



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**ANÁLISIS DE LA RECUPERACIÓN DE
LA CRISIS DEL SECTOR
INMOBILIARIO Y LAS SOCIMI COMO
VEHÍCULO INVERSOR**

Autora: María del Pino López-Herrera
Directora: Doña Marta María Ramos Aguilar

Madrid
Mes y año: Junio 2018

**María del Pino
López-Herrera
Urech**

**ANÁLISIS DE LA RECUPERACIÓN DE LA CRISIS DEL SECTOR
INMOBILIARIO Y LAS SOCIMI COMO VEHÍCULO INVERSOR**



INDICE

Resumen	6
Abstract.....	6
1. Introducción.....	8
1.1 Objetivos.....	8
1.2 Justificación de la selección de tema.....	8
1.3 Estructura y Metodología	9
1.4 Abreviaturas y términos relevantes	10
2. La crisis del sector inmobiliario en España	12
2.1 Sector inmobiliario en España.....	12
2.2 Factores detonantes de la crisis.....	13
2.3 Consecuencias de la burbuja inmobiliaria	15
2.4 Medidas tomadas a favor de la recuperación de la crisis.....	16
2.4.1 Medidas tomadas por el Gobierno español	17
2.4.2 La intervención europea	19
2.5 El milagro español.....	23
3. La recuperación de la crisis inmobiliaria.....	24
3.1 La economía española después de la crisis	24
3.1.1 En el año 2016	24
3.1.2 En el año 2017	25
3.2 Principales indicadores económicos españoles	26
3.3 Expectativas del mercado inmobiliario	27
3.3.1 Oficinas	28
3.3.2 Retail	29
3.3.3 Logístico.....	29
3.3.4 Residencial.....	30
3.4 Inversión en el sector inmobiliario español	31
3.4.1 Inversión sectorial	31
3.4.2 Inversión Internacional	34
3.4.3 Vehículos de inversión en el sector inmobiliario.....	35
4. SOCIMI como vehículo inversor	40
4.1 Análisis de Axiare, Merlin, Lar e Hispania	40
4.1.1 Descripción.....	40
4.1.2 Capitalización Bursátil	43
4.1.3 Patrimonio inmobiliario.....	47
4.1.4 Evolución de la acción.....	51
4.2 SOCIMI como vehículo inversor	54
4.2.2 Operaciones relevantes	54
5. Conclusiones.....	57
6. Bibliografía	60

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1:	Línea del tiempo de la reestructuración del sector bancario.....	21
Gráfico 2:	Principales indicadores económicos del mercado de inversiones en España	26
Gráfico 3:	Variaciones y previsiones de la renta en el sector de oficinas.....	28
Gráfico 4:	Volumen de inversión en España.....	31
Gráfico 5:	Volumen de inversión por tipo de inversor en el 2016.....	35
Gráfico 6:	Diversificación de la cartera de Merlin Properties.....	42
Gráfico 7:	Diversificación de la cartera de Hispania.....	43
Gráfico 8:	Diversificación de la cartera de Axiare Patrimonio	44
Gráfico 9:	Diversificación de la cartera de Lar España.....	45
Gráfico 10:	Diversificación de la cartera de Merlin Properties.....	46
Gráfico 11:	Diversificación de la cartera de Hispania Activos Inmobiliarios.....	47
Gráfico 12:	Diversificación de la cartera de Axiare Patrimonio.....	48
Gráfico 13:	Diversificación de la cartera de Lar España.....	49
Gráfico 14:	Evolución de las cotizaciones de las SOCIMI.....	51

Resumen

Este trabajo de fin de grado se basa en el análisis de la recuperación de la crisis inmobiliaria en España y el análisis del papel de las cuatro SOCIMI más relevantes en el mercado continuo después de la crisis. La crisis afectó drásticamente tanto a la economía española como al sector inmobiliario español por lo que este trabajo expone en detalle las causas y las consecuencias la crisis, así como las intervenciones realizadas por parte del Gobierno Español y la Unión Europa para ayudar en la recuperación. A parte de las ayudas gubernamentales, también se analizan los nuevos vehículos de inversión que aparecieron en el mercado inmobiliario en 2014, y en detalle a las SOCIMI, que también tuvieron un papel fundamental en la recuperación. Se puede afirmar que estas sociedades han experimentado unos crecimientos muy elevados desde su aparición al entrar en el mercado en el momento idóneo ya que los precios rozaban mínimos históricos. Tras la investigación se concluye que las SOCIMI han impulsado la recuperación de la crisis inmobiliaria, atrayendo inversión extranjera a España y fomentando la inversión nacional y que actualmente, son el vehículo de inversión más atractivo del sector inmobiliario español.

Palabras claves: Sector inmobiliario, crisis económica, economía española, burbuja inmobiliaria, SOCIMI, recuperación, inversión, vehículo de inversión, sectores, crecimiento.

Abstract

This thesis is based on the analysis of the recovery of the Real Estate crisis in Spain and the study of the role that the four most relevant SOCIMI played in the continuous market on the Spanish post-crisis scenario. The crisis affected drastically both the Spanish economy and Spanish Real Estate sector. Therefore, this investigation explains in detail the causes and the consequences of the crisis as well as the interventions made by the Spanish Government and the European Union to help Spain throughout the recovery. Besides government aid, the SOCIMI (type of REIT), the new investment vehicles that appeared in the Real Estate market in 2014 played an important role in the recovery. It can be said, that these REIT have experienced very extensive growths these past few years. They emerged into the stock exchange, when the prices of the Real Estate assets were staggeringly low, so their yield after the strong recovery was higher. After this investigation, it is concluded that the REIT have promoted the recovery of the Real Estate crisis attracting foreign investment to Spain and fomenting the nation investment

and that nowadays, they are the most attractive investment of the Real Estate sector Spanish.

Key Words: Real estate industry, spanish economy, economic crisis, housing bubble, SOCIMI, recovery, investment, investment vehicle, sectors, growth.

1. Introducción

La crisis económica del 2008 afectó seriamente a España y específicamente al sector inmobiliario español. Sin embargo, a lo largo de estos años hemos vivido una tremenda recuperación económica y del sector inmobiliario, que actualmente es uno de los sectores con mayor potencial de crecimiento del país. Esta recuperación, en parte ha sido debida a la aparición de las SOCIMI en el mercado inmobiliario español, que han atraído a un gran número de inversiones tanto nacionales como internacionales.

1.1 Objetivos

Este trabajo de investigación consiste en examinar detalladamente las causas y las consecuencias de la crisis económica en España del 2008 para analizar el rol del sector inmobiliario español en su recuperación. Por lo tanto, se estudiará los principales factores que han ayudado a la recuperación de la crisis y al levantamiento del sector del ladrillo tras la severa caída que sufrió. Estos factores incluyen tanto las intervenciones del Gobierno Español y de la Unión Europea como la inversión extranjera y los vehículos de inversión inmobiliarios. Se destacará como principal vehículo de inversión a las SOCIMI, y se analizará en detalle su papel en la última década durante y post crisis inmobiliaria. Por lo tanto, el objetivo de este trabajo de investigación es analizar en detalle a las SOCIMI, concretamente a las cuatro SOCIMI que cotizan en el mercado continuo: Hispania, Lar, Axiare y Merlin Properties; para demostrar por qué estos vehículos de inversión son en la actualidad los más atractivos del sector inmobiliario y los que cuentan con mayor potencial de crecimiento y de rentabilidad.

1.2 Justificación de la selección de tema

El sector inmobiliario siempre ha sido un tema que me ha causado muchas inquietudes, desde que explotó la burbuja inmobiliaria. La elección de este tema ha sido principalmente desde mis practicas realizadas el año pasado en CBRE Londres, la mayor consultora inmobiliaria del mundo hoy en día. Realicé mis practicas, en el departamento de *Project Management* en el que estuve involucrada en varios proyectos relacionados con SOCIMI. Estos proyectos fueron los que más me atrajeron, y por eso decidí investigar

más en profundidad sobre el tema. Pero antes de hablar sobre el mercado de SOCIMI que es muy actual, era necesario saber como surgió esta crisis y como fue su recuperación, ya que las sociedades, aprovecharon el momento *post-crisis* para invertir en el sector, esperando que esté volviera a crecer.

1.3 Estructura y Metodología

Para poder lograr los objetivos, de este trabajo de investigación, se llevará a cabo la siguiente metodología: se utilizará un razonamiento deductivo, en el que se basará de ideas generales sobre el tema y se acabará llegando a conclusiones específicas. Esta investigación estará soportada por una extensa bibliografía y un análisis de datos concretos sobre los diferentes apartados. La estructura del trabajo consta de cinco capítulos y estos son los siguientes:

- En el capítulo 1, se introducirá los objetivos de este proyecto, la justificación del tema, la estructura y la metodología y las abreviaturas y términos relevantes expuestos durante el trabajo.
- En segundo lugar, se examinará la crisis inmobiliaria española de manera precisa y se incluirá una definición del sector inmobiliario en España, un desarrollo de los factores detonantes de la crisis, las consecuencias de la burbuja inmobiliaria, las medidas tomadas a favor de la recuperación y el milagro español de esta recuperación.
- En el tercer capítulo, se abarcará la recuperación de la crisis inmobiliaria en el que se reúne un estudio de los temas principales; la situación de la economía española después de la crisis, los principales indicadores económicos españoles, las perspectivas del mercado inmobiliario y los diferentes tipos de inversión en el sector.
- En el cuarto capítulo, se analizará cuatro de las SOCIMI más importantes del sector inmobiliario: Merlin Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Axiare Patrimonio y Lar España. Se comparará la capitalización bursátil, sus carteras de activos inmobiliarios y la evolución de cada cotización desde su salida a bolsa. El capítulo

terminará con las operaciones más relevantes que están ocurriendo en la industria de las SOCIMI y con el por qué son buenos vehículos de inversión.

- Por último, en el capítulo 5 se presentarán las conclusiones sacadas a lo largo de este trabajo de investigación.

1. 4 Abreviaturas y términos relevantes

SOCIMI	Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria
REIT	Real Estate Investment Trust
EFSF	European Financial Stability Fund
BCE	Banco Central Europeo
ESM	European Stability Mechanism
MoU	Memorandum of Understanding
EDP	Procedimiento de Déficit Excesivo
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
UE	Unión Europea
LTROS	Long Term Refinancing-Operations
FDI	Foreign Direct Investment
INE	Instituto Nacional de Estadísticas
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
LEED	Leadership in Energy and Environmental Design
PIB	Producto Interior Bruto
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
FII	Fondo de Inversión Internacional
SII	Sociedades de Inversión Internacional
EPRA NAV	European Public Real Estate Association Net Asset Value

CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
OPA	Operación Pública de Adquisición
CBD	Central Business District Governmental

2. La crisis del sector inmobiliario en España

2.1 Sector inmobiliario en España

Una de las definiciones con la que se puede explicar el término inmobiliario es: «Empresa o sociedad que se dedica a construir, arrendar, vender y administrar viviendas» (Real Academia Española, 2018). Es decir, se utiliza para identificar bienes tangibles de tierra, edificios y el conjunto de derechos asociados con el uso y la posesión de inmuebles. Por lo tanto, el sector inmobiliario abarca las actividades relacionadas con las operaciones de adquisición y pertenencia de estos bienes físicos. En el sector inmobiliario existen diferentes tipos de operaciones, en diferentes sectores que pueden abarcar desde la adquisición de un terreno, la edificación y la remodelación hasta la comercialización del inmueble. A diferencia de la creencia extendida que asocia al sector inmobiliario únicamente a la residencia personal, existen más segmentos de gran importancia. Éstos son: el sector comercial, el sector residencial y el sector industrial.

- El sector comercial engloba los bienes inmuebles usados para objetivos de negocio y los más comunes son: oficinas, hoteles y *retail* (supermercados, restaurantes, centros comerciales, locales comerciales).
- El sector residencial, por otro lado, está enfocado en la compra y la venta de propiedades utilizadas como viviendas personales o residencias para uso no profesional.
- El sector industrial, a diferencia de los otros dos, consta de propiedades utilizadas para la producción, la fabricación y la distribución de bienes y servicios como naves industriales.

De estos tres sectores, el sector comercial es el más relevante en la industria del ladrillo, siendo dentro de éste el sector de oficinas y del *retail* los más significativos en cuanto a volumen. Las oficinas y el *retail* registraron ambos por separado 2,8 mil millones de euros y representaron un 33 % de las inversiones totales a finales de 2017. (Catella, 2017, p.2)

Durante los últimos años, el sector inmobiliario ha ido ganando cada vez más relevancia en España. Las inversiones realizadas en este sector representaron al final de 2017 un poco más del 4,5 % del PIB español, «un valor similar al del promedio de los países del entorno español y que está muy alejado del 12 % registrado en 2007». (González, 2017). Este porcentaje se basa en la cantidad de valor producido por los principales actores en la industria y puede ser por

adquisiciones, inversiones o simplemente por el empleo generado en el sector. Algunos de los principales actores de inversión activos en este sector en la actualidad, y los cuales han sido los principales causantes de esta mejoría del sector, son las SOCIMI, los REIT, los Fondos de Inversión Inmobiliaria y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria. Más adelante se analizará en detalle las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI) más importantes hoy en día en el sector inmobiliario español para reflejar cómo su aumento de valor y de rentabilidad ha ido de la mano de la mejoría del sector. Estas sociedades aparecieron en el 2009 en España cuando se reguló la ley de las sociedades: 11/2009 el 26 de octubre. No obstante, no fue hasta el 2013 cuando empezaron a tener un rol importante en el sector.

Sin embargo, el sector inmobiliario no siempre se ha mantenido a los niveles de estos últimos años ni ha habido tantos actores como los hay en la actualidad. La crisis económica que sufrió España en 2008 afectó de forma severa al sector inmobiliario y con ello a la inversión de los principales actores de la industria. Esto redujo su actividad de forma significativa al igual que frenó las edificaciones, adquisiciones y comercializaciones de inmuebles. Conocer los detonantes de la crisis económica y entender el fuerte impacto que tuvo en la industria del ladrillo es fundamental para poder analizar la recuperación del sector inmobiliario, así como para identificar los principales factores que ayudaron a dicha recuperación.

