



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE

# **La aparición de las SOCIMIs y la recuperación del sector inmobiliario español**

Autor: Diego Valentín Ruiz Nazábal

Director: Marta Ramos Aguilar

## **Resumen**

El objetivo de este trabajo es (1) analizar la situación actual del sector inmobiliario y de construcción español, (2) estudiar la situación del mercado de inversión inmobiliaria en el periodo “pre-crisis”, de crisis y “post-crisis”, (3) estudiar y analizar el innovador vehículo de inversión inmobiliaria la SOCIMI y (4) conocer el grado de relación entre la recuperación del sector inmobiliario español con la aparición del nuevo vehículo de inversión. Para ello, se realizará un breve análisis histórico y del sector, teniendo en cuenta la pasada crisis inmobiliaria, además, se llevará a cabo un estudio de las principales características y principios del vehículo SOCIMI, así como su historia y antecedentes, adicionalmente se comparará este con las tradicionales vías de inversión inmobiliaria y, por último, se realizarán conclusiones.

Palabras clave: Crisis inmobiliaria, Burbuja, Inversión, Fondo de Inversión Colectiva, SOCIMI, Recuperación, MAB, Regulación, REIT

## **Abstract**

The objective of this paper is (1) to analyze the current situation of the Spanish real estate and construction sector, (2) to study the situation of the real estate investment market in the "pre-crisis", crisis and "post-crisis" periods, (3) study and analyze the innovative real estate investment vehicle SOCIMI (REIT) and (4) describe the relationship between the recovery of the Spanish real estate sector and the appearance of the investment vehicle known as REIT. For this purpose, a brief historical and sectorial analysis will be carried out, taking into account the effects on the real estate sector during the global financial crisis of 2008. In addition, a study of the main characteristics and principles of the SOCIMI vehicle will be conducted, as well as its history and background. Moreover, this will be compared with other traditional real estate investment strategies and, finally, concluding with key points and observations.

Keywords: Real estate crisis, Bubble, Investment, Collective Investment Fund, SOCIMI, Recovery, MAB, Regulation, REIT

# Índice

<b>Introducción .....</b>	<b>- 6 -</b>
<b>1. Marco Teórico.....</b>	<b>- 8 -</b>
<b>2. El sector inmobiliario y de construcción en España .....</b>	<b>- 12 -</b>
<b>2.1 Situación “Pre-Crisis” .....</b>	<b>- 12 -</b>
<b>2.2 El comienzo e hinchazón de la burbuja .....</b>	<b>- 14 -</b>
2.2.1 La financiación de la vivienda y la crisis <i>subprime</i> .....	- 15 -
<b>2.3 El “boom” y sus consecuencias .....</b>	<b>- 17 -</b>
<b>3. La inversión inmobiliaria .....</b>	<b>- 19 -</b>
<b>3.1 Los mercados de inversión inmobiliaria .....</b>	<b>- 21 -</b>
3.1.1 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado <i>retail</i> .....	- 22 -
3.1.2 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado de oficinas.....	- 22 -
3.1.3 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado residencial.....	- 23 -
3.1.4 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado hotelero .....	- 24 -
<b>3.2 Catálogo de inversores .....</b>	<b>- 24 -</b>
3.2.1 Compañías de Seguros.....	- 25 -
3.2.2 Fondos de Pensiones .....	- 25 -
3.2.3 Empresas Patrimonialistas no Cotizadas.....	- 26 -
3.2.4 Inversores Extranjeros .....	- 27 -
3.2.5 SOCIMI .....	- 28 -
<b>4. SOCIMI, nuevo vehículo de inversión.....</b>	<b>- 30 -</b>
<b>4.1 Los REITs la base de las SOCIMIs.....</b>	<b>- 31 -</b>
<b>4.2 Las SOCIMIs, sus características, regulación y requisitos.....</b>	<b>- 33 -</b>
<b>4.3 Cambio regulatorio: Ley 2009 vs. Ley 2012 .....</b>	<b>- 36 -</b>
<b>4.4 Constitución de las SOCIMIs y principales agentes.....</b>	<b>- 38 -</b>
4.4.1 El MAB, Mercado Alternativo Bursátil .....	- 39 -
4.4.2 El Asesor Registrado.....	- 39 -
4.4.3 El Proveedor de Liquidez.....	- 40 -
<b>4.5 ¿Por qué invertir a través de una SOCIMI? .....</b>	<b>- 40 -</b>
<b>5. Nuevo escenario de inversión en España .....</b>	<b>- 42 -</b>
<b>5.1 Las SOCIMIs en España .....</b>	<b>- 43 -</b>
<b>5.2 La inversión residencial y hotelera se consolidan.....</b>	<b>- 44 -</b>
<b>6. Conclusión .....</b>	<b>- 48 -</b>
<b>7. Bibliografía .....</b>	<b>- 51 -</b>

