.

Si atendemos al contexto actual, Real Estate es junto con la Banca y la Energía, uno de los sectores más importantes de nuestro país, creando numerosos puestos de trabajo y tirando de la economía en fases de expansión. En 2008, los créditos hipotecarios conocidos como “subprime” fueron entregados a deudores con poca calidad crediticia y

que tenían poca viabilidad a largo plazo de hacer frente a los pagos, poniendo como garantía los activos inmobiliarios que estaban adquiriendo con la hipoteca. Tras el estallido de la crisis los precios de la vivienda vieron fuertes caídas. En nuestro país se pasó, según datos de Tinsa¹², de los máximos del último cuatrimestre de 2007, donde se situaban en 2.048€/m² a los 1.760€/ m² de tan sólo dos años después o a los mínimos de 1.197€/m² del primer cuatrimestre de 2015.

Estas pronunciadas caídas que venían acompañada por una crisis financiera que dejó el paro en España en máximos e hizo que mucha gente no pudiera hacer frente a sus hipotecas, perdiendo por tanto sus casas. Sin embargo, los bancos que había dado préstamos hipotecarios cuando el precio de la vivienda se encontraba en máximos se veían ahora con la responsabilidad de hacer frente a miles de activos que habían rebajado considerablemente su valor. Si además nos centramos en la Comunidad de Madrid vemos que la caída de los precios es aún más pronunciada, ya que en el último cuatrimestre de 2007 se encontraban en 3.179€/m² y pasaron a los 2.696€/m² de tan sólo dos años más tarde, y hasta llegar a los mínimos de 1637€/m² del primer cuatrimestre de 2015¹³.

Tabla 2: Evolución del precio de la vivienda en España



Fuente: Tinsa. Evolución del precio de la vivienda en España

¹² Tinsa es una sociedad de tasación líder en el mercado inmobiliario, con alrededor de 2.000 tasadores y 400.000 informes de valoración anuales.

¹³ Tinsa (2017). Evolución del precio de la vivienda en España. <https://www.tinsa.es/precio-vivienda/>

Viendo los fuertes cambios que experimenta el mercado inmobiliario, parece clara la necesidad de buscar un método de valoración cambiante y dinámico, y no establecer una valoración posterior semi estática, muy parecida a la valoración inicial, pues como vemos esa valoración inicial podría haber estado marcada por una fase alcista o bajista de mercado.

La posibilidad de un método dinámico, como el valor razonable, en las SOCIMIs, goza además de una mayor claridad al tratarse de activos, teóricamente, de menor riesgo y cuyos flujos de caja futuros se presumen más ciertos. Un ejemplo podría ser Merlin Properties, que es el propietario del inmueble en donde Endesa tiene sus oficinas.

El método del valor razonable, aunque parezca menos prudente, puede estar más ligado con la realidad al ser dinámico. Además, el coste histórico, si fuese el método empleado, podría estar sobrevalorado si se adquiere en un mercado en alza, como el de antes de la crisis.

2.2.2 Método del valor razonable

Hay dos métodos de valoración de inmuebles. En primer lugar, está el método de coste, anteriormente explicado, que puede parecer más prudente por su carácter estático, sin embargo, puede resultar que, por una aplicación excesiva del principio de prudencia, reflejado en este método, no se llegue al reflejo de imagen fiel del patrimonio que se pretende.

El otro método de valoración es el método del valor razonable, en donde el objetivo es obtener una valoración posterior acorde al mercado. Como se desprende del estudio realizado por Morales Caparrós y Bentabol Manzanares (2004), para llegar al valor razonable se pueden usar diversidad de fórmulas, algunas de las cuales llevaremos a cabo en la valoración de los activos de Merlin Properties. Entre dichas fórmulas las encontramos la comparación, a través de la cual nos basamos en el precio de inmuebles y transacciones similares para determinar el precio del activo que es objeto de valoración. Además, hay otras fórmulas de cálculo del valor razonable entre las que destaca el método de actualización de rentas, que es de origen alemán (“Ertragswertverfahren”), y de

similitud con el método inglés: “discounted cash flow method” pero con parámetros fijos de costes, renta... en vez de variables¹⁴.

Hay una recomendación en las NIC de que esta valoración venga determinada por un perito de reconocido prestigio, determinándose también, para la concreción de este valor una jerarquía, que expongo a continuación:

- Precios actuales en un mercado activo para propiedades similares en la misma localidad y condiciones
- Precios actuales en un mercado activo para propiedades de diferente naturaleza, condiciones o localización.
- Precios recientes de mercados menos activos.
- Proyecciones de flujos de efectivo descontados.

Si no fuese posible la determinación de un valor razonable fiable, tal y como expresan las NIC, por ninguna de estas formas, se deberá proceder a la valoración de los activos por el método del coste.

Posteriormente, veremos en estas mismas Normas Internacionales de Contabilidad que podremos elegir entre el método del coste o entre el método del valor razonable, y analizaremos las diferencias que puede llevar la valoración contable por uno u otro método. También realizaremos una crítica constructiva a los métodos para dar una solución a la problemática de cuál de los dos refleja mejor la imagen fiel del patrimonio empresarial.

2.3 Normativa Aplicable

El estudio de la normativa aplicable es fundamental para entender la realidad y las peculiaridades de las SOCIMIs y de los sistemas de valoración aplicables para sus inversiones inmobiliarias.

2.3.1 Análisis de la Ley de Sociedades Anónimas cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Ley 11/2009 de 26 de octubre)

¹⁴ Seidel, C., La valoración de los bienes inmuebles en Alemania. Métodos, transparencia, evolución del mercado inmobiliario, y otros aspectos en estudio., 2006, pp.23-25.

La ley 11/2009, es pionera en España, siendo la primera que permite la creación de las SOCIMIs. Si atendemos al preámbulo de esta ley podemos apreciar que se hace como una respuesta a la crisis inmobiliaria que afrontaba nuestro país: *“La búsqueda de mejoras constantes en el bienestar de los ciudadanos requiere el impulso de nuevos modelos de inversión que proporcionen una respuesta adecuada a las necesidades constantes del mercado”* (Boletín Oficial del Estado, 2009).

El impulso que se pretendía con esta ley debido a su poca flexibilidad no fue alcanzado y es la Ley 16/2012 del régimen jurídico-fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, la que le da posteriormente ese impulso. Podemos sacar como conclusiones que lo que pretendía esta primera Ley, y que queda reflejado en su preámbulo es lo siguiente: en primer lugar, se pretendía un acceso de los inversores minoristas al mercado inmobiliario a través de la inversión indirecta, debido a la ausencia, en la mayoría de las ocasiones, de hacer frente a una inversión directa por falta del capital necesario. Se pretendía también, incrementar la competitividad en el mercado de valores español al ser estas sociedades, sociedades cotizadas, así como una mayor profesionalización del mercado del alquiler dándole un empujón a través de los beneficios fiscales para hacerlo así competitivo como inversión. De hecho, uno de los requisitos de estas sociedades, previsto en el preámbulo es el de reparto obligatorio de dividendos, en “un porcentaje muy significativo” como textualmente describe la ley¹⁵.

Como apuntes de relevancia del preámbulo de esta ley vemos en primer lugar la exención de tributación de los dividendos, si el perceptor de los mismos no es una persona jurídica, y la cotización de estas sociedades en mercados regulados proporcionando de este modo una liquidez al inversor minorista.

Al explicar la figura de las SOCIMIs en el apartado segundo del marco teórico hemos creído conveniente explicar su objeto social, presente en el artículo 2 de la Ley 11/2009, por lo que procedemos a analizar los requisitos de inversión presentes en el artículo 3, así como los artículos siguientes relativos a obligaciones que deben cumplir estas sociedades para ser constituidas como tal.

¹⁵ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, pp. 28-29.

El primer requisito que vemos en el artículo 3 es referente a la actividad de estas sociedades. Deberán tener invertido el 80% del valor de su activo (calculado en base al balance consolidado de la sociedad) en inmuebles urbanos para el arrendamiento de los mismos, también puede ser incluido en ese 80% las actividades de promoción de inmuebles referentes a terrenos. Es decir, la adquisición de terrenos para la construcción de bienes inmobiliarios urbanos destinados a arrendamiento. Se establece a ese efecto un límite de 3 años para que se realice dicha actividad una vez haya sido adquirido el terreno. También se podrá incluir dentro de las actividades representantes de ese 80% la tenencia de acciones en el capital social de otras SOCIMIs.

El segundo requisito guarda una gran similitud, pero en la práctica puede dar lugar a diferencias. Se requiere aquí que el 80% de las rentas obtenidas en el ejercicio provengan de las actividades mencionadas en el párrafo anterior.

Por último, se establece un requisito de que los inmuebles estén arrendados al menos durante 3 años para que sean considerados como actividad de arrendamiento, y puedan ser computados dentro del mencionado 80%. Se establecen a su vez normas relativas al cómputo de dicho plazo para casos de adquisición posterior de los activos a la puesta en vigor de la Ley 11/2009, así como del caso en que el inmueble aún puesto en arrendamiento no consiga ser arrendado (en tal caso se computará tal plazo como periodo de arrendamiento, estableciéndose un límite máximo de 1 año).

El artículo 4 de la Ley 11/2009 hace referencia a otra obligación de estas sociedades, la de con los mercados cotizados. Deberán las sociedades para constituirse como tal “estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo...”. Se admiten también, con la reforma de 2012, que estas sociedades puedan cotizar en otro estado distinto de los mencionados si hay intercambio tributario durante todo el periodo impositivo. Por último, es destacable que las acciones deberán tener un carácter nominativo.

Es relevante a este efecto hacer una mención al derecho comparado en donde entidades similares suelen tener limitaciones más estrictas relativas a la cotización de estos valores. En primer lugar, en muchas ocasiones se exige que estas sociedades tengan un número mínimo de accionistas. Sería el caso de Estados Unidos en donde se requieren 100 inversores para la creación de la sociedad. Más frecuente es la restricción accionarial,

en donde se suele limitar el porcentaje de accionariado en manos de un solo inversor. Sería el caso de Francia en donde una sola persona no puede poseer más del 60% de las acciones, Alemania, en donde ese límite máximo se sitúa en el 10% o Reino Unido en donde también se pone como límite máximo de accionariado el 10%. En España teníamos un régimen bastante restrictivo en ese sentido. Con la Ley 11/2009 debía haber un 25% del capital en circulación, y al igual que Estados Unidos se necesitaba de 100 accionistas para la constitución de la Sociedad, sin embargo, tras la poca popularidad obtenida se eliminaron, con la Ley 16/2012 ambos requisitos dando lugar a un sistema poco restrictivo cuando es comparado con el de otros Estados del panorama internacional. Esto sin duda ha contribuido a la expansión de este vehículo, que hasta entonces era completamente desconocido por el inversor minorista¹⁶.

El artículo 5 de la Ley 11/2009 establece como requisito que haya un capital social mínimo de 5 millones de euros. Esto es uno de los cambios legislativos realizados por la Ley 16/2012, ya que la Ley 11/2009 establecía como capital mínimo 15 millones de euros. Esta cifra era sin lugar a dudas una cantidad restrictiva si se compara con el panorama internacional. En Estados Unidos no hay límite mínimo de aportación, en Japón el límite se sitúa en 100 millones de yenes, que al cambio actual ronda los 760.000€. En Reino Unido el capital social requerido es 50.000 libras esterlinas (57.000€ aproximadamente al cambio actual). Sin embargo, también vemos que en otros países europeos como Francia o Alemania el límite de aportación social es mucho mayor, siendo de 15 millones de euros para ambos casos, que corresponde con el establecido originariamente por la legislación española.¹⁷

En el artículo 5 además vemos otros requisitos de menor relevancia, como la obligación de que únicamente haya un solo tipo de acciones, o del régimen de tasación aplicable a las aportaciones no dinerarias (establecido en el artículo 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas).

El artículo 6 habla de la distribución de resultados. Es un artículo de especial relevancia ya que se trata con esta regulación que los inversores de estas sociedades reciban un dividendo de manera regular. Hay una obligación de distribución del 90% de

¹⁶ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, pp. 26-28.