2.2 Factores detonantes de la crisis

España desde el año 1970, ha sufrido cuatro crisis inmobiliarias, siendo la más reciente la más dura. La magnitud y la intensidad de esta última crisis fue consecuencia de la crisis bancaria de 2008. Esta crisis fue causada por varios motivos que contribuyeron al derrumbamiento y a la reestructuración del sistema financiero español. Los más destacados fueron: el deterioro de las condiciones económicas, el estallido de la burbuja inmobiliaria, las debilidades en el marco legislativo, los préstamos predatorios especialmente en las cajas de ahorros y en las cajas y, por último, la indolencia por parte del Banco de España.

El comienzo de la crisis bancaria fue con la creación de la burbuja inmobiliaria en torno a finales de los años 90, cuando el sector de la vivienda sufrió un vasto crecimiento. Los precios ascendían un 17 % de media anual con una inflación muy reducida, es decir, un incremento de los valores reales. Esto llevó a que el precio de las viviendas se duplicase en tan solo unos años con precios desorbitados y se alejase sustancialmente del valor teórico de las viviendas. El precio

máximo se alcanzó en el año 2007 con una media de 600.000 casas construidas por año. Esta inflación de los precios fue provocada por la especulación fracasada de los agentes. Desde el año 1997 hasta el 2007 los precios de las viviendas aumentaron casi un 200 %. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016)

La crisis en España llegó posteriormente al estallido de crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Una hipoteca *subprime* se define como «una modalidad crediticia que se caracteriza por tener un nivel de riesgo superior a otros préstamos que ofrecen las instituciones bancarias, ya que se dedican a otorgar créditos hipotecarios a personas que presentan un alto riesgo, por esa razón, las empresas *subprime* aseguran su inversión por medio de altos intereses o del embargo de la propiedad que implica la hipoteca.» (Finanzas Practicas, 2017). A partir del año 2003, los bancos españoles empezaron a conceder una media anual de 1 millón de hipotecas *subprime*, cuando la media anual de viviendas era solamente de 15,5 millones. Desde el año 2003 al 2006 la media de los tipos de interés de las hipotecas otorgadas era de 3,71 en España, mientras que la media de la Eurozona era de 4,51 es decir, un 21 % más alto. En el sector inmobiliario los préstamos para nuevos proyectos de construcción se dispararon de 347 mil millones de euros en 2002 a 1,075 mil millones de euros en 2007. Como consecuencia, estos gastos inmensurables afectaron de manera directa al PIB español y poco después tuvo lugar el estallido de la burbuja inmobiliaria en el año 2008. (Alonso Neira, Bagus, Rallo Julián, 2010) De este modo, se puede concluir que la distribución de las hipotecas *subprime* condujo al disparo de la burbuja inmobiliaria que afectó gravemente a la economía española.

Otero-Iglesias, Royo y Steinberg (2016) explican que, según su criterio, fueron varios motivos los que provocaron la dimensión y la potencia de la crisis inmobiliaria española, existían otros problemas. Estos obstáculos eran conflictos de gobernanza en el sector de las cajas cuando se acercaba la crisis, como vulnerabilidades asociadas con la inversión en el sector inmobiliario. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016) Todos estos acontecimientos fueron partícipes del derrumbamiento y reestructuración de la economía española y, por lo tanto, también del sector inmobiliario.

2.3 Consecuencias de la burbuja inmobiliaria

Una vez estallada la burbuja inmobiliaria, la economía española empezó a sufrir las consecuencias de la crisis que se avecinaba. Empezando por el sistema financiero, el PIB pasó de un 4 % en 2007 a estar en negativo a un -4 % en 2013, lo cual fue una baja muy significativa para el PIB español. La tasa de paro cerró el año 2013 con un 26 %, dejando en torno a 6 millones de personas en la calle y el porcentaje de la riqueza de las viviendas sobre el PIB cayó de un 50 % convirtiéndose con diferencia en el año más duro para la economía y la población española. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016) Conforme al ministerio de vivienda, 745.000 casas nuevas fueron terminadas en 2008 pero solo 300.000 fueron vendidas el año de la explosión de la burbuja. Desde este punto de vista, se pudo comprender que el sector inmobiliario español estaba definitivamente sobrevalorado. No solo se detuvieron la venta de los inmuebles, sino que se paralizó la concesión de las hipotecas. El mercado inmobiliario se derrumbó.

A finales del año 2009, el mayor problema financiero empezó para la mayoría de las cajas de ahorros. Se puede definir la caja de ahorros como: «Institución financiera, similar a un banco en cuanto a los servicios que presta, que concentra su actividad en créditos hipotecarios y en cuentas de ahorro. En España utilizan mayoritariamente sus beneficios para obras sociales y reforzamiento de los fondos propios, y sus órganos de dirección tienen representación de entidades públicas locales y depositantes» (S.L, 2018). Las entidades habían financiado a promotores inmobiliarios que empezaron a caer en banca rota y los cuales tenían inmensas dificultades para acceder a los mercados y pagar sus deudas. Las instituciones que otorgaron los créditos, no recibieron ni un tercio de los créditos que concedieron. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016) Como consecuencia, el crecimiento anual de hipotecas otorgadas minoró de un 20 % en 2007 a un -4 % en 2013; el crecimiento anual de crédito bancario al sector privado disminuyó de un 10 % en 2007 a un -3 % en 2013. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016) Después de estudios de consumo psicológicos, se comprobó que el paro creciente, la inflación y la disminución de salarios, condujeron a una considerable reducción del poder adquisitivo del consumidor. Además, la cobertura de medios de comunicación de la crisis también tuvo un impacto psicológico negativo en el gasto del consumo español durante la crisis de 2008. (Amalia y Lonut, 2009) Este descenso de consumo en el sector inmobiliario se reflejó en la caída de transacciones en el sector residencial español; pasó de haber 800.000 en 2007 a 300.000 en 2013.

Asimismo, la crisis económica continuó agravándose por el derrumbamiento del sector inmobiliario en los siguientes años ya que el 60 % de los préstamos bancarios pertenecían al sector del ladrillo. Desde el 2008 hasta finales de 2011, los precios de los terrenos ajustados a la inflación cayeron alrededor de un 30 %; al igual que los precios de las viviendas residenciales que bajaron hasta un 22 %, siendo el año 2007 el pico del sector. Por consiguiente, la calidad del activo de los bancos españoles continuó desplomándose. Al final del 2011, las instituciones financieras acumularon 405 mil millones de euros en hipotecas *subprime* otorgadas a promotores y compañías, de los cuales 188 mil millones eran considerados préstamos con alto riesgo de impago. El número de construcción de viviendas en España también se redujo a 133.415 en 2012 (Alonso Neira, Bagus, Rallo Julián, 2010) Además, el exceso de las 600.000 casas construidas ascendió a 931.615 en 2010.

Por último, la disminución del PIB, el empleo y el valor de las viviendas no solo afectó severamente al sector inmobiliario, sino a toda la economía española. No obstante, esta enorme caída en los precios de los inmuebles abrió una puerta de inconcebibles oportunidades de inversión en el sector. A continuación, se verá como, en parte, gracias a la involucración del Gobierno Español y la Unión Europea está siendo posible esta recuperación de la crisis.

2.4 Medidas tomadas a favor de la recuperación de la crisis

Hoy en día sigue existiendo mucho debate entre la población española, sobre las políticas llevadas a cabo por el Gobierno durante el estallido de la burbuja y la inflación los precios de las viviendas. Mucha gente culpa al Gobierno y a otros responsables en el sector de no haber previsto esta enorme crisis. Según Juan Manuel Naredo (2009): «Debería ser responsabilidad de gobiernos y analistas evitar con medidas y advertencias que las “burbujas” alcancen dimensiones que se revelan social y económicamente amenazantes. Pero en España no han predominado la prudencia y la finura en las políticas ni en los pronósticos: los gobiernos han sido tan irresponsables, como raros los analistas que hemos venido advirtiendo desde hace tiempo sobre los peligros del evidente desenlace del ciclo» (Naredo, 2009).

Sin embargo, economistas, organizaciones internacionales e investigadores identifican que las medidas tomadas por el gobierno desde 2009 y la intervención europea han sido unos de los principales factores que han permitido la salida de esta crisis.

2.4.1 Medidas tomadas por el Gobierno español

El Gobierno español es uno de los órganos constitucionales que más puede influir en el sector inmobiliario aplicando ciertas reformas, ya sea mediante la regulación del uso del terreno, aumentando los impuestos de las viviendas, protegiendo a consumidores al igual que al medio ambiente o aumentando el control de los reportes financieros de las entidades. (Mc Graw Hill, 2013). En el año 2011 comenzó su contribución para la recuperación de la economía imponiendo varias reformas basadas en dos factores: reformas de ajuste presupuestario y consolidación fiscal y reformas para estabilidad financiera.

- Reformas de ajuste presupuestario y consolidación fiscal:

El principal objetivo de estas reformas era la disminución del déficit público en España haciendo un recorte de 15.000 millones de euros. En primer lugar, la oferta de trabajo público y el sueldo de los empleados del sector fueron pausados. En tan solo dos años aumentó la tasa impositiva pasando de 18 % a 21 % y se retiró del IRPF la deducción por adquisición de inmuebles. Además, redujeron casi un 20 % las estructuras de las administraciones del estado. (Gobierno de España, 2011)

En cuanto a los presupuestos generales del Estado, se recortaron 17.800 millones de euros, disminuyendo un 17 % de gastos de los ministerios. Impusieron también medidas tributarias para la ayuda de este recorte elevando los ingresos de sociedades y de regularización fiscal. Por último, con respecto a la consolidación fiscal se hizo varios cambios en el plan presupuestario bianual. Todas estas reformas se llevaron a cabo con el fin de reducir el déficit público a un 3 %, para volver al mismo porcentaje que tenía España antes de la crisis. (Gobierno de España, 2011)

- Reformas para la estabilidad financiera:

En el año 2009, la Unión Europea afirmó que la crisis española podría perjudicar gravemente al resto de Europa. La UE obligó al gobierno español a implantar una serie de medidas para frenar e intentar sacar a España lo más rápidamente de la terrible crisis.

El Gobierno puso en marcha los **reales decretos legislativos** imponiendo leyes para reestructura la economía desde el año 2009.

El Gobierno aprobó el **Real Decreto-Ley del 9/2009** creando el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). «El **FROB** es una entidad de Derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para el desarrollo de sus fines que tiene por objetivo gestionar los procesos de resolución de las entidades en su fase ejecutiva.» (FROB, 2018). Inyectaron recursos a las cajas vacías de los bancos regionales españoles que invirtieron en el sector inmobiliario durante el boom inmobiliario (2001-2007) ya que, en el año 2008, las cajas cayeron en banca rota y tuvieron severas dificultades a la hora de pagar sus deudas. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016)

El gobierno aprobó el **Real Decreto-ley 11/2010** con el fin de modificar los órganos de gobierno y aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros en España. Se simplificó la estructura organizativa y los requisitos de las cajas de ahorros. Se implantaron límites de disposición de excedentes de las cajas para que no pudieran destinar más de un 10 % de sus excedentes a gastos diferentes de los que corresponden a la obra social. (Maluquer, 2012)

En febrero del año 2011, el gobierno aprobó el **Real Decreto-Ley 2/2011**, exigiendo nuevos requisitos para el capital bancario, subió los intereses a un 8 % y obligó la realización de pruebas de estrés y tensión para todas las instituciones bancarias. (Maluquer, 2012)

En febrero del año 2011, el gobierno aprobó el **Real Decreto-Ley 2/2012** en un contexto de tensión financiera y macroeconómica en la Eurozona. Con el objetivo de recuperar y reanimar el sistema financiero, se reforzó el nivel de solvencia de todas las entidades capaces de producir créditos y se aumentaron tanto en cantidad como en calidad los límites de capital mínimo. De esta manera, el gobierno intentó reducir la incertidumbre del valor de construcción y los activos de las propiedades que poseían los bancos en sus balances. (Maluquer, 2012)

Como en otros países europeos, España llevó a cabo una máxima concentración de bancos. El número de cajas de ahorro fue reducido de 45 a 9 en octubre de 2012. El gobierno español implementó fusiones y nacionalizaciones entre ellas, necesitando 24 mil millones de capital para inyectar. Cajas de ahorros como, por ejemplo: Bankia, Nova Caixa Galicia, Catalunya Caixa, Mare Nostrum, Cajasur y Caja España-Duero. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016)

Por lo tanto, el deterioro de la económica española, el estallido de la burbuja inmobiliaria, la dependencia de financiaciones mayoristas, las debilidades en el marco regulador y los préstamos erróneos de prácticas crediticias (especialmente en las cajas) llevaron al sector inmobiliario a una de sus peores crisis. Sin embargo, pero mediante la ayuda del Gobierno y del Banco de España con las medidas mencionadas anteriormente, la situación empezó a cambiar y todo empezó a mejorar. Esta ayuda vino, además, impulsada y apoyada por el sistema europeo que facilitó y ayudó aún más en la recuperación de la crisis.

2.4.2 La intervención europea

Durante los primeros años de esta crisis financiera mundial, las instituciones españolas no fueron las primeras en ser gravemente afectadas como aquellas de otros países, sin embargo, su llegada a España era cuestión de tiempo. A medida que la crisis se intensificaba, el sector bancario español no pudo evitar sufrir sus consecuencias dramáticas. Fue en el año 2011, cuando comenzó la recesión en España, que afectó de manera devastadora a la mayoría de la población. El déficit presupuestario ascendió a un 11 % en el 2009 y los bancos perdieron la capacidad de pedir préstamos y de aumentar su capital. Las cajas de los bancos estaban más débiles que nunca. (European Stability Mechanism, 2013) Mientras que el país mantenía su acceso al mercado financiero, el precio de los préstamos era cada vez más alto.

En el año 2012, España se convirtió en unos de los epicentros de la enorme crisis europea junto a Grecia, Portugal e Irlanda. Mientras la situación bancaria española se mantenía insostenible, esta crisis no solo afectaba a la economía española, sino que también amenazaba a la economía europea. Por consiguiente, la gravedad de la situación hizo que la intervención europea fuera imprescindible. El Banco Central Europeo (BCE),

el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM), y la Unión Europea entraron en juego con el fin de salvar el sector bancario español. El principal objetivo era salvar el euro y garantizar la estabilidad del sector financiero europeo. (Union Bancaria, Consejo de la Unión Europea, 2018)

El 9 de junio de 2012, España solicitó y recibió una ayuda de 100.000 mil millones de euros recibidos por el *European Financial Stability Fund* (EFSF), aprobado por el EMS. (European Stability Mechanism, 2013) Esta cantidad le permitió sanear el sistema financiero español y reforzar la solvencia de la banca española. Además, facilitaba un *backstop* creíble para el mercado ya que aparte de que fue otorgado por la UE, era una cifra mayor a las estimaciones que manejaba el mercado y el resto de las instituciones internacionales. (BBVA, 2014)

El 20 de julio de 2012, se firmó el acuerdo de Memorándum de Entendimiento denominado como MDE o MoU (*Memorandum of Understanding*) sostenido por el ESM. Con el fin de rescatar el sector bancario español, España tendría que cumplir plenamente las obligaciones y los compromisos en el marco de EDP durante los 18 meses de programa. «Dada la naturaleza del apoyo financiero prestado a España, la condicionalidad será específica del sector financiero, e incluirá tanto la condicionalidad específica de un banco en línea con las normas sobre ayudas estatales, como la condicionalidad horizontal». (BOE, 2012) (Maluquer, 2012)

El desafío principal del programa fue identificar los bancos más débiles a través de las pruebas de resistencia bancarias también llamadas *bank stress tests*. Los *stress tests* de los bancos son instrumentos financieros que determinan los riesgos de sus balances. Se basan en una serie de pruebas realizadas por los reguladores de los sistemas bancarios, en este caso el BCE, que tienen que pasar los bancos obligatoriamente de manera periódica, con el fin de analizar el sistema financiero del país y determinar la capacidad de estabilidad de la entidad. El «examen» se realiza tanto en el pasivo como en el activo de los balances. Los bancos que se muestren débiles ante la prueba de resistencia deben ser ayudados por parte de las instituciones financieras. Las instituciones intervienen ajustando sus desequilibrios en el balance y segregando sus activos inmobiliarios sin liquidez a un banco tóxico, con el fin de la recapitalización, la reestructuración y/o la resolución de estos. (Maluquer, 2012)

Durante la crisis, estos activos se transmitieron a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), la sociedad que creó el Gobierno español como resultado del MoU. Esta sociedad compró un 55 % de capital privado y el resto se quedó en manos del FROB. Todas las entidades débiles que recibieron ayudas públicas tuvieron que transferir a la SAREB: «todos los bienes inmuebles adjudicados con un valor neto contable individual superior a 100.000 euros; todos los préstamos a promotores inmobiliarios con un valor neto contable superior a 250.000 euros calculado a nivel de acreditado, y las participaciones accionariales de control en el capital de sociedades inmobiliarias». (Carrasco Caballeroy Gonzalez Mota, 2013) Una vez que se alcanzó esta estrategia, se reforzó el marco regulatorio del sector financiero y se supervisaron las reformas estructurales para mejorar la resistencia. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016) Además, se estableció un nuevo proceso para reestructurar y liquidar las instituciones financieras, concediendo un papel central al FROB, que anteriormente no había sido ejercido en su máxima capacidad, debido a restricciones legales. Sin embargo, la reforma funcionó de forma eficaz adjudicando más control al Ministerio de Finanzas, (menos que al Banco de España) sobre el FROB, que a su vez tenía el poder de politizar sus decisiones. Finalmente, la reforma redujo la intervención de los gobiernos regionales en la reestructuración y la liquidación de las cajas.

En noviembre de 2012, España recibió la primera ayuda para la recapitalización de las instituciones más débiles del sector bancario español (Thompson, 2012). Esta primera inyección de capital urgente ascendió a 54 mil millones de euros distribuidos en la recapitalización de las entidades más débiles. Bankia recibió una recapitalización de 22,4 mil millones de euros, Catalunya Caixa obtuvo 12 mil millones de euros y la ayuda para Novagalicia aumentó a 9 mil millones de euros. El Banco de Valencia aceptó una cantidad de 5,5 mil millones de euros y la caja de ahorros del Mediterráneo fue vendida al Banco Sabadell después de haber acogido 5.2 mil millones de euros. No obstante, la inyección directa de capital no fue la única ayuda que estos bancos recibieron. La SAREB compró activos tóxicos de algunas de las entidades con un descuento de casi el 50 % de su valor nominal. Compró activos de Catalunya Caixa por 6,6 mil millones de euros, de Novagalicia por 5,7 mil millones de euros, de Banco de Valencia de 2 mil millones de euros y de Bankia por 22,2 mil millones de euros, siendo un total de 36 mil millones de euros concedidos a estas entidades. (Alonso Neira, Bagus, Rallo Julián, 2010) Además,

las instituciones financieras españolas también se favorecieron ante la posibilidad ofrecida por el BCE con el plan de financiación LTROS (*Long Term Refinancing-Operations*). La finalidad de este programa era la inyección de capital y liquidez durante tres años a las entidades más débiles para que pudieran levantarse y recuperarse.

Restructuring of the Spanish Banking Sector: Timeline

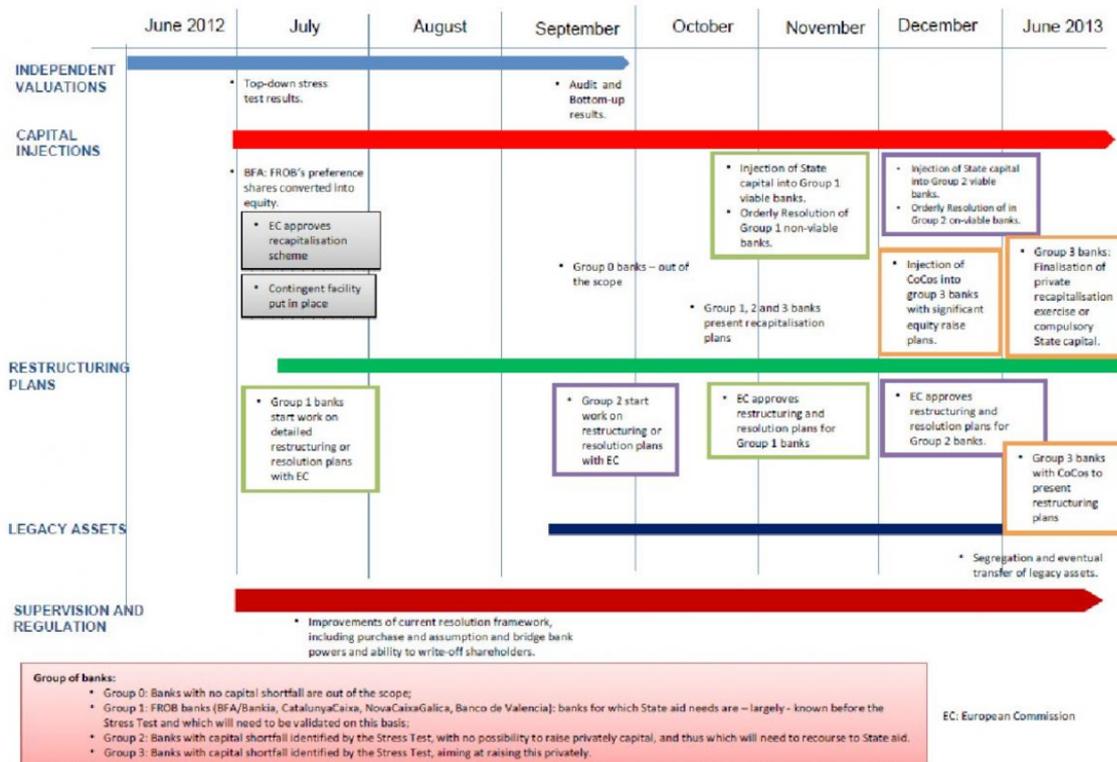


Gráfico 1: Línea del tiempo de la reestructuración del sector bancario. (fuente: *Financial Sense*)

Finalmente, la línea de crédito del programa duró 18 meses, acabando en enero de 2014, y España logró dar una fuerte señal de recuperación, empezando de manera voluntaria a reembolsar los préstamos del ESM antes de lo acordado. El presidente del Gobierno, Mariano Rajoy, optó por la renovación de la ayuda financiera. Al final, las necesidades de capital del sistema bancario español ascendieron en torno a los 150 mil millones de euros; más de 60 mil millones de euros proporcionados por contribuyentes tributarios, y casi 24 mil millones de euros otorgados por el Banco Central Europeo. El resto fue facilitado por inversores de capital privado (de Juan, Uría y de Barrón, 2013). Esto implica que, ciudadanos españoles invirtieron su dinero mediante impuestos en la

reestructuración del sistema financiero español. Gracias a la intervención de la Unión Europea, se consiguió una lenta recuperación de la confianza y el sector se estabilizó situándose en una posición de mercado más fuerte de cara al futuro.

2.5 El milagro español

Por consiguiente, el Fondo Monetario Internacional, en su informe anual de 2014 afirma que «En términos generales, se encontraba en marcha una recuperación ligera, pero era necesario cambiar de velocidad para alcanzar un crecimiento más rápido, sostenible y rico en empleo. Se necesitaban políticas ambiciosas por parte de todos los países miembros para evitar caer en la trampa de una baja tasa de crecimiento a medio plazo y para dejar asegurada la estabilidad financiera mundial» Fondo Monetario Internacional, 2014, P.16). La economía española empezó su lenta recuperación en el año 2013, con un crecimiento del 0,3 % en el cuarto trimestre del año. Continuó con un incremento de sus exportaciones del 5,5 % y las tasas de empleo empezaron a reducirse gradualmente, aun así, manteniéndose altas; 26 % en diciembre del 2013. El principal logro del programa, fue el refuerzo del sistema financiero español. Aunque se puede ver como la recuperación ya estaba en marcha, pero todavía quedaba mucho por mejorar.

3. La recuperación de la crisis inmobiliaria

La prometedora recuperación del sector inmobiliario español acompañado de la recuperación de la economía española, se ha realizado por distintas fases. Empezó modestamente en el año 2013 con inversores oportunistas como Blackstone, un *private equity* que apostó por los activos de alto riesgo esperando un retorno elevado. Al año siguiente se introdujeron las SOCIMI en el mercado continuo, como Merlin, Hispania, Axiare y Lar España, que empezaron a cotizar en el mercado continuo de la bolsa española en el 2014 y a invertir considerablemente en el sector. La política monetaria expansiva *Quantitative Easing* llevada a cabo por el BCE que consistía en inyectar dinero en la economía también fomentó la recuperación del sector. Esta medida expansionista se dio con un rendimiento bajo de los bonos y un mercado volátil que favorecía las inyecciones de flujos de capital en el sector inmobiliario debido al objetivo de los inversores de encontrar buenas rentabilidades. De esta manera, la inversión inmobiliaria comenzó a incrementarse, pero todavía la falta de productos de calidad limitaba la inversión en la industria del ladrillo. (JLL, 2017)

A parte de la falta de productos de calidad, el despegue del sector no pudo ser tan directo debido a que se vio también lastrado por la incertidumbre política del país y la inestabilidad en los mercados financieros internacionales de los últimos años, que mermaban la confianza de los inversores en España y como consecuencia perjudicaron la actividad del sector en España. No obstante, en el año 2016, la inversión directa inmobiliaria sobrepasó los 8,7 mil millones de euros, una inversión mucho mayor que la inversión directa que hubo en el año 2008, con 6,7 mil millones de euros y de la que hubo en 2008, con 7,3 mil millones de euros. (JLL, 2017). En 2017, el sector siguió apuntalando, alcanzando una inversión inmobiliaria en España sobre pasó los 14 millones.

3.1 La economía española después de la crisis

3.1.1 En el año 2016

La economía española empezó su fuerte recuperación junto a todos los sectores en el año 2016. Esta extensión robusta de la economía, se demostró en parte con el sólido

crecimiento del PIB. Las expectativas de crecimiento en el año 2016 eran del 2,7 %, y cerró el año con un crecimiento del 3,2 %, siendo la media de crecimiento de la eurozona del 1,7 %. A pesar de la incertidumbre política del país, la actividad económica se vio apenas afectada. A pesar de la alta tasa de desempleo española, este crecimiento permitió que la tasa siguiera descendiendo. La creación de empleo en el año 2016 aumentó de un 2,7 %, cerrando el año con una tasa del 19 %. El consumo y la inversión crecieron paralelamente, siendo dos factores claves para la recuperación de la economía española. La inflación siguió ascendiendo a niveles mayores que en años anteriores, siempre por debajo del nivel fijado por el BCE. Los tipos de interés se mantuvieron estables y en sus mínimos entre los años 2016 y 2017, pero con tendencia de aumento de cara al 2018. (BBVA, 2017)

3.1.2 En el año 2017

La economía española siguió su recuperación durante un cuarto año consecutivo después de que el PIB registrara un crecimiento del 3,1 % en el tercer trimestre del 2017, según los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Después de este alcance, podemos decir con certeza que el crecimiento medio total del PIB en el año 2017 fue de un 3 %, a pesar de haber empezado el año con un crecimiento de 2,3 %, en parte gracias al desempeño positivo de los principales indicadores económicos.

No obstante, el consumo doméstico se sostuvo en el 2,4 % en el tercer trimestre, mientras que el empleo subió de un 2,8 % durante el mismo periodo, correspondiente con la creación de más de 500.000 empleos de jornada completa. El empleo continuará su crecimiento hasta el 2021 según previsiones realizadas por *Focus Economics*. A pesar de una caída de la tasa de desempleo de un 9 %, (SEPE, 2017), durante el 2017, el mercado de empleo seguirá creciendo, terminando el año con una tasa de desempleo de 16,38 %. Finalmente, se prevé un crecimiento de la economía española del 2,1 % en el 2018. (Aguirre Newman, 2017)

3.2 Principales indicadores económicos españoles

La recuperación del sector inmobiliario vino ligada a la recuperación de la economía española y está, lleva en periodo de recuperación desde el año el 2014. Desde entonces, los principales indicadores económicos comenzaron a mejorar y a dar una imagen más saludable del sistema financiero español. Los indicadores más relevantes que podemos destacar son:

- El **turismo**: el sector turístico español resurgió en 2015 con 68 millones de turistas que se gastaron 4 mil millones de euros a lo largo del año. En el año 2016 se registraron 75,56 millones de turistas. En el 2017 se superó el mayor número de turistas de toda la historia española con un total de 81,8 millones de turistas dejando 86.823 millones de euros
- El **PIB**: el crecimiento del producto interior bruto español en 2014 fue del 1,4 %. En 2017 el PIB incrementó un 3,1 %, siendo la variación del 2016 de 3,3 %. La cifra exacta facturada del PIB en 2017 fue de 1.163.662M.€
- La **tasa de desempleo** se redujo de un 24,4 % en el 2014, a un 22,1 % en el 2015. La tasa de desempleo en febrero de 2018 fue de 16.1 %. A pesar de esta mejora, este indicador sigue siendo la mayor preocupación y el principal objetivo para el gobierno español. (CBRE, 2017)
- El **consumo español** alcanzó su mayor cifra en 2016 con una facturación de 96.400 millones de euros equivalente a un 1,3 % más que el año anterior. En el año 2017 este indicador sufrió una variación de un 3,3 %.
- El **gasto público** creció un 3,3 % en 2016 representando un 42,2 % del PIB. En el año 2017 el gasto publico sufrió una caída de 1,2 puntos representando un 41 % del PIB.