¹⁷ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, p. 27.

los beneficios procedentes de las actividades no referentes al objeto social principal, del 50% de los beneficios procedentes de las actividades enmarcadas en el objeto social principal, y del 100% de los dividendos obtenidos como consecuencia de su participación en el capital social de otras SOCIMIs. Con la entrada en vigor de la Ley 16/2012 se ha flexibilizado también esta parte, pasando a ser de 80%, en lugar de 90% el porcentaje de distribución de beneficios no perteneciente al objeto social principal. Así mismo, no se permite, en la Ley 11/2009 la consolidación de reservas de carácter indisponible distintas del 20% referente a la reserva legal. Y se exige la utilización para reinversión dentro del plazo máximo de tres años del porcentaje restante de los beneficios procedentes de actividades enmarcadas en el objeto social principal, ya que de lo contrario deberán distribuirse a los accionistas.

Se establece por último un límite a la financiación ajena en el artículo 7 (no podrá superar el 70% del activo de la sociedad) así como, en el artículo 8 y siguientes, un régimen fiscal especial opcional para el impuesto de sociedades. Esta limitación de financiación y con un carácter extremadamente restrictivo queda eliminada con la Ley 16/2012 permitiendo así un mayor apalancamiento, y por consiguiente una mayor rentabilidad. A destacar respecto a este régimen fiscal son un tipo de gravamen del 18% y una exención de gravamen para el 20% de las rentas provenientes del arrendamiento de viviendas, si estas corresponden a más 50% del activo de la sociedad. En cuanto al régimen fiscal referente a los socios es resaltable el apartado 1. b) del artículo 10: “Cuando el perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el dividendo percibido se considera renta exenta de dicho impuesto.”, ya que hace atractiva la inversión en estas sociedades. Sin embargo, tras la flexibilización del régimen fiscal con la entrada en vigor de la Ley 16/2012 el tipo de gravamen aplicable a estas sociedades pasó a ser del 0%. Sin duda alguna de los cambios realizados por esa nueva legislación este fue el más relevante, equiparándolo así al sistema estadounidense y consiguiendo la popularización de este vehículo.

Apreciamos por tanto que el propósito de esta ley no es otro que el de dinamizar el mercado inmobiliario, que se veía fuertemente mermado tras la crisis financiera de 2008. Así pues, hay muchos incentivos tanto para crear una SOCIMI, como para el inversor minorista, que se ven beneficiados de un régimen fiscal especial favorable.

Desde la promulgación de la Ley 11/2009 hasta la actualidad vemos que ha habido varias modificaciones. Entre ellas cabe resaltar las producidas por la Ley 16/2012, de 28

de diciembre (Boletín Oficial del Estado, 2012). Muchos de estos cambios los hemos mencionado al hablar de la Ley 11/2009, sin embargo, es preciso estructurarlos para ver con claridad la totalidad de los cambios.

Los cambios que introdujo la Ley 16/2012 con respecto a la Ley 11/2009 son los siguientes¹⁸:

- Se redujo la cifra de capital social mínimo a 5 millones, lo cual facilitó enormemente la creación de estas sociedades.
- Se amplió, dentro de la obligación de cotizar, las posibilidades al permitirse no sólo que cotizaran en un mercado regulado español o de cualquier otro país miembro de la Unión Europea o Espacio Económico Europeo, sino además cualquier de cualquier otro Estado que tenga un efectivo mecanismo de información tributaria con nuestro país. Así mismo se permite que además de mercados cotizados se cotice en sistemas multilaterales de negociación.
- Se redujo del 90% al 80% la cantidad obligatoria de distribución de resultados de actividades no pertenecientes al objeto social principal.
- Se eliminó el requerimiento de 100 accionistas para la constitución de la SOCIMI.
- Se eliminó el requisito de 25% de capital en circulación
- Se eliminó el límite máximo de financiación del 70% del valor del activo.
- Se redujo el tipo del Impuesto de Sociedades aplicable, que anteriormente era un 18%, situándose en un 0%. Esta ventaja fiscal sin duda cambia el panorama completamente y hace que estos vehículos sean de un claro atractivo.
- Se redujo el plazo máximo obligatorio para el arrendamiento de bienes inmuebles. Anteriormente se requería que los inmuebles promovidos por la sociedad estuvieran arrendados durante 7 años; plazo que con la nueva modificación paso a ser de 3 años.
- Se eliminó la obligación de diversificación de los activos de la SOCIMI, que anteriormente establecía la obligatoriedad de tener al menos tres activos distintos bajo gestión, sin que ninguno de ellos pudiera representar más del 40% del valor total de los activos de la sociedad.

¹⁸ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, p. 29.

2.3.2 Las Normas Internacionales de Contabilidad 40 y 16

Las SOCIMIs se rigen, en la valoración de las inversiones inmobiliarias por las NIC y no por el PGC, siendo la diferencia principal entre ambos, que las primeras permiten en la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias el uso del método del valor razonable.

2.3.2.1 Norma Internacional de Contabilidad 40

La NIC 40 entró en vigor en los ejercicios anuales que comenzaron a partir del 1 de enero de 2005, sustituyendo así a la anterior NIC 40, que databa del año 2000. Es una norma relativa a las inversiones inmobiliarias, que son sin duda el grueso del activo no corriente de todas las SOCIMIs.

Estas inversiones inmobiliarias no son otras que las relativas al objeto social de las SOCIMIs, expuesto en el artículo 2 de la Ley 11/2009, y que son definidas, por la NIC 40, de la siguiente forma:

“Inmuebles (terrenos o edificios, considerados en su totalidad o en parte, o ambos) que se tienen (por parte del dueño o por parte del arrendatario que haya acordado un arrendamiento financiero) para obtener rentas, plusvalías o ambas, en lugar de para:

- (a) su uso en la producción o suministro de bienes o servicios, o bien para fines administrativos; o
- (b) su venta en el curso ordinario de las operaciones.”

Es por esto que Merlin y todas las SOCIMIs tienen una gran cantidad de su activo en la partida de inversiones inmobiliarias, ya que es un requisito legal destinar al menos el 80% del activo a esta partida. Es por eso también que se hace de vital importancia en este tipo de sociedades la correcta valoración de las inversiones financieras, pues un error de valoración podría dar lugar a un desfase claro en el balance de la empresa, faltando al principio de imagen fiel.

La NIC 40 en su apartado referente a valoración inicial obliga a la valoración al coste como valoración inicial. Esto sería el coste de la transacción o transacciones por la

que se adquiere o produce el activo inmobiliario. Se incluye en el coste no sólo el precio de compra si no también cualquier otro desembolso que se haya producido para llevar a cabo la adquisición del bien.

Es, sin embargo, la valoración posterior lo que nos interesa para ver si se está reflejando o no en ella la imagen fiel de la sociedad. Aquí vemos que la sociedad puede elegir alternativamente entre cualquiera de los dos métodos para determinar su política contable: “A excepción de lo señalado en los párrafos 32A y 34, la entidad elegirá como política contable el modelo del valor razonable, contenido en los párrafos 33 a 55, o el modelo del coste, contenido en el párrafo 56, y aplicará esa política a todas sus inversiones inmobiliarias”¹⁹.

Es tremendamente relevante este párrafo ya que permite a las sociedades en general, y a las SOCIMIs en particular valorar las inversiones inmobiliarias con cualquiera de los dos métodos. Esto sin duda puede afectar a la comparabilidad de dos entidades bajo el régimen de la SOCIMI, si una aplica el método del coste que es mucho más estático, y si la otra aplica el método del valor razonable, que es un método dinámico y más cambiante. Debemos por tanto analizar, en la parte empírica, ambos métodos y concluir bajo una mirada crítica cuál de los dos da una imagen más fiel de la empresa sin hacer caso omiso al principio de prudencia contable, así como determinar si es apropiado que se dé esta posibilidad de elección, pues como digo puede afectar gravemente a la comparabilidad de dos empresas de similares características al diferir la valoración por uno u otro método.

El método del valor razonable se lleva a cabo al final de cada ejercicio en donde se imputan las pérdidas y ganancias derivadas de cambios del valor razonable.

El valor razonable es definido en la NIC 40 de la siguiente forma: “El valor razonable de una inversión inmobiliaria es el precio al que podría ser intercambiado, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua” por ello para el cálculo del mismo debemos dejar de lado el incremento o rebaja del valor pagado por el activo debido a circunstancias atípicas del mercado.

¹⁹ Norma Internacional de Contabilidad número 40., 2000, p. 6.

El método del coste puede ser menos arriesgado y basarse en mayor medida en el principio de prudencia contable, al no contabilizar las revalorizaciones de las inversiones inmobiliarias. Es por eso que se establece como alternativa en los casos en los que la valoración razonable de un activo no pueda ser determinada. La NIC 40 hace una presunción de fiabilidad de que las entidades podrán valorar de forma fiable el valor razonable de las inversiones inmobiliarias, estableciendo para los casos en los que no pueda ser determinado dicho valor la obligatoriedad de seguir el método del coste.

De poco servirá también el método del coste para la valoración si en el momento de adquisición del activo nos encontramos con un mercado sobrevalorado. Al ser el mercado inmobiliario un mercado tan cambiante podremos ver diferencias de valoración significativas de un año a otro tanto si empleamos un método como si empleamos el otro. El método del coste, aunque parezca más prudente, por no contabilizar las revaloraciones, puede no mostrar tampoco la imagen fiel. El ejemplo sería la adquisición de una inversión inmobiliaria en un momento de infravaloración del mercado, ya que cuando el mercado vuelva al estándar, la valoración, sin embargo, no habrá variado por lo que se estará faltando de igual manera a la imagen fiel.

Para la explicación de este método la NIC 40 nos transfiere a la NIC 16, referente al Inmovilizado material y que de igual forma entró en vigor a partir del ejercicio anual de 1 de enero de 2005.

2.3.2.2 Norma Internacional de Contabilidad 16

Aunque el Inmovilizado Material no sea un activo relevante en la contabilidad de las SOCIMIs, debemos acudir a él para entender la valoración por el método del coste. La valoración posterior por este método es explicada en esta norma internacional de contabilidad de la siguiente manera: “Con posterioridad a su reconocimiento como activo, un elemento de inmovilizado material se contabilizará por su coste de adquisición menos la amortización acumulada y el importe acumulado de las pérdidas por deterioro del valor”²⁰.

²⁰ Norma Internacional de Contabilidad número 16., 2005, p. 7.

Esta definición es significativa, ya que nos define el método del coste. Además, merece la pena pararse en la amortización, ya que si en vez de ser valorados por el método del coste los activos son valorados por el método del valor razonable no hay amortización acumulada.

Nos encontramos por tanto ante un dilema complejo e interesante sobre cuál de las dos valoraciones que nos permiten las Normas Internacionales de Contabilidad debemos aplicar. En mi opinión debería hacerse una valoración de las inversiones inmobiliarias de ambas formas estableciéndose una como método de valoración y la otra como complemento en la memoria, en las notas informativas, para de tal modo dar una visión global al inversor y que él pueda tomar de manera más informada las decisiones que estime oportunas. Además, creo que es conveniente profundizar en la forma de realizar la valoración para llegar al valor razonable, en este sentido veo más interesante el método de actualización de rentas, que el de operaciones comparables, ya que las SOCIMIs suelen tener flujos de caja predecibles a largo plazo (alquileres a largo plazo), siendo sus activos, en numerosas ocasiones, de una singularidad específica que impide una comparación fiable con otras transacciones.

2.4 Literatura Contable: Métodos de valoración.

El método de valoración contable aplicado por Merlin Properties para la valoración posterior de sus inversiones inmobiliarias es el método del valor razonable. Tras la entrada en vigor en 2005 de las normas internacionales de contabilidad, y en especial de la NIC 40 vemos que hay un sistema de alternatividad pura en la elección del coste histórico o del valor razonable para la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias.

La elección de uno u otro método hace que la valoración posterior de estas inversiones difiera, por lo que es importante elegir el método que refleje de mayor manera la imagen fiel del patrimonio. Si bien la NIC 40 establece una alternatividad pura, similar a la establecida para los inmovilizados intangibles y para los inmovilizados materiales en las normas internacionales de contabilidad, de su literalidad se desprende un ligero favoritismo a favor del modelo del valor razonable, como expresan Morales Caparrós y Bentabol Manzanares (2004), en su estudio “la valoración del inmovilizado material en

las NIC”. Sin embargo, encontramos discrepancias sobre la elección de uno u otro método, como también reflejan Morales Caparrós y Bentabol Manzanares (2004), que muestran estas discrepancias hasta en el propio seno de la Comisión de Expertos del Libro Blanco sobre la reforma contable²¹, declarando que la subcomisión de opciones se encuentra en contra de la aplicación del modelo del valor razonable, por la dificultad de establecer tasaciones racionales.