GRAPH 3

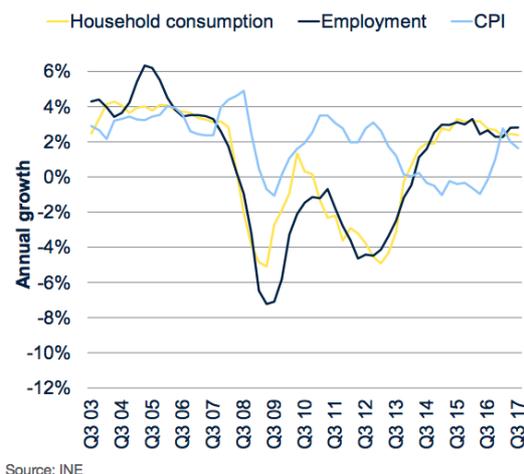
Economic indicators

Gráfico 2: Principales indicadores económicos del mercado de inversiones en España (fuente: Savills, 2017)

Este gráfico representa el crecimiento anual de 2002 a 2016 de los principales indicadores económicos españoles descritos anteriormente. Se puede observar, que de 2007 a 2008, desde que comenzó la crisis, hubo una reducción anual de estos indicadores. Cabe destacar también, que de 2010 a 2012, el crecimiento volvió a disminuir. Posteriormente y desde el 2012, después de la crisis el crecimiento anual del consumo de viviendas, la tasa de empleo, y el índice de precios del consumidor se han estabilizado. Esto implica que los principales indicadores económicos españoles han motivado desde el 2012 la llegada de la inversión internacional al sector inmobiliario español.

3.3 Expectativas del mercado inmobiliario

El mercado inmobiliario español ha continuado su crecimiento a principios del 2018 con casi 90 000 viviendas intercambiadas en los dos primeros meses, con un crecimiento del 20 % comparado con la misma época en 2017, conforme a Instituto Nacional de Estadísticas. Además, el número de propiedades construidas muestra un incremento similar con más de 16,000 casas nuevas vendidas en España a principios del año.

En cuanto a los diferentes sectores de propiedad, el sector de *retail* y de oficinas han sido los dominantes en la inversión del sector comercial ocupando un 66 % del total (con 55,7 mil millones de euros). (JLL, 2017) Sin embargo, en comparación con el año

anterior ambos volúmenes han sufrido una ligera reducción, -3% en el *retail* y -13% en el mercado de oficinas. El sector hotelero se posiciona tercero, con una inversión aproximada de 2.150 mil millones de euros, seguido por el sector industrial representando un 9% del sector comercial, con 819 millones de euros de inversión. El perfil del inversor para el sector de *retail* y de oficinas goza de gran diversidad. Las SOCIMI y los fondos de inversión han experimentado un leve aumento en sus gastos para inversores institucionales y compañías de seguros. A su vez, un gran número de inversores privados de Asia y de Oriente Medio siguen impacientes con diversificar sus carteras ante las oscilaciones de los precios del petróleo y el crecimiento retardado en algunos países. Es por esto, que los inversores extranjeros son los protagonistas en cuanto a la actividad de inversión en España, ya que su peso ha aumentado del 35% en 2013 a un 46% en 2017. Asimismo, es importante tener en cuenta que las SOCIMI están financiadas en gran mayoría por inversiones de capital extranjero. (JLL, 2017)

En este siguiente apartado, estudiaremos el crecimiento esperado para el 2018 en el sector inmobiliario por sectores.

3.3.1 Oficinas

Se espera que el mercado de oficinas siga realizando un buen desempeño durante el 2018 y que la construcción de nuevos activos llegue por lo menos a 600.000 m². Los principales impulsores, de los cuales depende esta actuación, son las previsiones económicas favorables y el crecimiento de la tasa de empleo en los sectores que requieren un espacio de oficina y, a día de hoy, sigue en crecimiento. Aun así, la falta de activos de oficinas de calidad sigue siendo un gran problema del sector, pero al esperarse un crecimiento durante el 2018, se prevé que el número de compra de terrenos para construcción siga aumentando. Sin embargo, teniendo en cuenta la situación política tan inestable del país, muchas de las empresas con grandes planes de expansión, pueden decidir retrasarlos a sabiendas de como se desarrolló la situación después de las últimas elecciones. Es por esto que esta inseguridad política podría cambiar las previsiones esperadas. (CBRE, 2018) Por otro lado, las SOCIMI han desempeñado un papel muy importante en las reformas realizadas en el sector de oficinas estos últimos años. Se puede destacar la fusión entre Colonial y Axiare Patrimonio. La SOCIMI compradora se ha convertido en la mayor SOCIMI especializada en el sector de oficinas del país.

Por último, se espera un crecimiento muy extenso de la renta en el sector en las principales ciudades del país: Madrid y Barcelona. Mirando a largo plazo, ambas ciudades están fijadas para registrar la tasa de crecimiento anual más alta entre este año y el 2022, con 6,0 % de previsión y 3,0 % para Barcelona como se puede apreciar en el siguiente gráfico.

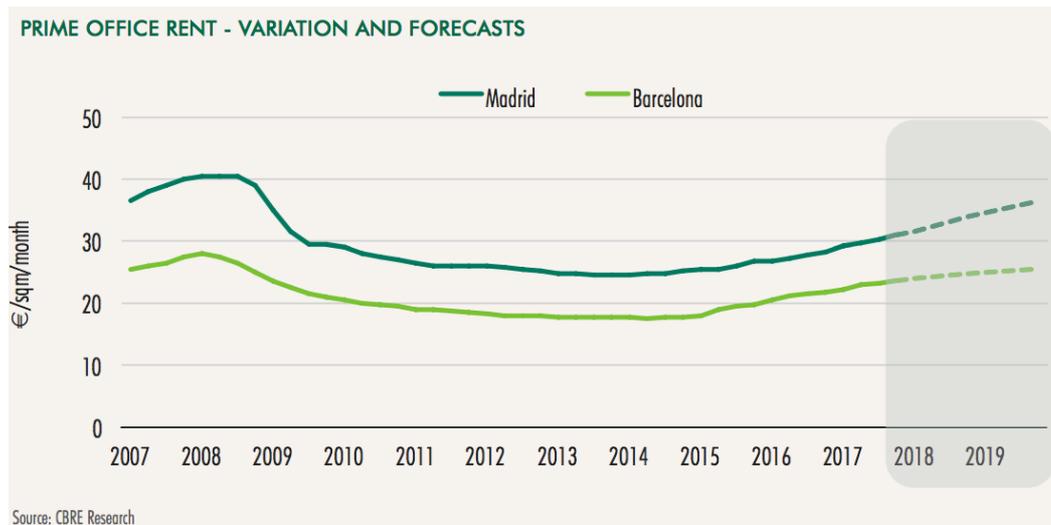


Gráfico 3: Variaciones y previsiones de la renta en el sector de oficinas (fuente: CBRE)

3.3.2 Retail

En el sector de la venta al por menor, esta previsto una desaceleración en ventas y en el crecimiento del consumo. Por tercer año consecutivo, los indicadores del mercado minorista fueron positivos en 2017, incluso superando los pronósticos del año inicial. De acuerdo con los últimos datos disponibles, el consumo privado creció un 2,7 %, las ventas minoristas aumentaron un 1,6 %, un record de 82 millones de turistas visitaron el país, la tasa de desempleo bajó de 19,6 % a 17 % y las ventas crecieron un 1,7 %. En 2018, se espera que los principales indicadores minoristas sigan siendo favorables, a pesar de que el crecimiento sea más moderado. Por ejemplo, se espera un crecimiento en el consumo privado de alrededor 2,3 % en 2018 y de 1,9 % en 2019. (CBRE, 2018)

3.3.3 Logístico

El sector de logística avanza con retraso respecto al resto de los sectores. El bajo nivel de stock disponible en el mercado logístico sigue impulsando una nueva actividad de desarrollo. Los nuevos proyectos industriales en marcha como por ejemplo naves industriales, se están adaptando para satisfacer los requerimientos exigentes técnicos y de sostenibilidad de los ocupantes. Uno de estos grandes proyectos fue la construcción de una nave industrial de 74.000 m² con certificación LEED (*Leadership in Energy and Environmental Design*) en San Fernando de Henares. A día de hoy, un tercio de este activo está alquilado por la SOCIMI Axiare Patrimonio.

En 2017, se registraron en el sector incrementos de alquiler de un 5 % en Madrid y Barcelona. Esta tendencia proseguirá a lo largo del 2018. Además, la renta *prime* permaneció estable en el 2017, y se espera un incremento en 2018 de un 7 % en Madrid y 4 % en Barcelona. (CBRE, 2018)

3.3.4 Residencial

La demanda de las viviendas siguió recuperándose en 2017. Según datos del Ministerio de Desarrollo español, el número de transacciones ascendió un 17,8 % en el último trimestre de 2017. Este aumento fue impulsado por la perspectiva económica y la caída del desempleo, así como las condiciones favorables del acceso a la vivienda. Más de 520.000 casas fueron vendidas durante el 2017, mientras que en 2018 se espera que la demanda de la vivienda en España alcance entre 550.000 y 570.000 unidades. Madrid y Barcelona seguirán teniendo en cuenta la mayor parte de la demanda de vivienda del país.

Como se ha resaltado antes, uno de los problemas más graves durante la crisis fue la concesión de hipotecas. Sin embargo, los compradores de viviendas cada vez son menos dependientes de los créditos de lo que eran antes. En el último trimestre del 2009 se concedieron entorno a 390.000 hipotecas y en 2017 cerca de 240.000, se puede observar que al menos 40 % de las transacciones se realizaron sin financiación bancaria. (CBRE, 2018)

Con respecto a los precios de las viviendas, se afirma que durante el 2017 los precios crecieron consistentemente en toda España. En especial en el tercer trimestre del año, los precios subieron 6,7 %. Se anticipa que los precios de la vivienda continuarán

ascendiendo en 2018, con un crecimiento de año en año alcanzando alrededor del 5 % al 6 %.

Por último, se puede concluir que, en cuanto a expectativas de cara a los próximos años, a pesar de la incertidumbre política que sigue sufriendo el país, se espera que la confianza de los inversores siga aumentando. Se espera que el capital extranjero siga siendo el piloto en el mercado durante el 2018. La combinación del crecimiento robusto de la economía y el desarrollo constante del mercado de trabajo del país deberían proporcionar el empujón necesario para fortalecer el sector de negocio, ampliando tanto el número de empleados como el de empresas. Esto no solo ayudará a seguir estimulando el consumo, sino también a los niveles de ocupación y los alquileres en el sector comercial inmobiliario. De hecho, Madrid y Barcelona son líderes en las listas de clasificación europeas de los sectores de oficinas y *retail* tanto en alquiler como en crecimiento de capital. Las tasas de interés tan bajas acompañadas con la evolución de los préstamos continuará atrayendo inversores al sector inmobiliario. (JLL, 2017).

3.4 Inversión en el sector inmobiliario español

KPMG realizó un informe en 2015 sobre el sector inmobiliario español, en el que aclara que el escenario de la inversión atractiva en la industria y las modificaciones legales de impuestos realizados por el Gobierno Español han atraído nuevos participantes a la industria y que la capitalización del mercado ha aumentado considerablemente, lo cual ha ayudado a la recuperación de la crisis. Estos participantes son tanto internacionales como nacionales. A continuación, se expondrá cómo ha afectado la inversión internacional en el sector inmobiliario y cómo estos participantes han afectado de manera diferente en los dos sectores más importantes de la industria inmobiliaria en España; el sector comercial y el sector residencial. (KPMG, 2015)

3.4.1 Inversión sectorial

Desde el estallido de la burbuja inmobiliaria, varios vehículos de inversión empezaron a intervenir en la industria inmobiliaria. Estos actores han sacudido la inversión en el sector comercial inmobiliario española siendo en 2002 de 2,15 mil millones de euros y ascendiendo en 2014 a 9,43 mil millones de euros.

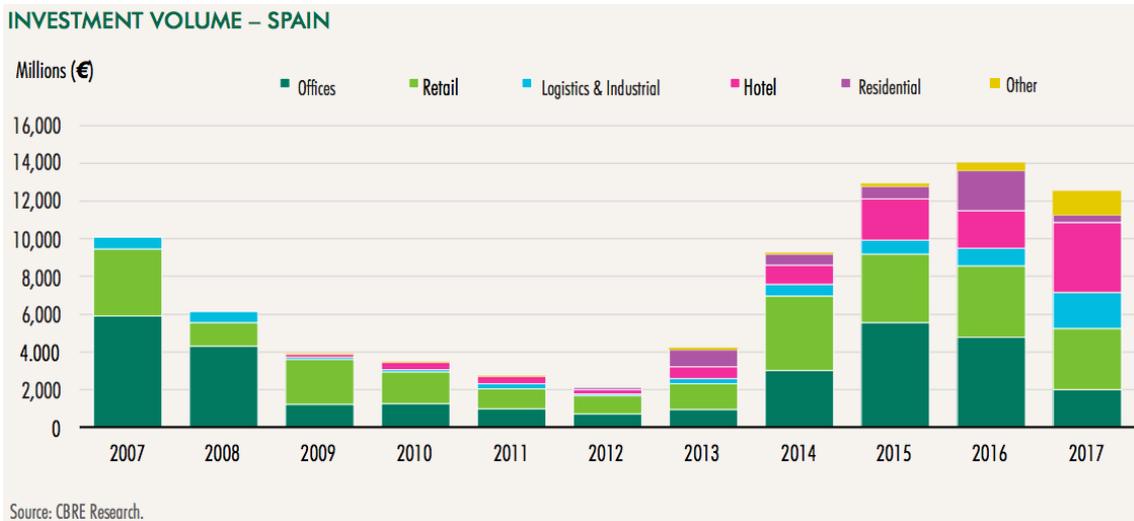


Gráfico 4: Volumen de inversión en España. (fuente: CBRE)

El gráfico número 4, ilustra el volumen de transacciones realizadas en el sector comercial desde 2006 hasta 2016. También representa las diferentes inversiones en los cuatro sectores de la industria del ladrillo (oficina, *retail*, hotel e industrial). Podemos observar que, desde la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2008, la inversión inmobiliaria cayó considerablemente hasta el año 2013, año en que empezó su recuperación. (fuente: CBRE, 2018)

- La inversión en el sector de **oficinas** ascendió a 2.844 millones en el 2016, con un interés particular en Madrid, con la intención de remplazar a Londres como el principal centro financiero europeo después del Brexit. La actividad fue liberada por la adquisición de la Torre Cepsa realizada por Pontegadea por valor de 490 millones de euros. Sin embargo, uno de los principales problemas que está sufriendo este sector es que carecen de activos de alta calidad y por lo tanto es más difícil la llegada de inyección de capital esperada. (Catella, 2017). Debido a la falta de inversión en el sector durante la crisis, los propietarios de las oficinas están concentrados en la renovación de los espacios que ya poseen, para obtener los espacios de alta calidad demandados por los inquilinos. La última operación más importante en el sector de oficinas ha sido la OPA entre dos SOCIMI: Colonial a Axiare (SOCIMI especializada en oficinas), realizada en febrero de 2018. La operación se cerró con éxito mediante el desembolso por parte de Colonial de

1,030 millones de euros. A día de hoy, Colonial controla el 87 % de la compañía. Tras realizar esta operación, Colonial pasará a ser la segunda inmobiliaria europea con el mayor porcentaje de activos en de oficinas después de Gecina. (DLA PIPPER, 2015)

- En 2016, las inversiones en el sector del **retail** aumentaron hasta los 2,808 millones de euros, cifra que representa un 33 % del volumen de la inversión en el sector comercial inmobiliario español. Estas inversiones están enfocadas en centros comerciales situados en ubicaciones *prime* por todo el país y por las principales calles de *retail* en Madrid y Barcelona. Una de las operaciones más importantes del año fue la adquisición por Deutsche Bank del centro comercial más grande de Barcelona; Diagonal Mar, por un valor de 495 millones de euros. La perspectiva general para el sector del *retail* es positiva, con un firme crecimiento económico y con la demanda de inversores y de inquilinos siguiendo la misma tendencia de aumento. Aunque este sector no es el más importante en España, una de las SOCIMI que analizaremos más adelante, LAR España, es una de las pocas sociedades españolas que cuenta con el 85 % de su porfolio invertido en centros comerciales.
- Las inversiones en el sector **hotelero** español incrementaron hasta 2.155 millones de euros, lo que representa un 25 % de las inversiones del sector. Estas están enfocadas asimismo en Madrid, Barcelona, Islas Baleares e Islas Canarias. La última operación importante en este sector ha sido la OPA lanzada por el fondo estadounidense Blackstone a la SOCIMI Hispania, por un valor d 1.905 millones de euros. Si esta operación se realiza con éxito, Blackstone se convertiría en el mayor propietario de hoteles en el país.
- El sector **logístico** de la industria inmobiliaria poseyó en 2016 una inversión de 740 mil millones de euros. El rendimiento en Madrid se mantuvo estable, pero en Barcelona la rentabilidad se elevó a 6,25 por metro cuadrado al mes. Se produjo un aumento de 4 % más que el año anterior. (CBRE, 2017) La mayor última operación del sector fue el alquiler de un activo logístico de Merlin Properties a Leroy Merlin. La nave industrial consta con 60.000 metro cuadrados, en la que la SOCIMI invirtió alrededor de 30 millones de euros.

Como se puede observar, el sector inmobiliario en España se ha visto en 2018 otro año de crecimiento. La alta liquidez y los tipos bajos hacen que el sector siga siendo una alternativa muy interesante de inversión. Tras haber tenido un papel fundamental en la compra de activos inmobiliarios los últimos años, se prevé que las SOCIMIS empiecen a rotar sus activos y que diversifiquen sus portafolios con activos no estratégicos.

Tras haber analizado la inversión en los diferentes sectores del sector inmobiliario en España, es necesario conocer la importancia de la inversión internacional en el sector inmobiliario.

3.4.2 Inversión Internacional

Los inversores internacionales no están todos igualmente interesados en las industrias españolas. Existen diferencias relevantes en los diferentes sectores con respecto a la competitividad, la madurez de la industria y las oportunidades de inversión. (Aguirre Newman, 2016) En 2015, el 33 % del total de la inversión directa extranjera se centró principalmente en el sector de la construcción y en el sector inmobiliario. (Banco Santander, 2015). Las inversiones internacionales inmobiliarias se desplomaron después de la crisis, especialmente desde 2015 cuando las inversiones extranjeras ascendían a 9,37 mil millones de euros. Además, en 2016 las inversiones cayeron moderadamente a causa de la incertidumbre de las elecciones del Gobierno español llegando a 8,56 mil millones de euros. (Catella, 2017).

Sin embargo, pese a la disminución de las inversiones extranjeras en el sector inmobiliario, la inversión internacional en el sector del ladrillo español seguía teniendo un peso considerable con una cifra de 5,2 mil millones de euros en 2015 (55 % de la inversión total) y 4,6 mil millones de euros en 2016 (53 % de la inversión total). (Catella, 2017) Es posible apreciar que estos números se alejan considerablemente de la participación que poseían los inversores internacionales cuando explotó la burbuja inmobiliaria en 2008, un 22,1 % de la inversión total y del 14,1 % en 2011. Por lo tanto, estos números indican que los inversores internacionales están más interesados en el sector inmobiliario español ahora que durante la burbuja inmobiliaria (2001–2007) y que cuando explotó (2008–2014). Además, cada vez confían más en la economía española

gracias a su rápida recuperación. La industria inmobiliaria española se ha convertido en una de las estrategias con retorno de ingreso más atractivas para los inversores extranjeros. (JLL and IESE, 2016).

Para finalizar, los indicadores macroeconómicos favorables de la economía española han fomentado la inversión internacional (FDI) en el país, fundamentalmente desde el 2014. Estos indicadores económicos y el alto rendimiento del sector comercial inmobiliario parecen haber estimulado el apetito de la inversión especulativa de los inversores internacionales en la industria inmobiliaria española y han favorecido a su rápido crecimiento y recuperación.

3.4.3 Vehículos de inversión en el sector inmobiliario

Tras haber analizado la importancia de la inversión extranjera en el sector inmobiliario, es necesario conocer los diferentes vehículos de inversión que existen y destacan dentro de él.

El sector inmobiliario español, cada vez es más atractivo para los inversores ya que la recuperación del sector continuó con éxito en el 2017. Según información del ministerio de cooperación para el desarrollo español, el número de transacciones en el sector incrementó durante el 2017 de un 17,8 %. Este crecimiento, fue gracias a la perspectiva del mercado y la caída de la tasa de desempleo. Además, desde el 2014, el número de casas construidas, las ventas de casas residenciales, los precios de las viviendas y el número de hipotecas otorgadas han ido aumentando considerablemente hasta hoy, y se espera que el crecimiento siga con tendencia ascendente. Estos datos indican que el sector residencial español es cada vez más tentador para los vehículos de inversión. Los actores que más están interactuando en el sector residencial a día de hoy son, los Fondos de Inversión, los Desarrolladores Inmobiliarios y las Instituciones Financieras. (Ministerio de cooperación para el desarrollo español)

FIG. 5: INVESTMENT VOLUME BY TYPE OF INVESTOR – 2016

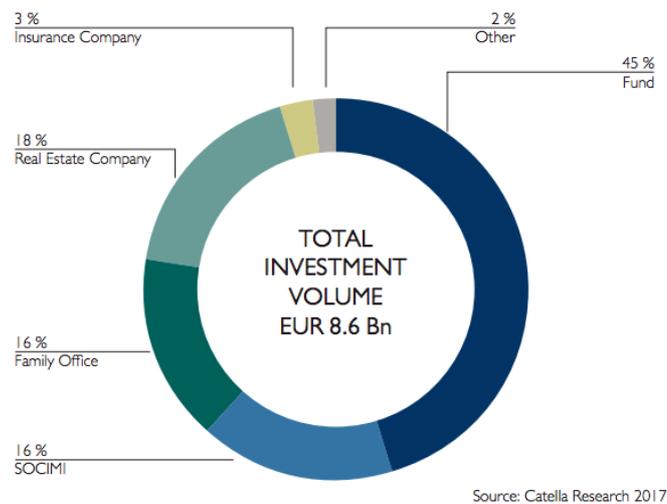


Gráfico 5: Volumen de inversión por tipo de inversor en el 2016 (fuente: Catella 2017)

Este gráfico número 5, del informe de mercado Inmobiliario español realizado por Catella en 2017 ilustra los vehículos más importantes de inversión en España. Existen diferentes vehículos de inversión en el sector, de los cuales se pueden destacar: los **Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) Nacional o Internacional o Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII)**, los **promotores inmobiliarios**, las **consultoras de Real Estate**, las **Instituciones Financieras** y las **SOCIMI**. A continuación, se explicarán cada uno de ellos.

En primer lugar, **los FII** son fondos de inversión que invierten en activos inmobiliarios, primordialmente en bienes destinados al alquiler (plazas de garaje, viviendas, locales etc.). Estas sociedades se benefician de ventajas legales e impositivos y no tienen la obligación de repartir dividendos; tributan a un 1 % de la tasa corporativa. Los FII internacionales también están incluidos en esta inversión. Su participación en el mercado inmobiliario español ha ido aumentando desde el 2012 y cada vez están más interesados en invertir en España. Los más rentables en este momento son: Morgan Stanley Investment Fund US, Brookfield Global Listed Real Estate UCITS Fund US, Henderson Horizon PanEuropean Property Equities, F&C Real Estate Securities, Petercam Real Estate Europe Dividend e Ibercaja Sector Inmobiliario. (E. Sanz, 2017).

Por otra parte, los **fondos de inversión**, activos actualmente en el mercado inmobiliario, valoran el atractivo de invertir en el sector español y las restricciones de capital de los desarrolladores. Los fondos de inversión necesitan conocimiento con experiencia en el mercado y los desarrolladores buscan capital para invertir. Una de las maneras que están colaborando en el mercado es comprando las empresas de los desarrolladores para sacarlas adelante. Por ejemplo, en 2014, el fondo de inversión americano Lone Star dirigido por el argentino Juan Pepa, compró la promotora local de Kutchabank por 930 millones de euros convirtiéndola en Neinor Homes. Esta empresa es hoy en día, la promotora inmobiliaria con la cartera más amplia de viviendas residenciales en España.

(E. Sanz, 2017).

En tercer lugar, están los **promotores inmobiliarios**, los cuales tienen como principal actividad es vender terreno y viviendas residenciales. Desde el estallido de la burbuja, estos agentes han continuado con su labor intentando sacar sus negocios adelante. Son los agentes que ayudan a financiar el crecimiento gracias al riesgo tan elevado al que se someten. Constan con los mejores profesionales que entienden la demanda y la tendencia del mercado inmobiliario que les permiten generar beneficio de cualquier tipo de proyecto. Sin embargo, a causa de esta crisis devastador no todos consiguieron sobrevivir. Su desafío principal presentemente es la dificultad de conseguir los créditos, ya que las instituciones no financian más que el 40 % o 50 % de la inversión. En todo caso, esta cuestión sigue evolucionando poco a poco a lo largo de los años, y se espera que continúe. (Knight Frank, 2017)

Por otro lado, están las **consultoras inmobiliarias**. Estas compañías no son vehículos de inversión directos, pero tienen un rol muy importante en las estrategias de inversión de los actores de inversión. Su función consiste en aportar experiencia y conocimiento sobre el mercado con la ayuda de sus informes de mercado y sus análisis. La mayor consultora inmobiliaria presentemente en el mundo es CBRE (Richard Ellis).

De la misma manera, están las **Instituciones Financieras Españolas**, que también tienen un rol importante en este sector. No solo cumplen con sus funciones básicas como ayudar a la financiación de los fondos de inversión o otorgar préstamos, sino que también están actuando como desarrolladores inmobiliarios vendiendo las

viviendas en garantía que obtuvieron cuando explotó la burbuja a inversores o a propietarios. (Otero-Iglesias, Royo, Steinberg, 2016)

Por último, pero no menos importante, están las **SOCIMI**. Las SOCIMI son *Real Estate Investment Funds, REIT* en sus siglas en inglés., La principal actividad de las sociedades anónimas de inversión inmobiliaria es la inversión directa o indirecta en propiedades urbanas con el fin de alquiler. Llevan a cabo la adquisición la promoción y la renovación de los inmuebles. Sus objetivos fundamentales son: ofrecer a los inversores retornos estables, proporcionar liquidez en las inversiones inmobiliarias, promover el mercado inmobiliario en España e invertir en el capital de otras entidades fuera de España, SOCIMI, o Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria que posean estrategias similares de distribución de beneficios y el mismo objetivo social. Estas Sociedades están reguladas por la Ley 11/2009 del 26 de octubre y modificada por la Ley 16/2012 el 27 de diciembre.

Para que las sociedades estén consideradas como SOCIMI tienen que cumplir los siguientes requisitos (DLA PIPPER, 2015):

- La Sociedad debe tener un capital mínimo de 5 millones de euros y su reserva legal no podrá ser mayor que su capital social.
- Más del 80 % de sus inversiones deberán estar destinadas a viviendas de alquiler, terreno para construir inmuebles o capital invertido en otras SOCIMI.
- Deben de tener más de ocho unidades de inmuebles arrendados y con una duración de al menos tres años de alquiler.
- Más del 80 % del beneficio deberá provenir del alquiler de sus propiedades o retorno recibido por acciones compradas en otras SOCIMI.
- La distribución del beneficio:
 - 100 % del beneficio obtenido de dividendos de otras SOCIMI
 - 50 % de los beneficios generados por las ventas de propiedades o dividendo recibido por acciones en otras SOCIMI
 - 80 % del beneficio generado por arrendamientos y actividades complementarias
- El régimen tributario especial de las SOCIMI:

- Si se cumplen los requisitos: 0 % de impuestos sobre las propiedades arrendadas.
- Si no se cumplen los requisitos: tendrán que pagar una tasa impositiva del 30 % del beneficio de las propiedades alquiladas.
- 19 % del beneficio tributado que corresponde a los dividendos o los intereses en las ganancias distribuidas a los accionistas.