Este método es también el que prefieren la mayoría de los autores, que ven en él mayores ventajas. Estas ventajas suelen girar entorno a los tres puntos clave que enmarcan la teoría de la elección contable, así como a las características del país donde se localice la compañía, como expresa, en su estudio, Bada Olaran (2016). Los tres puntos clave de la teoría de la elección contable son eficiencia contractual, asimetría de la información y oportunismo gerencial.

Quagli y Avallone (2010), dejan ver, en cuanto al primer punto clave, la eficiencia contractual, que cuanto más grande es la sociedad, menos probabilidad encontramos de elegir el método del valor razonable. Danbolt y Rees (2008), por ejemplo, basan su preferencia en el segundo punto clave, la asimetría de información, al pensar que la información contable que proporciona el método del valor razonable de los estados financieros es superior a la que proporciona el coste histórico.

Rodríguez Pérez y Solà Tey (2007) expresan que: “la mayoría de estudios publicados sobre el valor razonable intentan contrastar la hipótesis de que su valor informativo es mayor que el del coste histórico.” Sin embargo, concluyen que las conclusiones derivadas de estos no son concluyentes como vemos en el estudio de Khurana y Kim (2003) en donde no se aprecian diferencias relevantes de información entre ambos modelos. Además, podemos apreciar estudios a favor de uno y otro método, en lo relativo a la información contable aportada. Así, por ejemplo, Eccher et al (1996) piensan que las variables calculadas según el coste histórico proporcionan mayor información. De igual modo, pero para empresas petrolíferas piensan Harris y Ohlson (1987), mientras que para el sector bancario Barth (1994), Barth et al (1996) y Barth y Clinch (1998) creen que el modelo del valor razonable proporciona mayor información. Por lo que quizás para la

²¹ Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)., Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma., Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España., 2002.

determinación del mejor método de valoración deberíamos atender al sector y al caso concreto²².

Por último, otros autores piensan que es el tercer punto clave, el oportunismo gerencial, el principal beneficio. Es el caso de Dechow et al., (2010) que establece como conclusión a su estudio que el método del valor razonable puede ser usado con un mayor oportunismo, que el método del coste histórico. Resalta que esto es visible cuando se habla de manejar las ganancias, ocasionando de ese modo unos mayores beneficios. Esto es el caso de Merlin Properties, como veremos, en donde las variaciones positivas de valor derivadas de la utilización de este método representan más de la mitad del beneficio neto de la sociedad. No son sin embargo estas las únicas razones de elección de este método. Cobra, como hemos mencionado, especial relevancia el contexto geográfico en el que se encuentra la sociedad. Esta clara influencia viene avalada por determinan autores como Muller et al., (2008), o Christensen y Nikolaev (2013). Estos últimos expresan, en su estudio, que suele ser común la elección del sistema que se haya estado implantando en tu país, puesto que los costes de cambio de sistema contable de valoración no son atractivos, dejando ver la dificultad de cambio de sistema, salvo imperativo legal²³.

Esto, sin embargo, que podría ser una claro inconveniente al método del valor razonable, no es de relevancia para nuestro caso, ya que pese a que España si es un país en donde históricamente ha predominado la prudencia y el método del coste histórico, las SOCIMIs son entidades de reciente creación por lo que no incurren en costes derivados del cambio de metodología de valoración.

Aparte de las mencionadas podemos encontrar otras razones de elección de uno u otro método contable, como el auditor de cuentas Molina et al., (2010), pero lo que esta claro es que existe una tendencia hacia el método del valor razonable, dejando de lado el conservadurismo contable, como demuestra por ejemplo el estudio de Íñiguez et al., (2013). Este paso hacia la valoración por el valor razonable que apoyan numerosos autores choca, sin embargo, con la prudencia contable, que es un valor fuertemente establecido en nuestro país. El claro ejemplo es la crisis financiera que sufrimos, en donde este método fue duramente criticado, llegando a ser proclamado como el detonante del

²² Morales Caparrós, M.J. y Bentabol Manzanares, M.A., La valoración del inmovilizado material en las NIC., Partida Doble, núm. 154., 2004, pp. 48-71.

²³ Bada Olarán, M.C., Valor razonable, valor de revalorización y coste en la valoración de los inmuebles., 2016, pp. 35-40.

colapso del sistema financiero por varios autores, y abogándose por su eliminación como alternativa de valoración contable (Gordon, 2009). Además, encontramos autores (Fortis y García, 2006; Viñals, 2008), que demuestran un carácter procíclico de este modelo de valoración, incrementando la intensidad de los ciclos económicos, tanto si hablamos de alza como de baja, contribuyendo así a su imagen poco prudente y a su contribución a la crisis financiera²⁴.

Así pues, como indica Bada Olarán (2016) el empleo del método del valor razonable tiene limitaciones y puede acarrear una menor fiabilidad, por lo que nos encontramos ante la cuestión de elegir entre relevancia o fiabilidad (Bushman y Smith, 2001; Laux y Leuz, 2009).

²⁴ Bada Olarán, M., Valor razonable, valor de revalorización y coste en la valoración de los inmuebles., 2016, pp. 46-49.

3. ESTUDIO EMPÍRICO: MERLIN PROPERTIES

Tras la conceptualización del marco teórico, el análisis de la legislación, y de la literatura contable procedemos a realizar un análisis del marco empírico.

A través de la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (en adelante NIC) las posibilidades de valoración posterior de activos inmobiliarios son el valor razonable (modelo de revalorización) y el coste de adquisición (modelo del coste).

En este estudio analizaremos ambas posibilidades, referidas en la NIC 40 relativa a inversiones inmobiliarias, y en la NIC 16 relativa al inmovilizado material, para determinar cuál de las dos opciones refleja de manera más fiable la imagen fiel del patrimonio.

Este análisis lo llevaremos al caso concreto de Merlin Properties. Hemos elegido esta SOCIMI debido a que es, con gran diferencia, la mayor SOCIMI que encontramos en nuestro país, siendo además la única que cotiza en el principal índice bursátil de nuestro país, el Ibex 35.

3.1 Descripción de la Compañía

Merlin Properties es la SOCIMI más grande de España y cotiza en el Ibex 35. Fue creada el 24 de marzo de 2004, bajo la denominación Merlin Properties SOCIMI, S.A. En un principio su capital era de 60.000€, que es el mínimo legal para las sociedades anónimas. En aquel momento el único accionista era la sociedad MAGIC Real Estate S.L., pasando a ser posteriormente Magic Kingdom S.L. Tras una fase inicial, en junio de 2014 Merlin Properties incrementa considerablemente sus dimensiones con una ampliación de capital de 1.500 millones de euros (valor nominal de la acción era 10€, y el número de acciones era 150 millones), esto le permite cumplir el requisito de capital mínimo y por tanto constituirse como SOCIMI, empezando a cotizar el día 30 de ese mes²⁵.

Merlin Properties es una compañía de muy reciente creación; esto se debe a que la legislación original no supo atraer a las empresas para que se constituyeran como

²⁵ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, p. 49.

SOCIMIs, empezando a producirse ese efecto tras la Ley 16/2012 que, entre otros muchos cambios ya comentados, rebaja la fiscalidad del Impuesto de Sociedades a un 0%.

Es relevante el crecimiento inorgánico que Merlin Properties ha ido llevando a cabo durante estos primeros años, permitiéndole así llegar a tener más de 9.000 millones de euros de valor en inversiones inmobiliarias. Entre otros cabe citar la combinación de negocios realizada con Testa, que tuvo lugar a partir de junio de 2015, o la adquisición de Tree Inversiones Inmobiliarias por un importe de 750 millones de euros y cuyos activos eran mayoritariamente oficinas arrendadas por BBVA²⁶.

3.2 Estudio del método de valoración de Merlin Properties

La NIC 40, como hemos visto, es una norma relativa a las inversiones inmobiliarias, que son sin duda el grueso del activo no corriente de Merlin Properties. En el último balance de 2017 el activo no corriente se encontraba valorado en 11.390.461.000€, correspondiendo 10.352.415.000€ a las inversiones inmobiliarias (90% del activo no corriente)²⁷.

Una de las razones por las que Merlin y todas las SOCIMIs tienen tanta cantidad de su activo en la partida de inversiones inmobiliarias, es el requisito legal, que les obliga a destinar al menos el 80% del activo a esta partida. Es por eso también que se hace de vital importancia en este tipo de sociedades la correcta valoración de las inversiones financieras, pues un error de valoración podría dar lugar a un desfase claro en el balance de la empresa, faltando al principio de imagen fiel.

El método del valor razonable es el método aplicado por Merlin Properties para la valoración posterior de sus inversiones inmobiliarias. Esta valoración posterior se lleva a cabo al final de cada ejercicio en donde se imputan las pérdidas y ganancias derivadas de cambios del valor razonable. El valor razonable debe ser entendido como el precio del mercado, y es una valoración que la realizan sociedades cuya actividad es la de tasación,

²⁶ Ballester Sierra, A., El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A., 2014, p. 49.

²⁷ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2017 y nota 9 de la memoria consolidada., 2017, pp. 1-4, 46-52.

siendo Savills Consultores Inmobiliarios S.A y CBRE Valuation Advisory S.A las sociedades que valoran los activos de Merlin Properties²⁸.

La actividad de tasación, al igual que en cualquier actividad de auditoria, nos lleva a la problemática del conflicto de interés, ya que las sociedades que tasan estos activos no dejan de ser los proveedores de servicios y las SOCIMIs sus clientes. Debemos, sin embargo, confiar en el buen hacer de estas sociedades de tasación, al estar legalmente estructurado el procedimiento para llevar a cabo la tasación. Así lo indica Merlin Properties en su Memoria: “La valoración ha sido realizada de acuerdo con los Estándares de Valoración y Tasación publicados por la Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS) de Gran Bretaña, y de acuerdo con los Estándares Internacionales de Valoración (IVS) publicados por el Comité Internacional de Estándares de Valoración (IVSC).”

Uno de los problemas que afecta a esta valoración y que puede afectar a la imagen fiel es la realidad cambiante de valoración del mercado inmobiliario, ya que la valoración posterior únicamente se realiza anualmente. El mercado inmobiliario es un mercado que puede sufrir grandes variaciones en cortos periodos de tiempo, lo cual puede verse representado en cambios significativos en el balance de un año a otro. Así lo deja ver también Merlin Properties en su memoria: “En cualquier caso, considerando la situación del mercado patrimonial, podrían ponerse de manifiesto diferencias significativas entre el valor razonable de las inversiones inmobiliarias del Grupo y el valor de realización efectivo de las mismas”²⁹.

Es relevante, a su vez, pararse en el concepto de amortización, ya que si en vez de ser valorados por el método del coste, los activos son valorados por el método del valor razonable no hay amortización acumulada. Es por eso que en el caso de Merlin Properties no encontramos esta partida en su balance. Así lo expresa además en su memoria: “Las inversiones inmobiliarias se presentan a su valor razonable a la fecha de cierre del ejercicio y no son objeto de amortización”³⁰.

Como hemos visto en la literatura contable, el valor razonable puede ser el mejor método para reflejar la imagen fiel del patrimonio, sin embargo, también encontramos

²⁸ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Informe corto. Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo., 2017.

²⁹ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, p. 48.

³⁰ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2017., 2017, p. 26.

inconvenientes derivados de su aplicación. Un ejemplo de ello lo podemos apreciar, si miramos las cifras de explotación de la cuenta de resultados consolidada de Merlin Properties, en donde vemos un claro punto a favor de un método más prudente como el método del coste, aun cuando el método de valoración de Merlin Properties este avalado por prestigiosas sociedades de tasación. El resultado de explotación de Merlin Properties en 2017 fue 1.215.683.000€, más del doble de los 600.383.000€ correspondientes al ejercicio anterior, y si miramos en detalle el desglose de dicho resultado se debe en gran parte a la utilización del método del valor razonable ya que la partida “variación del valor razonable en inversiones inmobiliarias” tiene un valor de 897.401.000€, que es más del resultado de explotación del año anterior y representa un incremento de más del 100% con respecto al valor de la misma partida del año anterior (453.149.000€). Esto nos da una idea de la significativa dependencia que el resultado de explotación tiene a la variación positiva del valor razonable y, por tanto, a los periodos alcistas del mercado inmobiliario, haciendo que en casos de declive del mercado inmobiliario esta partida pueda generar cambios de valoración muy bruscos, al representar este importe más de la mitad del resultado de explotación.³¹

Por otro lado, al dejar a un lado el principio de prudencia vemos beneficios derivados de la utilización del método del valor razonable. Merlin Properties es una SOCIMI que tiene gran cantidad de inversiones inmobiliarias en donde las rentas percibidas son constantes, por lo que una estimación correcta del valor razonable es factible, y más cuando es realizada por profesionales. La utilización del método del valor razonable viene sustentada en el pago periódico y en el largo plazo en las relaciones contractuales, que son notas características de los contratos de Merlin Properties con sus inquilinos, como se desprende del desglose de sus inversiones inmobiliarias. Además, el negocio de Merlin Properties está centrado mayoritariamente en arrendamientos en oficinas, centros comerciales o “High Street Retail”; en concreto de sus 10.352.415.000€ de inversiones inmobiliarias valoradas a valor razonable, 3.198.043€ corresponden a oficinas, 1.341.041.000 corresponden a “High Street Retail” y 1.243.563.000€ corresponden a centros comerciales³².