Estas sociedades cada vez están más presentes en España gracias a la recuperación de la crisis. Más adelante, se expondrá cómo su aparición ha impactado al mercado inmobiliario español. En especial se analizará las cuatro SOCIMI más importantes en la bolsa española, que optaron por el mercado continuo. Podemos decir que son las cuatro SOCIMI principales, ya que salieron a bolsa a la vez y poseen hoy con las mayores capitalizaciones bursátiles del mercado. Estas son: Merlin Properties, Axiare Patrimonio, Hispania y Lar España cada una especializada en un sector.

En conclusión, podemos decir que la situación del sector inmobiliario español a cambiado y evolucionado mucho después de la crisis. Un escenario en el que los antiguos participantes del sector inmobiliario como las consultoras inmobiliarias o las instituciones financieras están empezando a interactuar con los nuevos agentes de inversión como las SOCIMI. A continuación, estudiaremos las SOCIMI como vehículo inversor, y analizaremos las cuatro grandes SOCIMI presentes en el mercado inmobiliario español.

4. SOCIMI como vehículo inversor

En el año 2009, se aprobó la regulación de las sociedades de inversión inmobiliaria, pero no fue hasta el 2013 cuando estas sociedades se convirtieron en uno de los vehículos de inversión inmobiliaria más atractivos del mercado. Hoy en día, el mercado cuenta con 51 SOCIMI que cotizan en el mercado alternativo bursátil, de las cuales cinco lo hacen en el mercado continuo. Aquí se analizará, las cuatro SOCIMI más relevantes de la bolsa, cotizan en el mercado oficial.

4.1 Análisis de Axiare, Merlin, Lar e Hispania

Merlin Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Axiare Patrimonio, Lar España Real Estate. Estas sociedades salieron a bolsa a la vez, en el 2014, con cuatro meses de margen. A continuación, se expondrá, como estas sociedades han evolucionado estas sociedades, gracias a su capitalización bursátil, su patrimonio inmobiliario, y el movimiento de sus acciones.

4.1.1 Descripción

Merlin Properties

La SOCIMI denominada como Merlin Properties SOCIMI, S.A se creó el 24 de marzo de 2014 con un capital inicial de 60.000 euros. La empresa fue creada por antiguos ejecutivos de Deutsche Bank. Los principales fondos de inversión que han participado en su crecimiento son: en primer lugar, el Banco Santander con un 25 %, seguidos por BlackRock, Marketfield, e Invesco. El 30 de junio de 2014, la empresa salió en a bolsa en el mercado continuo, por un valor de 1.250 millones de euros. Emitió 125 millones de acciones por un valor individual de 10 euros por acción. Más tarde, en el 2015, empezó a cotizar en el IBEX 35. Actualmente, posee dos promotoras inmobiliarias: Testa (Sacyr) y Metrovacesa.

«La principal actividad de la compañía es la adquisición, gestión activa, operación y rotación selectiva de activos inmobiliarios comerciales de calidad en el segmento de

inversión *Core y Core Plus*, principalmente en España y, en menor medida, en Portugal.» (Merlin Properties, 2018)

Sus activos inmobiliarios, engloban todos los sectores de la industria inmobiliaria. La cartera de la sociedad esta compuesta de 990 locales comerciales, 139 inmuebles de oficinas, 18 centros comerciales, 41 naves industriales y 3 hoteles. Se puede observar, que la cartera de la sociedad está principalmente centrada en el sector del *retail*, con 82% de sus activos invertidos en el sector. Además, la sociedad genera más de 450 millones de euros de rentas anuales brutas, y consta con más de tres millones de metros cuadrados en alquiler.

Hispania Activos Inmobiliarios «»

Hispania Activos Inmobiliarios, fue constituida el 23 de enero del 2014, por la gestora de capital privado especializada en inversión inmobiliaria; Azora Gestión, quién gestiona de manera externa a la SOCIMI. La empresa accedió al mercado de capitales continuo el 14 de marzo del 2014, y pertenece al índice Ibex Small Cap desde el 11 de diciembre del 2014. Los máximos inversores de la sociedad son George Soros y John Paulson.

Su principal objetivo es: «La adquisición y gestión de activos inmobiliarios en España con el objetivo de maximizar los retornos para los accionistas a través de una gestión activa del patrimonio adquirido». (Hispania, 2018). En cuanto a los activos de la compañía, éstos están mayoritariamente invertidos en el sector hotelero. La sociedad insiste en centrarse en los hoteles para aprovechar el fuerte rendimiento del sector hotelero español y lograr una masa crítica.

Axiare Patrimonio

Axiare Patrimonio fue creada el 19 de marzo de 2014. Al igual que las demás SOCIMI, se unió al mercado continuo de la bolsa de Madrid el 9 de Julio de 2014, con un valor de 360 millones de euros. Desde su constitución, la principal preocupación es conseguir el mayor retorno para los accionistas. Los principales inversores de la sociedad

son Perry Capital, Gruss Capital, Pelham Capital, Trowe Price y Taube Hodson Stonex. (Axiare Patrimonio, 2018)

El objetivo primordial que cumple Axiare es «añadir valor al inmueble y maximizar su eficiencia operativa y su rentabilidad, con el fin de atraer mayores flujos de efectivo y una a revalorización que se traduzca en un atractivo retorno para el accionista. A través de una inversión sólida y disciplinada se ha posicionado como la SOCIMI de referencia en el mercado de oficinas de España» (Axiare Patrimonio, 2018). Su cartera está especializada principalmente en el sector de oficinas. Además, tiene activos inmobiliarios de diferentes sectores como naves industriales y parques comerciales siempre localizados en ubicaciones prime. Es la única SOCIMI que esta regulada por el sistema de RICS y consta con edificios de oficinas con el distintivo LEED.

Lar España

Por último, trataremos sobre Lar España, la SOCIMI formada en 2014. Lar, fue la primera SOCIMI en cotizar en el mercado continuo de la bolsa de Madrid, el 5 de marzo de 2014. La compañía, fue creada por el Grupo Lar, que, a día de hoy es el único grupo que tiene el control de ésta. La compañía aterrizó en el mercado con 40 millones de acciones, con un precio individual de 10,2 euros por euros. La capitalización bursátil de la sociedad en su momento fue de 400 millones de euros y los principales accionistas de esta SOCIMI son Pimco y Franklin Templeton Institutional.

El principal objetivo de la sociedad es: «invertir en el mercado inmobiliario español con un plan de gestión patrimonial a largo plazo y de generar altas rentabilidades para sus accionistas a través de un reparto anual significativo de dividendos, y la creación de valor materializada en el incremento del EPRA NAV de la compañía» (Lar España, 2018). Los activos inmobiliarios de la Lar están muy diversificados y abarcan diferentes sectores, principalmente en centros comerciales, pero también en el sector de oficinas y en naves logísticas.

Como se puede observar, las cuatro SOCIMI empezaron a cotizar en Madrid en el mismo año, debido a que como se ha demostrado, era un momento óptimo para entrar en el mercado. Los precios del sector inmobiliario se desplomaron hasta llegar a mínimos

históricos, y estas SOCIMI apostaron fuertemente por una recuperación próspera. A continuación, se comparará la capitalización bursátil de las cuatro SOCIMI.

4.1.2 Capitalización Bursátil

La capitalización bursátil de una compañía que cotiza en bolsa hace referencia al valor total de una compañía basado en el precio del mercado. Es decir, el número de acciones total de una empresa por el precio de cotización de la acción. A modo comparativo e ilustrativo, se procederá a mostrar la evolución de la capitalización bursátil de las cuatro SOCIMI anteriormente mencionadas durante los últimos años. En estos cuatro diagramas de barras se puede apreciar la evolución de la capitalización bursátil de las cuatro SOCIMI anteriormente mencionadas.



Gráfico 6: Diversificación de la cartera de Merlin Properties (Realización propia, fuente: Merlin Properties)

En primer lugar, se puede destacar Merlin Properties como la SOCIMI más importante. Como se puede comprobar, empezó a cotizar con la mayor capitalización bursátil: 1.295.996 millones de euros, casi el triple del valor inicial de las demás. Esta SOCIMI ha logrado durante estos cuatro años representar un mínimo de 40 % de la capitalización bursátil total de las SOCIMI que cotizan en bolsa. Merlin Properties ha aumentado su capital social gracias a las diversas ampliaciones de capital que ha ido llevando a cabo en los últimos años. En 2014 realizó dos ampliaciones de capital y consiguió cerrar el año con 129.152.001 acciones de más. Al año siguiente, realizó otras

dos ampliaciones, y el número de acciones aumentó a 323.030.000 acciones. Su última ampliación de capital fue en el 2016 y hasta de hoy el número de acciones de la compañía se mantiene en 469.771.000 acciones. La capitalización bursátil de la SOCIMI sigue aumentando gracias a la evolución del precio de la acción que más adelante se mostrará. (Bolsa de Madrid y CNMV)



Gráfico 7: Diversificación de la cartera de Hispania (Realización propia, fuente: Hispania)

El segundo puesto lo ocupa, la SOCIMI especializada en el sector hotelero, Hispania. Esta SOCIMI salió a bolsa con una capitalización bursátil de 596.850 euros con un total de 50 millones de acciones a 10,32 euros por acción. La sociedad ha realizado dos ampliaciones en su trayectoria hasta hoy. La primera fue el 27 de abril de 2015, con una ampliación de unos 337 millones de euros. Como su gráfico muestra, el mayor crecimiento que ha sufrido hasta hoy la cotización fue del 2014 al 2015. La segunda ampliación tuvo lugar en 2016 con un aumento de capital de 230.686.268 euros. Gracias a esta ampliación, se pusieron en circulación 25.775.002 nuevas acciones. Actualmente, la capitalización bursátil de Hispania asciende a 1.924.659 euros, y se espera un crecimiento constante. (Bolsa de Madrid y CNMV)



Gráfico 8: Diversificación de la cartera de Axiare Patrimonio (Realización propia, fuente: Axiare Patrimonio)

En tercer lugar, se encuentra Axiare Patrimonio, mostrando un crecimiento robusto desde su constitución. Inició su salida a bolsa con una capitalización de 389.405 euros y hoy consta de 1.344.062 euros. Este aumento se ha producido gracias a sus dos ampliaciones de capital. La primera se realizó en 2015, con el fin de duplicar su capitalización. Se emitieron 35.868.988 nuevas acciones y la capitalización aumentó a 948.750 euros. La segunda ampliación de capital tuvo lugar en marzo de 2017 por una cantidad de 93 millones de euros. Podemos igualmente constatar un aumento significativo en la capitalización del mercado en 2017, cerrando el año con una capitalización de 1.456.331 euros. En cambio, en este primer trimestre de 2018, se puede observar una ligera disminución del capital. Esta disminución es debido a la ecuación de canje realizada tras la OPA con Colonial. La ecuación de canje ha sido de: «1.8554 acciones de Colonial de 2,50 euros de valor nominal por cada acción de Axiare de 10 euros de valor nominal». (Axiare Patrimonio).



Gráfico 9: Diversificación de la cartera de Lar España (Realización propia, fuente: Lar España)

Por último, la sociedad con el menor capital es Lar Activos Inmobiliarios. La SOCIMI cuenta con una diversa cartera de activos inmobiliarios, comenzó en el 2014 con una capitalización de 367.315 millones euros. La sociedad ha realizado desde su inicio una ampliación de capital por año. Su primer gran crecimiento, se produjo en el 2015 gracias a su primera ampliación de capital de 39.935.512 euros, emitiendo 19.967.756 nuevas acciones. Su siguiente ampliación en 2016 aumentó ligeramente su capitalización a 636.500 euros, con un importe nominal de 59.826.958 euros. Su penúltima ampliación, menor que las anterior, fue por un valor de 4.167.070 euros y la inyección de 2.083.535 nuevas acciones, llevó a incrementar el capital de la empresa a 823.428 millones euros. Su última ampliación, ha sido aprobada el 7 de mayo de 2018 y consiste en la emisión de 2.139.437 nuevas acciones con el fin de saldar con su gestora las comisiones aportadas en el ejercicio del año pasado.

Es posible observar que la evolución de las capitalizaciones bursátiles de estas cuatro SOCIMI ha sido exitosa: todas han conseguido una evolución equilibrada gracias a sus diversas ampliaciones de capital. Se afirma que el porcentaje de crecimiento de las SOCIMI entre el 2015 y el 2016 ha sido de un 42 % de media. Los datos justifican que estos vehículos de inversión han aterrizado en el sector inmobiliario con una fuerza

inmensa y que, desde su entrada, están revolucionando el mercado. Este desarrollo es en parte gracias a la enorme subida de precios que está experimentando el sector en esta época de post crisis. Las SOCIMI, a pesar de sus pocos años de vida, se están convirtiendo en uno de los actores más atractivos de inversión. Cada año nacen nuevas SOCIMI en el mercado inmobiliario español, pero, aun así, Merlin, Hispania, Axiare y Lar siguen creciendo ocupando el 70% de la capitalización total de todas las SOCIMI cotizadas en bolsa.

4.1.3 Patrimonio inmobiliario

Cada SOCIMI gestiona con una cartera particular y los cuatro *portfolios* se distinguen por sus inversiones en diferentes ámbitos del sector inmobiliario repartidas por toda la Península Ibérica.