³¹ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017.

³² Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, pp. 46-52. Y Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Informe corto. Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo., 2017.

3.3 Valoración de los activos de Merlin Properties

La problemática de la valoración posterior en las inversiones inmobiliarias que hemos visto antes la vemos aplicada ahora al caso concreto, en donde nuestra SOCIMI objeto de estudio se decanta por el valor razonable como método de valoración.

3.3.1 Análisis de la valoración que lleva a cabo Merlin Properties

En 2016 la valoración de las inversiones inmobiliarias de Merlin Properties era de 9.027.184.000€, mientras que en el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2017 tal valoración ha ascendido a 10.352.415.000€. El incremento se ha debido principalmente a la variación del valor de las inversiones inmobiliarias (897.401.000€) y a las adicciones y activos adquiridos en el ejercicio (356.854.000€).

Merlín dedica sus inversiones inmobiliarias a oficinas, High Street Retail, Centros comerciales y logística, además de otros importes no significativos. En este último año ha adquirido 87 millones de euros en logística, 146 en oficinas (entre las que se encuentra la torre Glories en Barcelona, con más de 50.000m² de superficie y un precio de adquisición de 142 millones de euros), 42 en centros comerciales y ha empleado 81 en mejoras. Además de esos importes empleó 96 millones en la combinación de negocio, lo cual en conjunto corresponde a un incremento de 453 millones de euros en nuevas inversiones inmobiliarias. No es una cantidad despreciable, pero queda muy lejos de la del año pasado que, tras la combinación de negocios con Testa Inmuebles en Renta, SOCIMI S.A representaba una cantidad de 3.742 millones de euros.³³

La valoración de los activos detallados se realiza de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad anteriormente explicadas, y así lo expone Merlin Properties en su memoria: “De acuerdo con la NIC 40, el Grupo determina periódicamente el valor razonable de los elementos de inversiones inmobiliarias de forma

³³ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, pp. 46-52. Y Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Informe corto. Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo., 2017.

que, al cierre del ejercicio, el valor razonable refleja las condiciones de mercado de los elementos de propiedades de inversión a dicha fecha.”

Así mismo esta valoración de las inversiones inmobiliarias es realizada por Savills Consultores Inmobiliarios, S.A. y CBRE Valuation Advisory, S.A. que son valoradores independientes no vinculados a Merlin Properties. El método que utilizan para llegar al valor razonable queda detallado tanto a lo largo del informe de valoración de cartera de patrimonio y suelo de Savills y CBRE (a fecha 31 de diciembre de 2017) como en la página 48 de la memoria de Merlin Properties.

El método empleado consiste en la proyección futura de 10 años de ingresos y gastos de cada uno de los activos individualizados de Merlin Properties (se dividen la valoración entre Savills que se centra en oficinas y CBRE que se centra en logística, abordando ambos la valoración de las inversiones inmobiliarias en centros comerciales y “High Street Retail”). Estas proyecciones son actualizadas posteriormente a la tasa de mercado para llegar a la valoración actual. Por último, en el año 10 se calcula el valor residual de los activos mediante las proyecciones de los ingresos netos del año 11 a las cuales se les aplica un múltiplo de salida o tasa de retorno (“exit yield”). De nuevo la debilidad de este método se encuentra en que tanto la tasa de descuento, como especialmente la tasa de retorno vienen definidas por las condiciones del mercado inmobiliario que es de significativa volatilidad.

Prueba de la variación del mercado inmobiliario es la diferencia de valoración de la tasa de descuento y del exit yield de 2016 a 2017. En la valoración de oficinas en 2016 la tasa de descuento aplicada fue 5,00%-9,50%, y la tasa de retorno o exit yield aplicada fue 4,00%-7,50%, mientras que en el ejercicio 2017 las tasas fueron 4,00%-8,00% y 3,75%-8,00% respectivamente.³⁴

En “High Street Retail” la tasa de descuento aplicada en 2016 fue 6,00%-7,00%, y la tasa de retorno o exit yield aplicada fue 4,50%-5,25%, mientras que en el ejercicio 2017 las tasas fueron 5,00%-9,00% y 4,00%-7,00% respectivamente.³⁵

³⁴ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, p. 50.

³⁵ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, p. 50.

En centros comerciales la tasa de descuento aplicada en 2016 fue 6,50%-11,00%, y la tasa de retorno o exit yield aplicada fue 4,75%-7,75%, mientras que en el ejercicio 2017 las tasas fueron 6,25%-10,00% y 4,75%-7,50% respectivamente.³⁶

En logística la tasa de descuento aplicada en 2016 fue 8,00%-13,86%, y la tasa de retorno o exit yield aplicada fue 5,75%-7,50%, mientras que en el ejercicio 2017 las tasas fueron 7,25%-16,00% y 5,75%-7,50% respectivamente.³⁷

Por último, en otras inversiones inmobiliarias la tasa de descuento aplicada en 2016 fue 5,00%-10,00%, y la tasa de retorno o exit yield aplicada fue 4,25%-8,00%, mientras que en el ejercicio 2017 las tasas fueron 5,00%-16,00% y 4,75%-10,00% respectivamente.³⁸

Analizando las tasas de descuento y de retorno vemos que hay variaciones de la tasa de descuento de más de un punto porcentual en algunas inversiones inmobiliarias (véase oficinas) de un año a otro y variaciones de más de un punto porcentual en la tasa de retorno de otras inversiones inmobiliarias (aunque por lo general, en las demás inversiones inmobiliarias, no tienen cambios tan pronunciados). Esta variación nos da una imagen tanto de la fragilidad de la valoración como de las cambiantes condiciones del mercado, idea que ya veíamos en autores como Rodríguez Pérez y Solà Tey (2007) que expresan que la utilización del criterio del valor razonable puede ofrecer problemas si no existe un mercado activo para determinar este valor. Además, el impacto de las variaciones de las tasas es fundamental para la valoración contable por el método del valor razonable, y así lo muestra el análisis de sensibilidad expuesto por Merlin Properties en la página 51 de la memoria de sus cuentas anuales consolidadas de 2017³⁹.

En este análisis podemos ver lo que implican una variación de un cuarto de punto en las tasas de rentabilidad exigidas. Si hablamos de un aumento de un cuarto de punto de la tasa de rentabilidad exigida el efecto sería de una reducción del activo total y por tanto del resultado consolidado (al contabilizarse la variación del valor razonable en inversiones inmobiliarias en la cuenta de pérdidas y ganancias) de 511 millones de euros.

³⁶ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, p. 50.

³⁷ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, p. 50.

³⁸ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, p. 50.

³⁹ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, pp. 46-52.

Por el contrario, una disminución de un cuarto de punto de la tasa de rentabilidad exigida implicaría un incremento tanto del activo total como del resultado consolidado valorada en 562 millones de euros.

En este análisis de sensibilidad realizado por Merlin Properties, en su memoria, hay una referencia también al efecto de una variación en la renta percibida equivalente al 10%. Si hay una disminución del 10% de renta de mercado veremos un efecto negativo, tanto en el resultado consolidado como en el activo de 659 millones de euros, mientras que si hay un incremento de renta de mercado habrá un incremento del mismo importe tanto en el resultado consolidado como en el activo.

Es por ello preciso que la valoración se haga de una manera muy minuciosa, siendo preferible equivocarse por prudencia, ya que no puede ser admisible un error de valoración al alza cuando la más mínima variación produce alteraciones significativas. Si no somos prudentes estaríamos faltando también al principio de imagen fiel, que es lo que intenta buscar el método de valor razonable. Lo haríamos por no usar el conservadurismo y la prudencia que representan el método del coste, aún a sabiendas de que se encuentra alejado de la imagen fiel. El método del coste se basa puramente en la prudencia y en tal sentido y debido a la realidad del mercado puede ser admisible que no coincida su valoración contable con la realidad, sin embargo, lo que no es admisible es que por intentar llegar a la imagen fiel del patrimonio faltemos a toda prudencia contable y sobrevaloremos significativamente el balance.

3.3.2 Los activos del portfolio de Merlin Properties: resumen y revalorización

Merlin Properties posee en propiedad números activos que están contabilizados como inversiones inmobiliarias al ser de naturaleza urbana y al estar destinados al arrendamiento para obtención de beneficio. Los activos de Merlin Properties están divididos principalmente en cuatro áreas según la naturaleza de los bienes inmuebles, que son: Oficinas, centros comerciales, logística y “High Street Retail”, y la valoración de todas estas inversiones inmobiliarias divididas en esas cuatro áreas asciende a 10.352.415.000€, abarcando para ello más de 990 locales comerciales, 139 edificios de

oficinas, 18 centros comerciales y 41 naves logísticas, además de 3 hoteles y de activos no estratégicos.⁴⁰

La SOCIMI posee una rentabilidad bruta de 4,6% y 4.319.522m² de superficie sumando el conjunto de sus inversiones inmobiliarias, según el informe de gestión consolidado de 2017 emitido por Merlin Properties, en su página 43. De esa superficie la mayor parte corresponde al área de oficinas (1.267.344m² de superficie), seguida de las áreas de logística (960.825m² de superficie), centros comerciales (488.304m² de superficie) y “High Street Retail” (359.981m² de superficie); encontramos también las cantidades de 661.592m² de superficie referente a suelo en desarrollo y 481.476m² de superficie referente a otras inversiones inmobiliarias. En cuanto a la rentabilidad bruta de esas áreas es la siguiente: 4,1% en oficinas, 5,3% en centros comerciales, 6,6% en logística, 4,4% en High Street Retail y 4,1% en otras inversiones inmobiliarias⁴¹.

El GAV o Gross Asset Value es una medida frecuentemente utilizada en el mundo inmobiliario para la valoración de los activos inmobiliarios y de modo orientativo para la valoración de una empresa inmobiliaria, que en ocasiones ha cotizado por encima de su cifra de GAV (época anterior a la crisis) y que hoy en día aún sucede en algunos casos, pese a que la tónica es que se cotice a un descuento significativo del GAV e incluso del NAV (Net Asset Value). Si analizamos los activos de Merlin Properties según su GAV vemos varios datos relevantes.

En lo referente a las oficinas medidas por GAV, el 81,4% estaría en Madrid dejándole un 12,8% a Barcelona y un 4,7% a Lisboa. Las oficinas prime representan el 38,5% del portfolio y si dividimos por oficinas con un solo inquilino o por varios vemos que el 65,7% son oficinas multi inquilinos, mientras que el 34,3% restante son oficinas mono inquilino. En cuanto la ocupación de las inversiones inmobiliarias en oficinas es del 88% con inquilinos en sus oficinas como Endesa, Uria Menéndez, Técnicas Reunidas o Price Waterhouse Copper (posee la Torre PWC en Castellana 259, distrito financiero de las cuatro torres)⁴².

En cuanto a los activos que son centros comerciales tienen la siguiente distribución por GAV: 18% en Madrid, Cataluña y Galicia, 13% en Valencia, 8% en

⁴⁰ Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

⁴¹ Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

⁴² Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

Andalucía, 5% en Murcia y 20% en otras ciudades. El 62,5% de los centros comerciales son además grandes o muy grandes, el 29,6% son medianos y únicamente el 7,9% son pequeños. La ocupación en esta área de negocio ronda el 89% y tienen inquilinos de gran diversidad entre los que podemos destacar Mercadona, Leroy Merlin, Cinesa o Inditex⁴³.