Merlin Properties

El desglose de la cartera de Merlin Properties por el valor bruto de los activos es el siguiente:

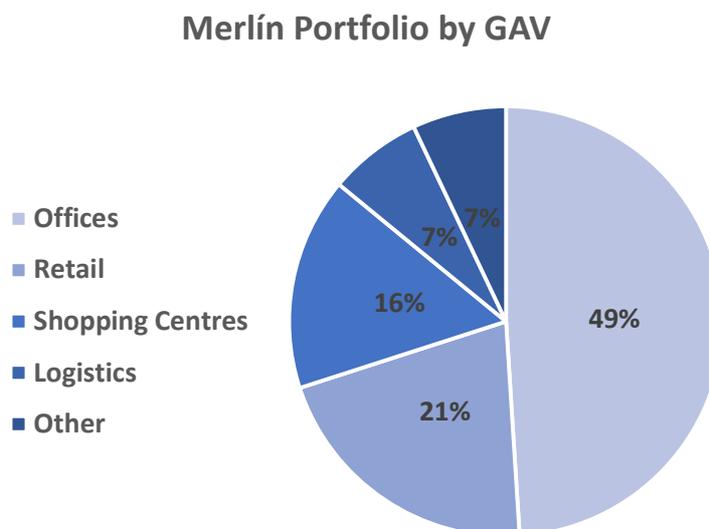


Gráfico 10: Diversificación de la cartera de Merlin Properties, (Realización propia, fuente: Merlin Properties)

Los activos inmobiliarios de esta sociedad están principalmente centrados en el sector de oficinas. Merlin Properties es, actualmente, la SOCIMI con la cartera más extensa.

La cartera de la sociedad cuenta en total con 1.161 activos inmobiliarios y está diversificada de la siguiente manera: 928 locales comerciales, 140 inmuebles de oficinas, 17 centros comerciales, 45 naves industriales y 3 hoteles. Se puede observar que la cartera de la sociedad se centra principalmente en el sector del *retail*, con el 82 % de sus activos invertidos en este sector. La sociedad genera más de 450 millones de euros de rentas anuales brutas, y cuenta con más de tres millones de metros cuadrados en alquiler. Sin embargo, su valor bruto de los activos por sector es el siguiente: 49 % en el sector de oficinas, 21 % en *high street retail*, el 16 % en centros comerciales, el 7 % en logística y un 7 % el resto. (Merlin Properties, 2018) Sus activos inmobiliarios más relevantes de la cartera son: La Torre Gloriés de oficinas, situada en Barcelona con 37,614 m², la Torre Adequa de oficinas en Madrid con 41, 670 m² y el centro comercial Porto Pi con 58,779 m².

Hispania Activos Inmobiliarios

Por otra parte, se examina la diversificación de la cartera por valor bruto de los activos de Hispania Activos inmobiliarios es de la siguiente manera:

Hispania Portfolio by GAV

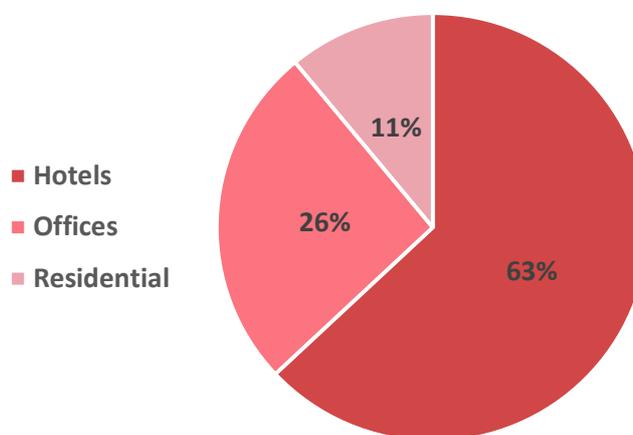


Gráfico 11: Diversificación de la cartera de Hispania Activos Inmobiliarios, (Realización propia, fuente: Hispania Activos Inmobiliarios)

La cartera de la Hispania está principalmente ubicada en el sector hotelero. La sociedad compró un gran número de hoteles a bajo precio, con la perspectiva de que el sector del turismo creciese de nuevo. Unos años más tarde, su crecimiento ha demostrado que así fue.

El valor bruto de los activos de la cartera por sectores está repartido de la siguiente manera: un 63 % en el sector hotelero; la sociedad consta con 45 hoteles los cuales la mayoría están situados en las Islas Baleares y las Islas Canarias. En segundo lugar, el sector de oficinas figura con un 26 %, con 25 edificios de oficinas en posesión. Por último, Hispania está presente en el sector residencial con un 11 % de valor bruto por activos. La sociedad tiene 5 edificios de viviendas residenciales en España. El valor bruto total de los activos de la cartera es de 117.2 millones de euros. Sus principales activos inmobiliarios de la cartera son estos tres hoteles: El Gran Hotel Bahía Real en Fuerteventura de categoría 5* gran lujo, el Hotel Sandos San Blas Nature Resorts & Golf de Categoría 5* con 331 habitaciones y el Occidental Jandía Playa de categoría 4* y con 634 habitaciones.

Axiare Patrimonio

De la misma manera, se analiza la diversificación de la cartera por valor bruto de los activos de Axiare Patrimonio es la siguiente

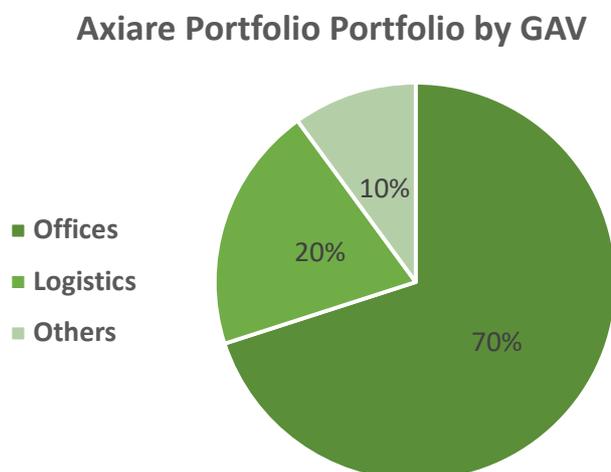


Gráfico 12: Diversificación de la cartera de Axiare Patrimonio, (Realización propia, fuente: Axiare Patrimonio)

Axiare Patrimonio, desde su inicio, se ha centrado principalmente en la inversión en el sector de oficinas. En el 2017, invirtió 215 millones de euros en 6 activos de los cuales 5 eran edificios de oficinas en las mejores ubicaciones de las ciudades más importantes del País: Madrid y Barcelona.

Su cartera está repartida de la siguiente manera: 70 % del valor de los activos brutos pertenecen al sector de oficinas. La sociedad consta con 24 edificios de oficinas en Madrid y 2 en Barcelona. El 20 % del valor total concierne al sector de logística. Axiare posee 12 naves industriales; nueve en la comunidad de Madrid, 2 en Cataluña, y 1 en Sevilla. Por último, el 10 % restante corresponde al sector del *retail*, e incluye la adquisición de 5 centros comerciales. El valor bruto de los activos inmobiliarios de la cartera de la SOCIMI suma hasta 1.710 mil millones de euros. Sus principales activos inmobiliarios de la cartera son: Las oficinas de la Calle Miguel Ángel en Madrid, con 53,4 m², las oficinas de Sagasta 27 con 18,6 m², pero ubicación CBD (*central business districts*) y las naves de San Fernando, con 38 m², pero en el *Ist ring* de Madrid.

Lar España

Finalmente, se observa la diversificación de la cartera por valor bruto de los activos de Lar España es la siguiente:

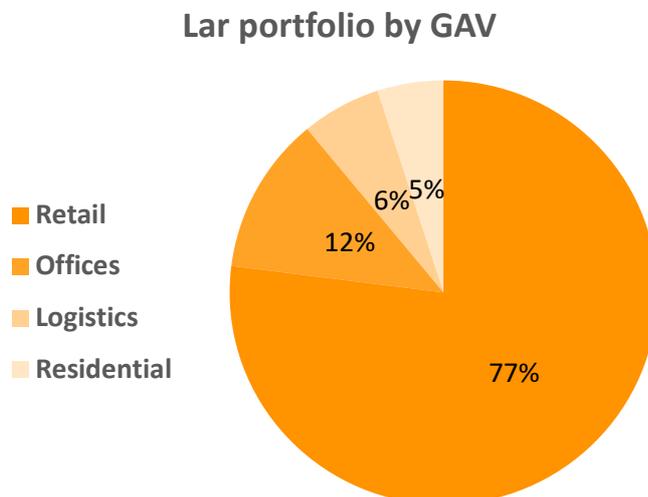


Gráfico 13: Diversificación de la cartera de Lar España. (Realización propia, fuente: Lar Activos Inmobiliario)

La sociedad inmobiliaria, centrada en el sector del *retail*, tiene una cartera muy diversificada que abarca cuatro sectores de la industria inmobiliaria. No obstante, su apuesta fuerte es el sector del *retail*: es la SOCIMI con más activos invertidos en dicho sector.

En este gráfico se puede ver el porcentaje del valor bruto de los activos de la cartera: 77 % en el sector del *retail*. Actualmente, la compañía tiene 16 activos invertidos en centros comerciales. El sector de oficinas representa un 12 %, reflejado por tres activos invertidos en el sector, situados dos en Madrid y un uno en Barcelona. De la misma manera, el 6 % del valor bruto total es del sector de logística. La SOCIMI, posee 6 naves industriales, cinco en Guadalajara y uno en Valencia. En total, la sociedad posee casi 30 activos inmobiliarios. Por último, la sociedad tiene una pequeña inversión en el sector residencial, y posee un edificio de viviendas en Madrid que representa el 5 % del valor bruto total de los activos. Gracias al valor bruto de sus activos inmobiliarios la sociedad genera un total de 1.536 millones de euros. Sus activos inmobiliarios más relevantes de su cartera son: Megapark Barakaldo Retail Park en Bilbao, con 128.000 m², el proyecto de desarrollo en el Centro Comercial Palmas Altas, en Sevilla y el Centro Comercial Gran Vía de Vigo con más de 120.000 m².

4.1.4 Evolución de la acción

En este apartado, se comparará la evolución de las acciones de cada una de las sociedades desde su salida a bolsa. Se pueden obviar los desarrollos de los precios de las acciones de cada una de las SOCIMI en los siguientes gráficos.

Merlin Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Axiare Patrimonio y Lar España, son las cuatro SOCIMI que optaron por cotizar en el mercado oficial, y no en el MAB. El mercado continuo es: «El sistema mediante el cual las cuatro bolsas de valores españolas se encuentran interconectadas como un único mercado bursátil, lo que permite que las acciones coticen simultáneamente en la Bolsa de Madrid, Bilbao, Barcelona y la

de Valencia. Para ello, existe una plataforma electrónica (SIBE), que posibilita dicha operativa». (Diario Expansión). Cotizar en este mercado obliga a las sociedades tener un porcentaje mínimo de liquidez y un mínimo volumen de capitalización. Dentro del mercado continuo, se incluye el Ibex 35, el principal índice bursátil que reúne las 35 empresas españolas con mayor liquidez en el mercado.

En estos gráficos, se muestra la evolución de las acciones desde que las sociedades empezaron a cotizar en bolsa. Las sociedades aquí analizadas se han enfocado en la inversión de activos inmobiliarios con el fin de generar beneficio para sus accionistas. Uno de los factores que ha contribuido el triunfo de estas SOCIMI es la inversión extranjera gracias a la fuerte confianza de los inversores extranjeros en el éxito de estas sociedades. A principios de diciembre de 2016, el porcentaje de inversión extranjera en las SOCIMI era de; 73 % en Hispania, 55 % en Lar España, 50 % en Axiare Patrimonio y 10 % en Merlin Properties.

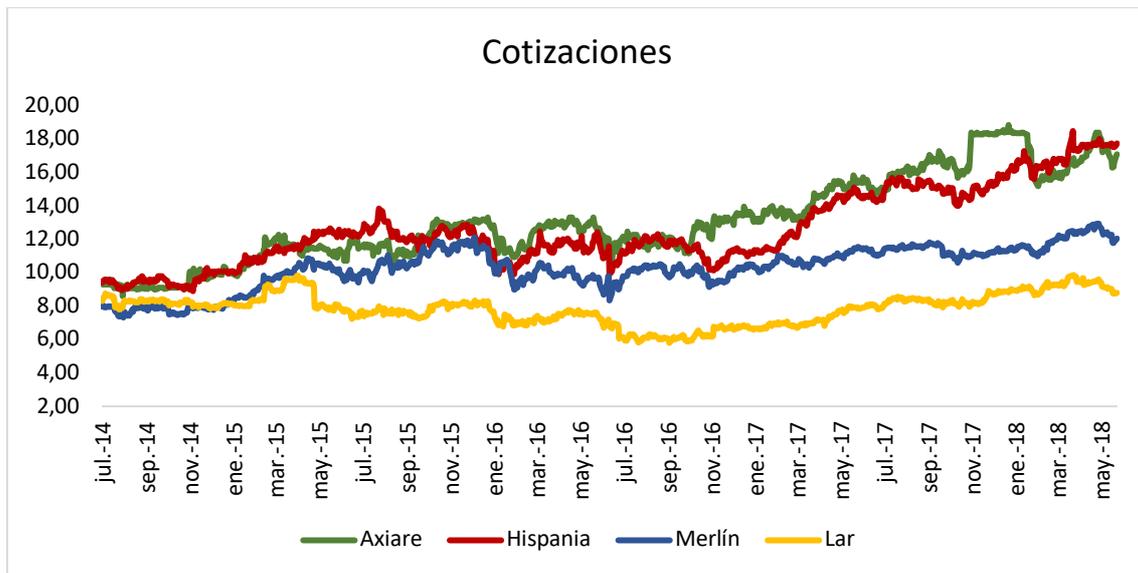


Gráfico 14: Evolución de las cotizaciones de las SOCIMI desde Julio de 2014.
(Realización propia, información investing.com)

En primer lugar, la cotización de Merlin Properties empezó en 9,65 euros por acción, en junio de 2014 y ascendió hasta su momento de máximo alcance en el primer trimestre del 2015, con 13,27 euros por acción. Sin embargo, la acción sufrió varias oscilaciones más adelante, resaltando su mayor caída en julio de 2016, cuando la acción alcanzó sus mínimos históricos con un precio de 8,33 euros por acción. Desde entonces,

la acción ha seguido un crecimiento constante y se sitúa hoy en un precio de 11,9 euros por acción. (Bolsa de Madrid)

En cuanto a la acción de la SOCIMI hotelera Hispania, ésta ha ido evolucionado de manera satisfactoria hasta el presente aun teniendo algún bache salvando algún escollo. La acción empezó a cotizar a un precio de 10,32 euros por acción y continuó su crecimiento hasta mediados de agosto del 2015. Después, la sociedad sufrió una bajada de su acción hasta enero de 2017. A partir de entonces, la cotización de la sociedad empezó y siguió ascendiendo hasta hoy, donde la acción ha llegado a sus máximos históricos en abril del 2018, con un precio de 18,50 euros por acción. Este incremento es fruto de la OPA ha lanzado Laxton a la sociedad, que más tarde se explicará en detalle. Hispania cotiza hoy en día a 17,50 euros por acción.

Además, de distingue la cotización de Axiare Patrimonio, la única SOCIMI que ha mantenido su desarrollo estable hasta el presente. La acción empezó cotizando a 9,80 euros por acción; alcanzó su precio más bajo poco después de empezar a cotizar, con un valor de 8,95 euros por acción en agosto del 2014. Desde entonces su crecimiento ha sido firme, alcanzando su precio máximo de 18,86 euros por acción, en enero de 2018. Esto ocurrió cuando Colonial lanzó la OPA para controlar el 80 % de la SOCIMI. Actualmente, la cotización se sitúa 16,32 euros por acción y está controlada por Colonial.

Finalmente, se examina aquí la cotización de Lar España. La acción de esta SOCIMI no ha seguido el mismo crecimiento que las demás, sino el contrario. Empezó con el mayor precio inicial entre las SOCIMI, 10,15 euros por acción. Se mantuvo estable hasta abril de 2015, cuando la cotización alcanzó su máximo con 10,95 euros por acción. Desde ese momento, la acción se hundió y en septiembre de 2016 alcanzó su precio más bajo, 6,01 euros por acción. Desde aquel episodio, la acción se ha recuperado de forma gradual hasta hoy, que cotiza a 8,84 euros por acción.

En conclusión, se puede decir que las SOCIMI que han experimentado el mayor crecimiento en su cotización son Axiare Patrimonio e Hispania. Las dos sociedades rondan entre los 16 y 18 euros por acción, mientras que Merlin y Lar oscilan entre los 8 y 11 euros por acción. Esto no quita que Merlin sea la SOCIMI más importante de las cuatro y con la mayor capitalización bursátil.

4.2 SOCIMI como vehículo inversor

El sector inmobiliario, fue fuertemente tocado durante el periodo de crisis y una de las principales medidas tomadas por el Gobierno fue la introducción del nuevo régimen de la ley para las SOCIMI en el año 2013. La característica clave del régimen legal el impuesto corporativo para estas empresas de un 0 %. Esta legislación aumentó el interés de inversión en estas sociedades, por parte de los inversores internacionales. Desde el 2013, se han creado 51 SOCIMI que presentemente cotizan en bolsa. Cada SOCIMI adquirió diferentes activos inmobiliarios cuando empezaron su extenso crecimiento en el 2013 y 2014 cuando los precios estaban a mínimos históricos.

Actualmente, estas cuatro SOCIMI están empezando a disponer de activos inmobiliarios *non-core* y centrándose en un solo sector (oficinas, hotel, logístico y centros comerciales o *retail*) con el fin de ganar competitividad en el mercado. Como anteriormente se ha analizado, Merlin Properties y Axiare Patrimonio se centran en el sector de oficinas y Hispania Activos Inmobiliarios en Hoteles, y Lar España en centros comerciales. Los inversores tienen tanto interés en invertir en ellas por varias razones:

- Disponen de activos inmobiliarios con rentas muy estables y en ubicaciones prime
- Entraron en el mercado en el mejor momento, cuando los precios estaban bajos y por eso han conseguido tanta rentabilidad,
- Distribuyen más dividendo a sus accionistas, ya que no pagan el impuesto corporativo

Por lo tanto, se espera que la actividad del sector inmobiliario aumente exponencialmente en los siguientes años si la inversión en las SOCIMI sigue creciendo de manera robusta, como hasta ahora.

4.2.2 Operaciones relevantes

Desde su creación, las SOCIMI se han convertido en uno de los mayores vehículos de inversión del sector inmobiliario español. Entraron en el mercado continuo, en el momento idóneo justo después de la gran crisis devastadora, viendo una rentabilidad

potencial muy atractiva. Estos últimos años estas cuatro SOCIMI han desempeñado altas rentabilidades para sus inversores, y tienen unas expectativas de crecimiento excelentes. Gracias a esto, se han convertido en un punto de mira para los grandes inversores extranjeros y las grandes empresas competidoras. Por consiguiente, en este apartado cabe destacar las operaciones relevantes que han surgido recientemente respecto a estas SOCIMI.

La operación más relevante ha sido la Oferta Pública de Adquisición (OPA), realizada por parte de la SOCIMI Colonial a Axiare. Una OPA se define como: “Una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio. Aunque suele ser en efectivo, este precio también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones).” (CNMV)

Por un lado, Colonial era primer accionista de Axiare antes de Lanzar la OPA, y poseía un 15,5 % de capital de Axiare. En noviembre de 2017, la sociedad compradora adquirió un 13,3 % llegando a ocupar más del 25 % del capital de la SOCIMI, anunciando a su vez la OPA sobre el 100 % de la compañía. Tras meses de negociación, la operación se aceptó con éxito por el valor de 25.912569 acciones. Colonial ofreció 18,36 euros por acción y Axiare se valoró con una capitalización de 1.451 millones. Hoy en día, Colonial es la segunda empresa inmobiliaria con el mayor porcentaje de oficinas en su *portfolio*. (Rebecca Arroyo, Expansión)

Por otro lado, recientemente el Fondo Estadounidense Blackstone ha anunciado el pasado 5 de abril la OPA a la SOCIMI hotelera por un valor de 1.590 millones de euros. La oferta se basa en el 83,5 % del capital a un precio de 17,45 euros por acción. Hay que tener en cuenta que esta oferta está hecha con una reducción de alrededor de 5 % del precio por acción. El fondo compró un 16,5 % del capital de Hispania al mayor inversor de la sociedad Soros. Blackstone es actualmente el primer inversor de la compañía y está a la espera de la aceptación por parte de Hispania y la CNMV. Si se realiza con éxito esta operación Blackstone pasaría la compañía inmobiliaria con mayor número de hoteles de España.

Como conclusión, se puede afirmar que, gracias a estas operaciones, las SOCIMI son unos vehículos de inversión muy atractivos no solo para inversores sino también para otras empresas como las propias SOCIMI que han centrado sus intereses en la inversión o la compra de las SOCIMI. Estas operaciones ayudan a un que las SOCIMI sigan teniendo un crecimiento acelerado.

5. Conclusiones

El sector inmobiliario y la economía española sufrió una crisis devastadora en el año 2008 en gran parte por culpa del estallido de la burbuja inmobiliaria. Fue en otras palabras, la crisis de las hipotecas *subprime* que vino arrastrada desde Estados Unidos. Pero España, a pesar de ser uno de los países europeos más afectados, ha sido el país que ha llevado a cabo la recuperación más rápida gracias a diferentes factores. El sector inmobiliario español se ha recuperado bruscamente de esta crisis financiera de la mano de la mejora de la economía. Se puede certificar, que el PIB registró una tasa de crecimiento del 3 % en 2017, siendo el porcentaje de crecimiento más alto de los países que pertenecen a la Unión Europea y con niveles de inflación de alrededor de 2 % en enero de 2018.

Además, la tasa de empleo ha experimentado una bajada muy significativa encontrándose por debajo del 20 %. Puesto que el sector inmobiliario y la economía del país fueron los más afectados durante esta crisis, el Gobierno español y la Unión Europea pusieron en marcha ciertas medidas para ayudar a llevar a cabo una buena recuperación. Una de las medidas que cabe destacar, fue el régimen fiscal para las SOCIMI, imponiéndoles un impuesto corporativo del 0 %. La nueva legislación aumentó el interés de los inversores nacionales e internacionales hacía el sector del ladrillo. Desde el 2013, se han creado 51 SOCIMI que han ayudado a la recuperación del sector inmobiliario y de la económica española. Las principales SOCIMI que cotizan en bolsa son las que se han analizado en este trabajo. Merlin Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Axiare Patrimonio y Lar España, en orden de mayor a menor. Estas sociedades salieron a bolsa a la vez en el 2014, cuando los precios de los activos inmobiliarios rozaban los mínimos históricos. Estas cuatro sociedades supieron ver la gran oportunidad que tenían delante adelantando que el sector se recuperaría a la larga, y así fue. Estas sociedades invierten en activos inmobiliarios con rentas muy elevadas en los diferentes sectores de la industria inmobiliaria: Oficinas, logístico, residencias, hotelero y venta minorista (*retail*).

Gracias al análisis realizado de estas cuatro SOCIMI, se puede concluir que las dos sociedades más importantes son Merlin, centrada en oficinas, e Hispania especializada en hoteles. No obstante, esto no significa que Axiare y Lar no sean grandes

vehículos de inversión. Por ejemplo, Axiare patrimonio es la SOCIMI, con el mayor precio de cotización y las mayores perspectivas de crecimiento. Por lo tanto, cabe destacar como las SOCIMI son el vehículo de inversión más atractivo del mercado. En primer lugar, las SOCIMI al no tener que pagar impuestos corporativos tienen la oportunidad de repartir un mayor número de dividendo a sus accionistas. En segundo lugar, sus rentas durante estos años han sido mucho más elevadas que las de otras sociedades, ya que estas, compraron una gran parte de activos inmobiliarios a precios extremadamente bajos y ahora los precios se están disparando a causa de la recuperación económica. Por último, invierten en activos en ubicaciones *prime* de alta calidad y en los sectores más desarrollados y ms rentables como en el de oficinas y logísticos.

Tras haber terminado el análisis de la recuperación de esta crisis inmobiliaria y el mercado de las SOCIMI, se puede concluir, que “gracias” al escenario de *post crisis* en España, han surgido oportunidades excelentes de negocio como las SOCIMI, que han impulsado a la economía del país, atrayendo una gran inversión nacional y extranjera al mercado español.

6. Bibliografía

- Catella. (2017). *Real Estate Market Spain – 2016/2017* (p. 2).
- González, S. (2017). La vivienda ya supone más del 4,5% del PIB. *El Mundo*. Madrid, España
- CBRE. (2016). *Real Estate Market Outlook, España*
- Otero-Iglesias, M., Royo, S., & Steinberg, F. (2016). *The Spanish financial crisis: Lessons for the European Banking Union*
- A. Alonso Neira, M., Bagus, P., & Rallo Julián, J. (2010). *La Crisis Subprime A La Luz De La Teoría Austriaca Del Ciclo Económico: Expansión Crediticia, Errores De Decisión Y Riesgo Moral*
- Finanzas Prácticas. (s.f.). *Hipoteca Subprime*.
<https://www.finanzaspracticas.com.co/finanzaspersonales/presupuestar/familiars/subprime.php>
- Pandelica, A., & Pandelica, I. (2009). *Consumers' Reaction and Organizational Response in Crisis Context*
- S.L., U. (2018). Caja de ahorros.
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/caja-de-ahorros.html>
- Manuel Naredo, J. (2009). *La Cara Oculta de la Crisis El Fin del Boom Inmobiliario y sus Consecuencias*. Madrid.
- Mc Graw Hill. (2013), *The Nature of Real Estate and Real Estate Markets*. Fourth Edition. Volume 1.
- Maluquer Advocats. (2012). *Spanish Bank Restructuring Several months of improvisation*. Athens.
- Boletín Oficial del Estado. (2012). *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012*.
- Banco de España. (2013). *Saneamiento y reestructuración del sector bancario español*.

- Thompson, M. (2012), “Spanish bank bailouts get go-ahead”, CNN Money.
<http://money.cnn.com/2012/11/28/news/economy/spain-banks-bailout/index.html>
- De Juan, A., F. Uría & I. de Barrón (2013), *Anatomía de una crisis*, Deusto, Madrid.
- JLL. (2017). *Real Estate Investment Market Report*. España.
- BBVA. (2014). *La reforma del sector bancario español hasta la recuperación de los flujos de crédito*.
- Aguirre Newman. (2017). *Market report Spain Retail*.
- CBRE. (2017). *Real Estate Market Outlook, España*.
- KPMG. (2015). *Real Estate 2015, Year Zero for the Real Estate Sector Recovery in Spain*.
- DLA PIPER. (2015). *Real Estate Investment in Spain. The legal perspective*.
- SANZ, E. (2017, 28 marzo). ¿Quién es quién en Neinor Homes? *El Condifdencial*
- Knight Frank (2017). *Madrid Suelo. Spain. Residencial research*.
- Arroyo, r. (2018). Éxito en la opa de Colonial sobre Axiare que pasa a controlar el 87% de la Socimi. *Expansión*,
- Sevillano, L (2015, 25 octubre). La burbuja que embriagó a España. *El País*
https://elpais.com/economia/2015/10/20/actualidad/1445359564_057964.html
- Arrolo, R., Ruiz R. (2017). ¿Será 2017 el año de las fusiones entre SOCIMI´s?.
Expansión
- FROB. (2015). *Naturaleza y régimen jurídico: Ley 11/2015, de 18 de junio de 2015*.
<http://www.frob.es/es/Sobre-el-FROB/Paginas/Naturaleza-y-regimen-juridico.aspx>
- Banco Santander. (2015). *Foreign investment in Spain*.
- CBRE (2018). *Spain. Real Estate Market Overview*.
- Solventis Corporate Finance. (2013). *Investment vehicle SOCIMI*.
- Axiare Patrimonio. (2017). *Corporate Presentation, Creating Core Products*

Merlin Properties. (2018). *Company Overview, June 2018*

Hispania Acitvos Inmobiliarios. (2017). *Hispania Corporate Presentation, A unique hotel REIT, focused in Spain, the largest vocational market in Europe.*

Gobierno de España. (2012, septiembre). *Reformas del Gobierno, Determinación Frente a la Crisis.*

<http://www.lamoncloa.gob.es/Documents/lasreformasdelgobiernodeespañoespañolcongráficos.pdf>

Consejo de la Unión Euoepa. (2018). *Union Bancaria.*

<http://www.consilium.europa.eu/es/policies/banking-union/>

Expansión. (2018). *Mercado Continuo.*

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-continuo.html>

Rubio. M. (2016). European commission: *Macroeconomic Implications of Housing Prices: The Case of Spain*

(s.f.). <https://www.infobolsa.es/>

(s.f.). <http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Portada/Portada.aspx>

CNMV. (s.f.). <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

(s.f.). <http://www.sepe.es/>