La logística también se encuentra mayoritariamente situada en Madrid (59,3%), estableciéndose como otros porcentajes relevantes el 22% en Cataluña, el 7,6% de Sevilla y el 5,2% del País Vasco. El porcentaje catalán es sin embargo de especial relevancia, y por ello el intento secesionista catalán ha pasado factura tanto al valor de la acción como a la valoración contable. A este respecto Savills se remitía a estos sucesos como posibles desencadenantes de un impacto negativo en la página 8 de su informe de valoración de cartera de patrimonio y suelo de Merlin Properties, a fecha 31 de diciembre de 2017: “Como consecuencia de los acontecimientos del 1 de octubre de 2017 en Cataluña respecto al proceso de la posible independencia, aún no podemos determinar con certeza el impacto en la confianza en los mercados en general y en el mercado inmobiliario en particular y cómo pueden verse afectados. Estaremos especialmente pendientes...”. Otros datos relevantes del área de logística incluyen el 99% de ocupación, que es el porcentaje más alto de las áreas del portfolio de Merlin Properties, y un gran abanico de clientes como Decathlon, Imaginarium, Dachser o Norwood⁴⁴.

El GAV a diciembre de 2017 fue de 11.254 millones de euros, habiendo sido el año pasado de 9.823 millones de euros, por lo que si vemos el desglose del mismo vemos que se debe principalmente a revalorizaciones de inversiones inmobiliarias (959 millones), adquisiciones (325 millones) y Capex y WIP o work in progress (171 millones)⁴⁵.

Por último, quería hacer una especial mención a la revalorización de los activos financieros de Merlin Properties, que ha ido quedando reflejada en las cuentas de resultados de los distintos ejercicios contables. En 2017 el importe de la variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias fue de 897.401.000€ que es más de la mitad del resultado de explotación de ese mismo año. En 2016 el importe de la variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias fue de 453.149.000€, importe también superior a la mitad del resultado de explotación de 2016 (600.383.000€). En 2015 el importe de la

⁴³ Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

⁴⁴ Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

⁴⁵ Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias fue de 314.586.000€, siendo su resultado de explotación menor incluso que ese importe (178.005.000€) lo cual puede ser entendible por tratarse de su segundo año en funcionamiento. En 2014, año en el que empezó, no vemos que haya ninguna variación de valor razonable en inversiones inmobiliarias⁴⁶.

3.3.3 La revalorización del mercado inmobiliario, para entender el método del valor razonable

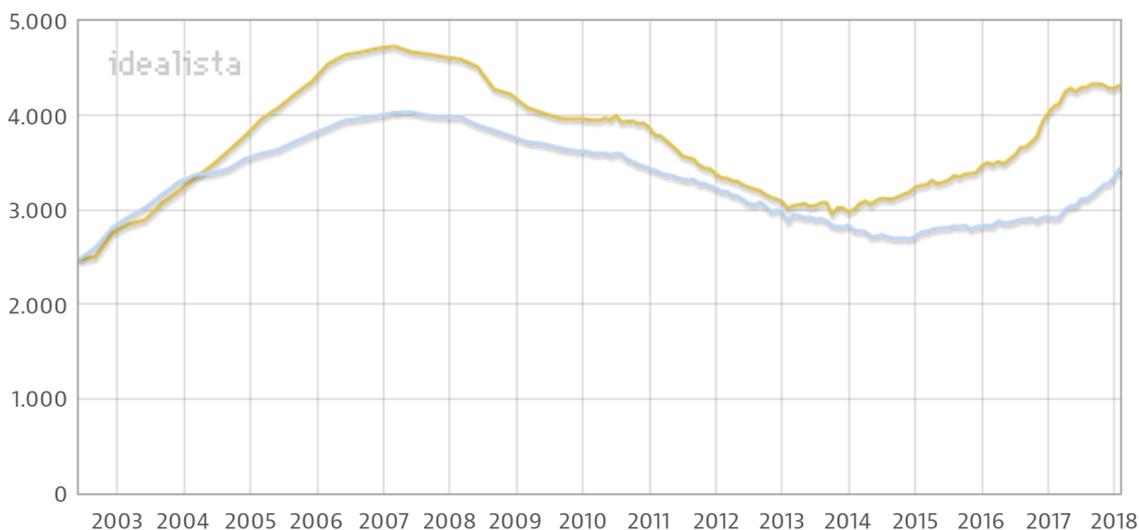
El mercado de la vivienda es dentro de las posibles inversiones inmobiliarias la que suele guiar la dinámica del resto. En España somos un país de naturaleza continental, y a diferencia de optar por el alquiler, solemos optar por la compra de una vivienda, siendo esta en opinión de la mayoría de los españoles la mejor inversión que se puede hacer. En otros países, especialmente los anglosajones, se prefiere sistemas de inversión y ahorro distintos que suelen ser los relacionados con los mercados bursátiles, de igual forma el alquiler es un concepto mucho más arraigado que en nuestro país.

Si vemos el progreso del mercado de la vivienda podemos ver que es un gran indicador con respecto a lo que ha venido pasando en el sector inmobiliario estos últimos años. Ha habido un incremento claro de la demanda, y aunque ahora se especule con una posible burbuja del alquiler la realidad es que, según datos de Idealista.com, el mayor portal inmobiliario de nuestro país, en Febrero de 2016 nos encontrábamos con 33.172 viviendas destinadas a la venta y 10.424 viviendas ofertadas para alquiler en Madrid, mientras que a principios de Marzo de 2018 la situación era completamente distinta, habiendo pasado a ser las viviendas disponibles para la venta 19.384, que es aproximadamente un 40% menos viviendas que hace dos años. Sin embargo, las viviendas ofertadas para el alquiler son 10.576 lo cual es un número ligeramente superior al de hace dos años. Otro indicador claro de la revalorización del mercado inmobiliario es el incremento del precio por metro cuadrado desde los mínimos de 2013 y 2014. Al dedicarse las SOCIMIs a los arrendamientos urbanos nos interesa especialmente el precio en las grandes ciudades como Madrid y Barcelona. En estas vemos que se ha pasado, en el caso de Madrid, de los 2.694€/m² de diciembre de 2014 hasta los 3.449€/m² actuales;

⁴⁶ Merlin Properties SOCIMIs S.A., Presentación Corporativa., 2017.

y en el caso de Barcelona de los 2.957€/m² de octubre de 2013 a los 4.319€/m² actuales, lo cual es sin duda una gran revalorización del precio del metro cuadrado. Todo esto, se puede apreciar en el gráfico contiguo, en donde Barcelona está representado con la línea amarilla y Madrid con la línea azul⁴⁷.

Tabla 3: Precio vivienda de segunda mano en Madrid y Barcelona



Línea marrón: Barcelona

Línea azul: Madrid

Fuente: Idealista News. Evolución del precio de la vivienda de segunda mano en España

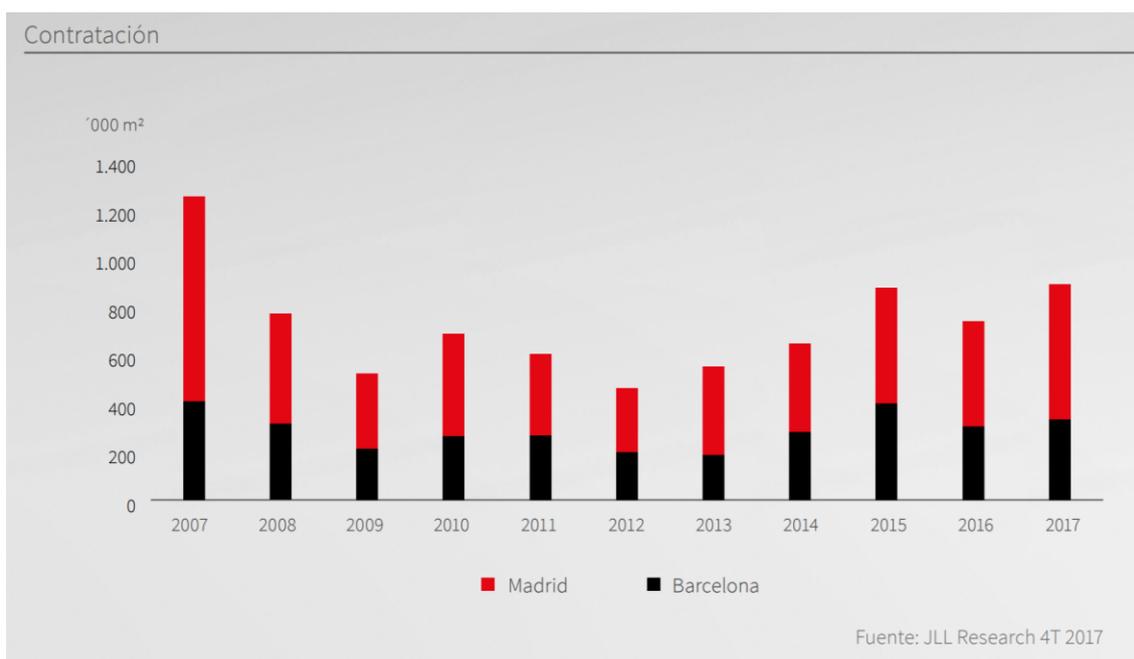
Si nos centramos en el área de las oficinas, que es el que más nos interesa puesto que como hemos visto es donde se sitúan la mayoría de los activos de Merlin Properties podemos apreciar que la dinámica que se sigue es igual al mercado de la vivienda. Aquí encontramos un mercado en alza, sobre todo en los CBD⁴⁸ de nuestro país, que son Barcelona y especialmente Madrid. En Barcelona el crecimiento es más estable y no al alza como ocurre en Madrid, situación que en parte se debe a la difícil situación que afronta la ciudad con un proceso secesionista en donde está perdiendo muchos inversores por el riesgo que ello implica. Este año ha sido un año en el cual la superficie de oficinas contratadas ha superado los 892.000m², según John Lang Lasalle Research, siendo por tanto un dato que, aunque similar a 2015, es el más alto desde 2007.

⁴⁷ Idealista News, Estadísticas: evolución del precio de la vivienda de segunda mano en España.

<https://www.idealista.com/news/estadisticas/indicevivienda#precio>

⁴⁸ Central Business District.

Tabla 4: Superficie de oficinas contratadas en los CBDs de Madrid y Barcelona



Fuente: Jones Lang Lasalle. Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución.

En ambos CBDs encontramos diferencias significativas. En primer lugar, en Madrid las operaciones de contratación se concentran en su mayoría (82%) en la periferia y en el centro financiero de la ciudad, que correspondería a las zonas alrededor del Paseo de la Castellana, especialmente las cercanas a Torre Picasso o al puente de Juan Bravo. En cambio, en Barcelona las Nuevas áreas de negocio tienen la repercusión que no tienen en Madrid, con un 45% de la absorción de espacios de oficinas⁴⁹.

Las operaciones de gran tamaño (más de 3.500m²), de las cuales Merlin Properties posee un alto porcentaje en su portfolio han incrementado notablemente. En concreto, respecto a 2016, un 112% en Barcelona llegando de este modo hasta las 17 operaciones, y un 48% más en Madrid llegando hasta las 37 operaciones. Sin embargo, la mayor operación del año si ha sido cerrada en la ciudad condal; se trata de una transacción de más de 11.800m² en la Torre Esteve por parte de Laboratorios Esteve, según expone John Lang Lasalle Research en la página 12 del informe sobre el mercado de oficinas: “Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución”.

⁴⁹ Jones Lang Lasalle., Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución., 2018.

Aunque más de la mitad de las transacciones realizadas son de oficinas con superficie inferior a 500m², vemos que parece haber una tendencia, respecto a años anteriores, de incremento de grandes transacciones. Puede ser un factor debido al auge de los espacios de coworking, que al igual que en otras ciudades europeas están abriendo centros que requieren grandes superficies. Un claro ejemplo de estas empresas podría ser WEwork, que lleva adquiridos más de 36.000m² entre Madrid y Barcelona.⁵⁰

En este estudio dan su opinión sobre el mercado del que son asesores inmobiliarios. Creen que va a seguir siendo un mercado creciente, pero no con la intensidad que lo ha hecho este año, es por eso que Merlin Properties, si JLL Research acierta en sus pronósticos, seguirá realizando revalorizaciones positivas de sus inversiones inmobiliarias.

3.3.4 Análisis de los nuevos activos de Merlin Properties y comparación de métodos

Merlin Properties ha adquirido durante el ejercicio de 2017 inversiones inmobiliarias por valor de 453.166.000€, distribuidas según las siguientes áreas:⁵¹

-Oficinas: 96.312.000€ relativas a la combinación de negocios y 146.111.000€ referentes a adquisiciones, siendo un total de inversiones inmobiliarias en oficinas de 242.423.000€

-Logística: 87.303.000€

-Centros comerciales: 42.148€

El resto de los importes para completar el total de 453.166.000€ en inversiones inmobiliarias corresponde a mejoras de los activos ya adquiridos anteriormente, que tienen un valor de 81.291.000€⁵².

⁵⁰ Jones Lang Lasalle Research. Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución., 2017.

⁵¹ Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, pp. 46-52. Y Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Informe corto. Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo., 2017.

⁵² Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Nota 9 de la memoria consolidada., 2017, pp. 46-52. Y Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., Informe corto. Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo., 2017.

Esta valoración, en aplicación de la norma internacional de contabilidad 40, referente a la valoración de inversiones inmobiliarias, es mediante el método de coste, ya que la valoración inicial de las inversiones inmobiliarias debe hacerse a coste de adquisición. La valoración posterior tendrá lugar a cierre del ejercicio de 2018, y se hará a través del método de valor razonable, en aplicación de la norma internacional de contabilidad 40, relativa a la valoración de las inversiones inmobiliarias. Esta norma deja la elección a la sociedad de tanto el método del coste como del método del valor razonable para la valoración posterior de estas inversiones inmobiliarias, siendo la opción elegida por Merlin Properties la del método del valor razonable.

En este apartado analizaremos mediante el método del valor razonable (precio efectivo al que podría darse salida a los activos en condiciones normales de mercado) los nuevos activos que han sido inicialmente valorados por el método del coste, y que tienen el valor expuesto anteriormente, para ver cuáles son las diferencias de valoración entre ambos métodos.

El activo más relevante adquirido es la Torre Glories situada en Barcelona, cuyo precio de adquisición es de 142 millones (por tanto, representa más de la mitad de las inversiones realizadas en oficinas durante el año 2017, y más de un cuarto del total de inversiones inmobiliarias realizadas durante el ejercicio).

La Torre Glories se encuentra situada en pleno CBD de Barcelona, al estar situada en la Avinguda Diagonal, concretamente en el número 211, código postal 08018. Para valorar este activo por su valor razonable hemos tratado de seguir las pautas y guías que la norma internacional de contabilidad 40 nos ha dado: “La mejor evidencia de un valor razonable se obtiene, normalmente, de los precios actuales en un mercado activo para inmuebles similares en la misma localidad y condiciones, sobre los que puedan realizarse los mismos o parecidos contratos, ya sean de arrendamiento u otros relacionados con esas propiedades”⁵³.

Para ello nos hemos valido de los datos proporcionados por idealista.com, el mayor portal inmobiliario de España para encontrar inmuebles de similares características y en la misma localidad. El barrio o zona específico en el que se encuentra es Sant Martí, cuyo precio de compra para oficinas es 1.910€/m². La superficie total construida de la

⁵³ Norma Internacional de Contabilidad número 40., 2000, p. 8.

Torre Glories es de 51.486m², por lo que el precio de mercado sitúa esta operación inmobiliaria con un valor de 98.338.260€.

Anteriormente hemos detallado lo que significa el valor razonable, que es el precio que se paga por un bien en condiciones normales de mercado. Ese precio se puede medir de varias formas, que vienen expresadas en las NIC de forma jerarquizada⁵⁴, siendo una de ellas es la que acabamos de realizar. La forma más usada para llegar al valor razonable es la de comparación de transacciones similares, pero por las cualidades que posee este activo estratégico y por la zona en la que está vemos que es un activo singular, que no puede ser valorado de este modo.

Otra forma de valoración para llegar al valor razonable es aquella basada en los flujos de caja que obtiene Merlin como arrendador. Estos términos deberán ser una vez más los establecidos por el mercado en condiciones normales, sin atender a si el activo es singular, como claramente es el caso.

El precio medio por metro cuadrado de alquiler mensual en la zona de Sant Martí es de 14,63€/ m², según datos de idealista.com, el mayor portal inmobiliario de España. Esta cantidad sube a 16,78€/ m² cuando se tratan de oficinas de más de 1.000 m² como es el caso. La superficie total construida de la Torre Glories es de 51.486m², por lo que el precio de mercado situaría el alquiler mensual de la misma en 863.935,08€, que al año es una cantidad de 10.367.221€. La rentabilidad bruta media de las oficinas de Merlin Properties, según los datos discutidos previamente y obtenidos de su informe de gestión consolidado de 2017, página 43, es de 4,1%, por lo que dejaría una valoración del activo de 252.859.049€, a lo cual debemos aplicar un descuento, ya que el ratio de ocupación de sus oficinas no es del 100%, si no del 88%. Tras aplicar el descuento la valoración final a valor razonable, utilizando para ello los flujos de caja que obtiene la inversión, es de 222.515.963€⁵⁵.

⁵⁴ *Vid.*, epígrafe 2.4.2.

⁵⁵ Los precios y datos sobre los metros cuadrados y su valoración en determinadas zonas han sido obtenidos de la base de datos del portal inmobiliario Idealista.

Si hubiéramos utilizado el precio medio de la zona (14,63€/ m²) en lugar del precio medio de la zona para oficinas con superficie superior a los 1.000m² (16,78€/ m²) la valoración final hubiera quedado en 194.005.276€.⁵⁶

Es muy resaltable lo que puede variar una valoración según el método que se use y según los precios que se tomen, por lo que el método del valor razonable no deja de ser un intento de llegar a la imagen fiel de la mejor manera posible, aunque sin la certeza de si se va a conseguir. Constituyendo una alternativa más realista al método del coste, pero rebajando el conservadurismo y la prudencia propios de este método. Viéndonos por tanto ante el dilema de elegir entre relevancia o fiabilidad como expresan algunos autores (Bushman y Smith, 2001; Scott, 2008; Laux y Leuz, 2009).

Hay que tener mucho cuidado en las valoraciones, que como hemos visto son realmente dispares y utilizar el principio de prudencia y el método de valoración del coste en los casos en los que no sea posible, por la singularidad del activo, llegar al verdadero valor razonable de la inversión inmobiliaria. Así lo expresa la norma internacional de contabilidad 40: "... en casos excepcionales, cuando la entidad adquiriera por primera vez una inversión inmobiliaria (o cuando un inmueble existente se convierte por primera vez en inversión inmobiliaria después de terminarse la construcción o desarrollo, o después de un cambio en su uso) puede existir clara evidencia de que la entidad no va a poder determinar, de forma fiable y continua, el valor razonable de la inversión inmobiliaria. Esto surge cuando, y sólo cuando, no sean frecuentes las transacciones similares en el mercado, y no se pueda disponer de otras formas de estimar el valor razonable (por ejemplo, a partir de las proyecciones de flujos de caja descontados). En dichos casos, la entidad valorará la inversión inmobiliaria aplicando el modelo del coste previsto en la NIC 16 Inmovilizado material...".

Otras de las adquisiciones de Merlin Properties detalladas en la memoria son: la adquisición de cuatro naves logísticas en Cabanillas (Guadalajara) por un importe de 62 millones de euros, y la adquisición de varios locales comerciales en centros comerciales por importe de 42 millones. Sin embargo, no viene detallado en la memoria ni la

⁵⁶ Los precios y datos sobre los metros cuadrados y su valoración en determinadas zonas han sido obtenidos de la base de datos del portal inmobiliario Idealista.

localización exacta de los locales ni los metros cuadrados de superficie que tienen por lo que llegar al valor razonable de estos activos sería realizar meras conjeturas.

4. CONCLUSIONES

La valoración inicial de las inversiones inmobiliarias se realiza obligatoriamente mediante el método del coste, que es el coste de la transacción, incluyendo, además, los gastos asociados a la misma. Esto puede ser el coste de producción o, más comúnmente en el caso de Merlin Properties, el coste de adquisición (que en palabras de la NIC 40, párrafo 21 comprende: “su precio de compra y cualquier desembolso directamente atribuible.”)

La valoración posterior de las inversiones inmobiliarias se puede realizar, alternativamente, mediante el método del coste o el método del valor razonable (ambos definidos previamente). La elección es libre y lleva consigo diferencias de valoración contable.

El método del coste demuestra una mayor prudencia, sin embargo, el método del valor razonable se adecua más a la realidad dinámica de las inversiones inmobiliarias. Es importante decidir, por tanto, en una realidad tan cambiante como la del mercado inmobiliario cual de las dos formas aplicaremos contablemente.

Esta valoración posterior de las inversiones inmobiliarias se hace de especial relevancia al hablar de SOCIMIs, ya que se trata de la actividad económica de estas sociedades y representa el grueso de su activo (en el caso de Merlin Properties el valor de las inversiones inmobiliarias corresponde a 10.352.415.000€, siendo el valor conjunto del activo corriente y no corriente 12.005.039.000€).

El método del coste es muy estático, y aunque prudente no hace reflejo de la imagen fiel, al no variar la valoración salvo con amortizaciones y deterioros (nunca revalorizaciones). Tampoco es perfecto el método del valor razonable, ya que, aunque la tasación sea realizada por prestigiosas entidades como CBRE o Savills, no deja de ser muy dependiente de la situación del mercado inmobiliario, a la par que posee dotes subjetivos. En la memoria, además, hemos podido apreciar, en su análisis de sensibilidad lo mucho que pueden variar las valoraciones con el sólo hecho de que haya una variación de un cuarto de punto en las tasas de rentabilidad exigidas (en torno a 500 millones de euros tanto en el activo total, como en el resultado consolidado).

Es el método de valor razonable un método peligroso por tanto que puede dar lugar a un mal reflejo de la imagen fiel si el mercado inmobiliario se encuentra en un alza o baja injustificada o si hay un mínimo error de valoración, por lo que es preciso ser cauteloso en la valoración, aplicando así, en lo posible, el principio de prudencia contable.

Ambos métodos difieren, pero a la vez se complementan y que debería hacerse una valoración de ambas formas, exponiendo en la memoria la que no sea aplicable contablemente en el balance y demás documentos contables.

Cobra especial relevancia, de igual modo, la correcta averiguación del valor razonable, ya que este es entendido y calculado de diversas formas. En las definiciones previas de la NIC 40 encontramos la siguiente definición de valor razonable: “es el importe por el cual un activo puede ser intercambiado entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua”.

Con el objetivo de observar las diferencias de valoración de uno y otro método, se ha llevado a cabo un análisis del edificio Torre Glories, en Barcelona, que ha sido recientemente adquirido por Merlin properties por 142 millones de euros. Tal cantidad corresponde a la valoración inicial (aplicación del método del coste), y debe ser comparada con el valor razonable (correspondería a la valoración posterior). Para el cálculo de este hemos acudido a diversas formas. En primer lugar, fue usada una valoración del metro cuadrado y se calculó su precio de mercado o valor razonable, que resulto inferior al pagado, y en segundo lugar realizamos una simplificada aplicación del método de actualización de rentas o descuento de flujos de caja para llegar al valor razonable. Esto dio lugar a una valoración del activo muy superior al precio pagado por él.

Esa diversidad de valoraciones, cuando intentamos hallar el valor razonable, es algo a lo que tienen que hacer frente durante el día a día las empresas que se dedican a la tasación de inmuebles, utilizando además otras técnicas o métodos como puede ser el de transacciones comparables (en el caso de la Torre Glories no hemos creído que haya un activo con las mismas singularidades por la amplia superficie de oficinas que posee y por su localización). Así pues, este análisis nos deja con una sensación de dependencia en el mercado inmobiliario, como es obvio, y lo que es aún más importante: una sensación de

dificultad de valoración de ciertos activos por su singularidad, y que necesitan de un análisis con muchas hipótesis.

Tras el estudio empírico realizado llegamos a la conclusión de que hay numerosas dificultades a las que estas empresas tienen que hacer frente para llegar a una correcta valoración del valor razonable, ya que se llega a un valor u otro dependiendo del método por el que intentemos hallar el valor razonable, como se desprende del estudio empírico. Esa incertidumbre, unida a la nota de sensibilidad nos hacen ser cautelosos a la hora de declarar que el método del valor razonable es el mejor método, pudiendo establecer, más acertadamente, que es el menos malo de los dos métodos.

Nos encontramos ante dos métodos que no son perfectos, y uno de ellos puede, además, ser obtenido de diversas maneras. Apreciamos, a modo de conclusión, una dificultad de valoración de las inversiones inmobiliarias y la necesidad de proveer con información al inversor de estas sociedades, que por otro lado es una de las obligaciones previstas en la Ley 11/2009. Para cumplir con esta obligación debería ser obligatorio no sólo detallar como se ha calculado el valor razonable (Merlin Properties, en su página web publica los informes de valoración de cartera de patrimonio y suelo que realizan Savills y CBRE), si no realizar también la valoración posterior de las inversiones inmobiliarias de por el método del coste, incluyendo dicha valoración en una nota técnica de la memoria, permitiendo así, que el inversor llegue a un mayor conocimiento de la realidad empresarial y del reflejo de la imagen fiel del patrimonio.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Adams, A. y Venmore-Rowland, P., 1989 “Property share valuation”, *Journal of Property Valuation*, 8 (2), 127-142.
- Aguirre Newman., *Mercado Inmobiliario Español. resumen de situación y previsiones.*, 2017.
- Aldrich, K., *Real Estate Investment Trust: An Overview.*, 1972, *Bussines Lawyer*, vol. 27 pp. 1165-1176.
- Amat, O., Blake, J., y Oliveras, E., *Reflexiones en torno al contenido de la imagen fiel.*, 1997, *Técnica Contable*, nº 578, pp.81-90.
- Bada Olarán, M.C., *Valor razonable, valor de revalorización y coste en la valoración de los inmuebles.*, 2016, pp. 35-49.
- Ballester Sierra, A., *El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A.*, 2014.
- Baron, M., *The Tax Status of Real Estate Invetment Trusts. A Reassessment.*, 1973, *Columbia Journal of Lwa and Social Problems*, vol 9. pp. 166-196.
- Barth, M.E., Beaver, W., y Landsman, W., *Value-relevance of banks ‘fair value disclosures under SFAS nº 107.*, 1996., *The Accounting Review*, 71 (4), 513-537.
- Barth, M.E., *Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks.*, 1994., *The Accounting Review*, 69 (1), 1-25.
- Barth, M.E., y Clinch, G., *Revalued financial, tangible and intangible assets: associations with share prices and non-market based estimates.*, 1998., *Journal of Accounting Research*, 36 (3), 119-233.
- Beuselinck, C., Joos, P., Khurana, I., y Van der Meulen, S., *Mandatory IFRS Reporting and Stock Price Informativeness.*, 2009., *Working paper*, Tilburg University and University of Missouri at Columbia.
- Blanco, R y Sánchez, A., 2013 “Un nuevo horizonte para las SOCIMIs”, *Bolsas y Mercados*.
- Block, R., *Investing in REITS: Real Estate Investment Trusts.*, 2006, Bloomberg.

- Brown, D., Liquidity and Liquidation: evidence from Real Estate Investment Trusts., 1998, University of Florida, Department of Finance.
- BME, 2016 “Informe Mercado 2016. Balance de actividad de los Mercados de Valores en España.
- BOE., Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario., 2009, BOE núm. 259.
- BOE., Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad., 2007, Suplemento del BOE núm. 278.
- Bond, S. y Shilling, J. 2004 “An evaluation of property Company discounts in Europe”, European Public Real Estate Association Research Paper, 1-22.
- Bushman, R., y Smith, A., Financial accounting information and corporate governance., 2001., Journal of Accounting and Economics, 32 (1-3), 237-333.
- CBRE, 2016 “Spain Real Estate Market Outlook 2016”.
- Cañibano, L., El concepto de imagen fiel y su aplicación en España, 2006,
- Cañibano, L. y Mora, A., Características cualitativas de la información financiera., 2000, El marco conceptual para la información financiera: análisis y comentarios. AECA, Madrid, pp. 130-159.
- Comisión Europea., Examen de la conformidad entre las NIC 1 a NIC 41 y las directivas contables europeas”, 2011. http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/market-2001-6926/6926_es.pdf
- Christensen, H.B., y Nikolaev, V.V., Does fair value accounting for nonfinancial assets pass the market test?., 2013., Review of Accounting Studies, 18, 734-775.
- Danbolt, J., y Rees, W., An experiment in fair value accounting: UK investment vehicle., 2008., European Accounting Review, 17(2), 271-303.
- Dos Santos, A. y Guevara, I., La contabilidad creativa y la responsabilidad de los auditores., 2003, Revista Legis del Contador, n.º 16., oct.-dic., pp. 11-37.
- Dechow, P. M., Myers, L.A., y Shakespeare, C., Fair value accounting and gains from asset securitizations: a convenient earnings management tool with compensation side-benefits., 2010., Journal of Accounting and Economics, 49, 2–25.

- Eccher, E.A., Ramesh, K., y Thiagarajan, S.R., Fair value disclosures by bank holdings companies., 1996., Journal of Accounting and Economics, 22, 79-117.
- Eichholtz, P y Kok, N., The EU REIT and the market for real estate., 2007.
- Elvira, O. y Amat, O., Manipulación contable: tipología y prácticas utilizadas., 2007, Revista Internacional Legis de Contabilidad y Auditoría, n.º 31., jul-sep., pp. 11 a 44.
- EPRA (2017). EPRA Total Markets Table June 2017, pp. 5-16.
- EPRA. (2011). Best Practices Recommendation.
- EPRA. (2017). Global REIT Survey 2017.
- EPRA. (2017). Monthly Statistical Bulletin April 2017.
- European Central Bank. (August 2017). Monthly Bulletin.
- FASB-IASB., Norwalk Agreement., 2001. <http://www.fasb.org/news/memorandum.pdf>
- Fernández Gimeno, J., Llovera Sáez, F., y Roig Hernando, J., Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI. Intangible Capital., 2012, vol. 8(2), pp. 308-363.
- Fernández, L., y Serrano de Haro, P., The REIT tool for revitalising Spanish real estate., 2014, EPRA News, número 47, pp. 14-17.
- Fernández, N. y Romero, M., 2016 “Las SOCIMIs y el mercado inmobiliario”, Informe de Afi Analistas Financieros Internacionales.
- Flower, J., European Financial Reporting: Adapting to a changing world., 2004, Palgrave MacMillan.
- Fortis, I., y García, I., La contabilidad según valor razonable., 2006.
- Franco Ruiz, R. Hacia un modelo de contabilidad integral., 2003, Revista Internacional Legis de Contabilidad y Auditoría, jul.-sep., Legis Editores, pp. 113- 155.
- Gallimore, P. y Gray, A., 2002 “The role of investor sentiment in property investment decisions”, Journal of Property Research, 19 (20002), 111-120.
- García Garnica, M y Rojo Alvarez-Manzaneda, R., Las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario – comentarios a la Ley., 2009, pp. 489-501.

- García Lara, J., García Osma, B., y Penalva Acedo, F., Conservadurismo contable y gobierno corporativo., 2005, Premio Carlos Cubillo Valverde para trabajos cortos de investigación en contabilidad. VIII Ed. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
- García Lara, J., García Osma, B., y F. Penalva., Accounting Conservatism and Corporate Governance, Review of Accounting Studies, forthcoming., 2007.
- García, R. y Pascual de Blas, M., 2010 “Valoración de Inmuebles en el nuevo marco legal”, Directivos Construcción, marzo, 34-39.
- Gordon, M., New push against accounting rule stirs in congress., 2009., Associated Press.
- Harris, T., y Ohlson, J., “Accounting disclosures and the market’s valuation of oil and gas properties”., 1987., The Accounting Review, 62, pp. 651-670.
- Hatemi-J, A., y Roca, E., How Globally Contagious Was the Recent US Real Estate Market Crisis? Evidence Based on a New Contagion Test., 2011, Economic Modelling, vol 28(6), pp. 2560–2565.
- Idealista News, Estadísticas: evolución del precio de la vivienda de segunda mano en España. <https://www.idealista.com/news/estadisticas/indicevivienda#precio>
- Idealista.com <https://www.idealista.com/>
- Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)., Armonización Contable. Antecedentes del derecho contable español. La reforma de 1989 y la Transposición de las directivas contables., 2011. <http://www.icac.meh.es/>
- Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)., Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma., Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España., 2002.
- Íñiguez, R., Poveda, F., y Vázquez, P.J., Evolución del conservadurismo de balance con la implantación de las Normas Internacionales de Información Financiera: aplicación al caso de España., 2013., Revista Española de Financiación y Contabilidad, 42 (160), 453-486.
- Jones Lang Lasalle., Oficinas. Las claves de un mercado en constante evolución., 2018.
- Laínez, J., Manual de contabilidad internacional. 2001, Ediciones Pirámide.
- Laux, C., y Leuz, C., The crisis of fair value accounting: making sense of the recent debate., 2009., Accounting, Organization and Society, 34, 826-834.

- Lee, N., Sing, T., Tran, D., 2013 “REIT share Price and NAV deviations: Noise or sentiment”, *International Real Estate Review*, 16 (1), 28-47.
- McCall, J., *A primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basis of REITS.*, 2001, *Tennessee Journal of Business Law*, vol. 2, pp. 1-24.
- Mejía, J., *La crisis de la prudencia en la convergencia contable internacional*, 2011, pp. 10-16.
- Mendiluce, E., *El mercado inmobiliario español: Propuesta de implantación de un régimen REIT.*, 2005, ESADE. Universitat Ramon Llull, Departamento de Control y Dirección Financiera.
- Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2017 y nota 9 de la memoria consolidada.*, 2017.
- Merlin Properties SOCIMI, S.A. y Sociedades Dependientes., *Informe corto. Valoración de Cartera de Patrimonio y Suelo.*, 2017.
- Molina, H., Ramírez J., y de Vicente, M., *Inversiones inmobiliarias: la elección contable valor razonable vs. coste en los grupos cotizados españoles.*, 2010., *Cuadernos de Contabilidad*, 14 (34), 25-51.
- Monclús Guitart, R. y Otros., *La armonización contable en la Unión Europea. Especial referencia al caso español.*, 2008, *Revista Internacional Legis de Contabilidad y Auditoría*, 34. abr.-jun., Legis Editores.
- Morales Caparrós, M.J. y Bentabol Manzanares, M.A., *La valoración del inmovilizado material en las NIC.*, *Partida Doble*, núm. 154., 2004, pp. 48-71.
- Muller, K., Riedl, E., y Sellhorn., *Causes and consequences of choosing historical cost versus fair value.*, 2008., Working paper, Pennsylvania State University and Harvard Business School.
- Naredo, J., *La cara oculta de la crisis. El fin del boom inmobiliario y sus consecuencias.*, 2009. *Revista de Economía Crítica*, pp. 313–340.
- Nicholas, A., Bernet, A., Ei-Saden, D., Harroch, A., Schmidt, H y Schmidt, C., *AREit Map.*, 2007, *International Financial Law Review*, vol. 26, pp. 16-19
- Norma Internacional de Contabilidad número 16., 2005.

- Norma Internacional de Contabilidad número 40., 2000.
- Quagli, A., y Avallone, F., Fair value or cost model? Drivers of choice for IAS 40 in the real estate industry., 2010., European Accounting Review, 19 (3), 461-493.
- Rodríguez, P., Contabilidad europea 2005: análisis y aplicación de las NIIF., 2006, McGraw Hill Interamericana de España.
- Rodríguez Pérez, G., y Solà Tey, M., Implicaciones en las magnitudes contables de la valoración a coste histórico vs. valor razonable., 2007., Revista de Contabilidad y Dirección, 4, pp.91-110.
- Roig Hernando, H., 2014 “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, septiembre, 92-107.
- Tinsa (2017). Evolución del precio de la vivienda en España. <https://www.tinsa.es/precio-vivienda/>
- Seidel, C., La valoración de los bienes inmuebles en Alemania. Métodos, transparencia, evolución del mercado inmobiliario, y otros aspectos en estudio., 2006, pp.23-25.
- Túa Pereda, J., El marco conceptual, soporte de las normas internacionales., 2004, Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, n.º 66, Madrid, enero-marzo.
- Utrera, E., SOCIMIS: Fiscalidad a medida para el ladrillo español con "glamour"., enero-febrero 2014, Forbes, pp. 90-93.
- Varios autores., número monográfico sobre la imagen fiel en Europa., 1993., European Accounting Review(EAR), vol.2, n° 1, mayo.
- Vela Bargues, J., La nueva contabilidad de las entidades locales y los principios contables públicos (II): Los principios del documento de la I.G.A.E. y la instrucción de contabilidad para la administración local., 1992.
- Villaró, M., El nuevo régimen fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIS)., enero-febrero 2013, Vía Inmobiliaria vol. 122, pp. 1-3.
- Viñals, J., Improving fair value accounting., 2008., Financial Stability Review, 12, 121-130.

-World Bank Group., Crisis Response. Macro-Prudential Regulation., 2009.
<http://rru.worldbank.org/documents/CrisisResponse/Note6.pdf>

-Zietz, E., Sirsmans, G., y Friday, H., The Environment and Performance of Real Estate Investment Trusts., 2003, Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 9/2, pp. 127-165.

-Zunzunegui, F., ¿Qué es el gobierno corporativo?., 2006, Diario Expansión, 8 de abril, pp. 10, Unidad Editorial Información Económica, S.L.

6. ANEXOS

6.1 Anexo 1: Definición de los principios contables de relevancia en la investigación

Para la elaboración de este trabajo de investigación nos hemos inspirado en los principios contables de imagen fiel y de prudencia. Aunque estos principios no supongan una aportación a los objetivos de nuestro trabajo, han estado presentes a través de numerosas referencias, y han guiado gran parte de nuestra investigación, por lo que es preciso incluir su definición en el anexo.

6.1.1 Definición del principio de imagen fiel

El principio de imagen fiel es el principio contable más importante y sobre el que se sustentan los demás, teniendo especial relevancia para nuestra investigación la búsqueda de este principio, para así determinar cual de los métodos de valoración aplicables es el que debemos utilizar.

6.1.1.1 Concepto y antecedentes

Vamos a basar este trabajo de investigación en dos principios, que son fundamentales para interpretar correctamente la realidad contable, el principio de imagen fiel y el principio de prudencia. Queremos insertarlos, más concretamente, en torno a la valoración de inversiones inmobiliarios, que es el tema sobre el que trata este trabajo de fin de grado, ya que son estos elementos los que representan un mayor porcentaje de los activos de las SOCIMIs.

El principio de imagen fiel en palabras del catedrático de economía financiera y contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid, Leandro Cañibano, es: “el principio fundamental que debe inspirar la preparación de las cuentas anuales de una empresa, con el fin de que dichas cuentas muestren la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la misma.” (Cañibano, 2006). Es de vital importancia este principio ya que da sentido a los demás principios y normas de valoración contable al tratarse más

que de un principio de un objetivo contable: mostrar la verdadera imagen y la realidad contable del patrimonio objeto de análisis.

Este concepto tiene gran arraigo en nuestra legislación, ya que data de 1986, año en el que España paso a formar parte de la Comunidad Económica Europea (actual Unión Europea). A partir de la entrada en la comunidad vimos este concepto incluido en nuestra legislación. La inclusión se hizo de mano de la IV Directiva del Derecho de Sociedades promulgada en 1978. En el artículo 2 de dicha directiva vemos, entre otras, las siguientes referencias:

«3) Las cuentas anuales deberán ofrecer una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, así como de los resultados de la sociedad.»

«4) Cuando la aplicación de la presente Directiva no sea suficiente para ofrecer la imagen fiel mencionada en el apartado 3, deberán facilitarse informaciones complementarias.»

Así pues, el origen de este concepto viene ligado a la regulación europea, en donde vemos que hay directivas posteriores que hacen referencia de nuevo a este principio, entre ellas: las relativas a Cuentas Consolidadas (1983), Cuentas Anuales y Cuentas Consolidadas de bancos y otras entidades financieras (1986) y Cuentas Anuales y Cuentas Consolidadas de las entidades aseguradoras (1991)⁵⁷.

En cuanto a nuestra legislación interna, si atendemos al Código de Comercio (publicado por el real Decreto de 22 de agosto de 1885, y cuya revisión vigente es de 26 de Noviembre de 2017), en el primer artículo de su sección segunda, “De las cuentas anuales” vemos referencias similares, si no idénticas a las de la directiva mencionada anteriormente, que nos hacen una idea de lo importante que es este principio para la valoración contable de las cuentas anuales. Así pues, cito textualmente lo expuesto en el artículo 34 del vigente Código de Comercio:

«2) Las cuentas anuales deben redactarse con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, de conformidad con las disposiciones legales. A tal efecto, en la contabilización de las operaciones se atenderá a su realidad económica y no sólo a su forma jurídica.»

⁵⁷ Cañibano, L., El concepto de imagen fiel y su aplicación en España, 2006, pp. 2-4.

«3) Cuando la aplicación de las disposiciones legales no sea suficiente para mostrar la imagen fiel, se suministrarán en la memoria las informaciones complementarias precisas para alcanzar ese resultado.»

«4) En casos excepcionales, si la aplicación de una disposición legal en materia de contabilidad fuera incompatible con la imagen fiel que deben proporcionar las cuentas anuales, tal disposición no será aplicable. En estos casos, en la memoria deberá señalarse esa falta de aplicación, motivarse suficientemente y explicarse su influencia sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados de la empresa.»

Es conveniente resaltar el apartado 4 del artículo 34, en donde vemos la importancia del principio de imagen fiel. El principio de imagen fiel no es únicamente un principio inspirador y que prevalece sobre las demás normativas contables, sino que, además, como bien expresa el Código de Comercio, prevalecerá ante las disposiciones legales que sean contrarias a este principio, implicándose las mismas si fuesen incompatibles.

Además si atendemos al Plan General Contabilidad publicado en el Boletín Oficial del Estado mediante el Real Decreto 1514/2007, de 16 de Noviembre por el que se aprueba, apreciamos en el marco conceptual de la contabilidad las siguientes palabras: “La aplicación sistemática y regular de los requisitos, principios y criterios contables incluidos en los apartados siguientes deberá conducir a que las cuentas anuales muestren la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa. A tal efecto, en la contabilización de las operaciones se atenderá a su realidad económica y no sólo a su forma jurídica. Cuando se considere que el cumplimiento de los requisitos, principios y criterios contables incluidos en este Plan General de Contabilidad no sea suficiente para mostrar la mencionada imagen fiel, se suministrarán en la memoria las informaciones complementarias precisas para alcanzar este objetivo”⁵⁸.

Cabe resaltar, sin embargo, que los antecedentes históricos de este término que fue asumido por la legislación interna en 1986 y que provenía de la mencionada IV Directiva son de la primera mitad del siglo XX. Fue un término adoptado por Gran Bretaña, que siempre ha sido un país pionero en materia contable, en su Ley de Sociedades de 1947,

⁵⁸ Cañibano, L. y A. Mora (2000) Características cualitativas de la información financiera. En: Tua, J. (Ed.) El marco conceptual para la información financiera: análisis y comentarios. AECA, Madrid, pp. 130-159.

“Companies Act”, concretamente en la sección “Account, directors’ report and audit”, bajo el artículo 12.1:

«For the purposes of subsection (i) of section one hundred and twenty-two of the principal Act (which imposes, on a company the obligation to keep books of account) proper books of account shall not be deemed to be kept with respect to the matters specified in that subsection, if there are not kept such books of account as are necessary to give a true and fair view, of the state of the company's affairs and to explain its transactions. »

En esta primera referencia histórica se plasma la obligación y necesidad de reflejar la imagen fiel del patrimonio y explicar su estado y transacciones. A raíz de ella, y tras la incorporación de Gran Bretaña en la Comunidad Económica Europea se extiende a los demás miembros, pudiendo ver referencias a esta expresión en la mayoría de los códigos mercantiles de los países miembros de la Unión Europea, siendo el caso por ejemplo de Alemania (se incorpora este concepto en 1985, en el artículo 264.2 de su código de comercio) o Francia (aparece reflejado este principio en el artículo 9 de su código de comercio de 1983)⁵⁹.

6.1.1.2 Principio de imagen fiel como instrumento de flexibilidad

En la directiva IV anteriormente mencionada se pretendía una armonización contable europea basada en los principios de equivalencia y comparabilidad. Sin embargo, el principio de imagen fiel presente en esta directiva podía dar lugar a un cierto grado de flexibilización que aleje de la armonización pretendida. Esto se debe a que si las disposiciones legales no son suficientes para reflejar la imagen fiel se debe aportar tal información en la memoria y se debe también a que como excepción en caso de incompatibilidad de una disposición legal con este principio se podrá inaplicar la disposición legal o directiva en cuestión, dejando la pertinente información en la memoria. El problema y por el que podría quedar flexibilizada la armonización contable es que un hecho se puede ver como incompatible en un estado y en otro no.

⁵⁹ Varios autores (1993) Número monográfico sobre la imagen fiel en Europa. European Accounting Review(EAR), vol.2, nº 1, mayo.

En cualquier lugar el fin de la contabilidad debe ser reflejar la imagen fiel y no armonizar, por lo que, pese a que armonizar es sin duda positivo, si es entendible que haya diversos métodos de contabilizar en situaciones excepcionales con el único fin de reflejar la imagen fiel del patrimonio empresarial.

Actualmente, hay dos corrientes sobre la interpretación de este concepto. La primera de ellas es legalista y viene a decir que este principio de imagen fiel es el que debe seguir el legislador al legislar, siendo por tanto unas cuentas que reflejan fielmente la imagen de su patrimonio las que siguen estrictamente las disposiciones legales. Esta corriente la vemos presente en países como Alemania o Francia, y por el otro lado, en Holanda, Reino Unido o Dinamarca vemos una corriente de interpretación más económica, que hay que dar a ver la realidad empresarial, aunque para ello de manera excepcional se inapliquen disposiciones legales. Es esta última la interpretación de este principio que se sigue en nuestro país, por lo que la importancia de el mismo queda más que demostrada.

6.1.2 Definición del principio de prudencia

El principio de prudencia viene definido en la página 15 del plan general de contabilidad, publicado en el Boletín Oficial del Estado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, de la siguiente manera: “Se deberá ser prudente en las estimaciones y valoraciones a realizar en condiciones de incertidumbre. La prudencia no justifica que la valoración de los elementos patrimoniales no responda a la imagen fiel que deben reflejar las cuentas anuales”. Es de especial relevancia la última frase, ya que a la hora de decidir si hay un método mejor que otro no debemos basarnos en la prudencia de estos, si no en el reflejo de la imagen fiel del patrimonio, aunque sin pasar por alto para ello la aplicabilidad de este principio contable.

El principio de prudencia es importante para entender la contabilidad, sin embargo, hoy en día no goza de la aceptación que tenía inicialmente, en donde el conservadurismo y la precaución en el ejercicio de juicios contables era de obligada necesidad”. Un ejemplo de las nuevas posturas puede ser la eliminación del concepto de prudencia del Marco Conceptual para la Información Financiera 2010, y si acudimos a la doctrina vemos varios autores que siguen esa misma línea.

Dos Santos, por ejemplo, cree que debemos avanzar y dejar atrás este concepto conservador, viendo la prudencia contable como un acto de contabilidad creativa “realizadas por parte de un gerente con la finalidad de manipular y obtener un nivel de resultados (ganancias o pérdidas) deseado”, para así, “(...) seleccionar los procedimientos que mejor se adapten a los requerimientos estratégicos de la organización, algunas veces en detrimento de los intereses de los usuarios de la información” (Dos Santos 2003).

Sin embargo, también hay doctrina que cree que sigue siendo fundamental para la valoración de los elementos del activo, como es el caso de Vela BARGUES: “el principio de prudencia presenta una incidencia patrimonial importante, sobre todo en lo que se refiere a la valoración de los elementos del activo” (Vela BARGUES, 1992).

Hay posturas diversas como vemos ante este principio, y eso es debido a la precaución o conservadurismo del que dota a la contabilidad, para defender de este modo el patrimonio de la sociedad. Es un principio que se sitúa en condición de igualdad con los demás principios contables, pero que, sin embargo, en Planes Generales Contables anteriores ha tenido una posición preferente con relación a los demás principios. Esto se ha eliminado, en parte porque como comentaré luego si aplicas el principio de prudencia puedes estar faltando al principio de imagen fiel, que es el fin último que se persigue en contabilidad. Un ejemplo podría ser la contabilización de gastos o ingresos, por prudencia, en un ejercicio cuando en realidad pertenecen a otro. En el caso que nos atañe, de valoración de inversiones financieras puede ser que, en determinados casos, no muestre la imagen fiel del patrimonio⁶⁰.

El principio de prudencia, a lo largo de este trabajo de fin de grado cobrará protagonismo, pero veremos como a veces por su aplicación se puede llegar a una no consecución del reflejo de imagen fiel.

⁶⁰ Mejía, J., La crisis de la prudencia en la convergencia contable internacional, 2011, pp. 10-16.