## Listado de Gráficos

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO NOMINAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA .....	- 12 -
GRÁFICO 2: TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO EN ESPAÑA Y EN LA ZONA EURO .....	- 16 -
GRÁFICO 3: RENDIMIENTO TOTAL, POR RENTAS Y DE CAPITAL (2001-2010) .....	- 20 -
GRÁFICO 4: RENDIMIENTO TOTAL POR SEGMENTO .....	- 21 -
GRÁFICO 5: VOLUMEN DE INVERSIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA POR SECTOR ("POST-CRISIS") .....	- 42 -
GRÁFICO 6: NÚMERO DE SOCIMIS EN LA BOLSA ESPAÑOLA Y SU CAPITALIZACIÓN .....	- 44 -
GRÁFICO 7: EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE TRANSACCIONES (RESIDENCIAL) SEGÚN TIPOLOGÍA: PRIMERA O SEGUNDA MANO .....	- 45 -

## Listado de Tablas

TABLA 1: MODALIDADES DE PLANES DE PENSIONES Y FONDOS DE PENSIONES.....	- 26 -
TABLA 2: REQUERIMIENTOS LEGALES DE LAS SOCIMI (COMPARATIVA REGULACIÓN DE 2009 vs. 2012) .....	- 37 -

## **Introducción**

**Justificación del interés de la cuestión:** El sector inmobiliario español ha constituido durante mucho tiempo un pilar fundamental de la economía española, contribuyendo altamente al PIB (Producto Interior Bruto) del país. Es por ello por lo que, la crisis económica, propiciada principalmente por el estallido de una burbuja inmobiliaria especulativa, afectó severamente a la economía española causando fuertes estragos tanto sociales como económicos.

Con el objetivo de reanimar un mercado inmobiliario fuertemente afectado y débil, se llevan a cabo una serie de medidas que permiten la aparición y creación de nuevos vehículos de inversión, que se atañen a una estricta regulación, pero que se benefician de una situación fiscal y estructural privilegiada. Estos vehículos se denominan SOCIMIs y nacen de la mano de los REITS estadounidenses.

Actualmente vivimos una época muy favorable para la inversión inmobiliaria, en la que se ha recuperado el interés extranjero por la misma y han surgido nuevos activos inmobiliarios altamente atractivos que hacen el mercado más diversificado.

El siguiente documento analizará y estudiará, si la formalización de la regulación que da paso a la creación de SOCIMIs fue en su tanto efectiva para reanimar el mercado inmobiliario español y lograr su estabilización.

**Objetivos:** Por alcanzar mediante este trabajo son los siguientes:

- Analizar las razones, causas y consecuencias de la creación y estallido de la burbuja inmobiliaria en España.
- Estudiar el sector de inversión inmobiliaria y sus principales características.
- Estudiar y dar a conocer el novedoso vehículo de inversión SOCIMI.
- Analizar la recuperación del sector inmobiliario español y conocer cuál es el nivel de afección de la formación de las SOCIMIs a este fenómeno.

**Estructura:** El siguiente documento está dividido en cuatro apartados diferentes:

1. El sector inmobiliario y de construcción en España
2. El mercado de inversión inmobiliaria y sus características
3. La SOCIMI
4. Nuevo escenario de inversión

**Metodología:** Para llevar a cabo este documento se ha realizado una investigación documental y bibliográfica

sobre las causas de la pasada crisis financiera y estallido de la burbuja inmobiliaria. A su vez, se han analizado datos macroeconómicos del sector y del país. Seguidamente, se ha realizado una nueva investigación documental y bibliográfica sobre el escenario de inversión inmobiliaria en España antes, durante y después de la recesión económica. A continuación, se ha llevado a cabo un estudio en detalle de las características, regulación y requisitos de las SOCIMIs y de su aportación a la recuperación del mercado. Por último, se ha comparado la situación “pre-crisis” del mercado de inversión inmobiliaria con la de “post-crisis” y se han realizado conclusiones.

## 1. Marco Teórico

Coremberg define el sector inmobiliario como la superposición de diferentes submercados, en los cuales se realizan transacciones heterogéneas, es decir, transacciones de diferente carácter, dependiendo de factores del inmueble como la localización, antigüedad, financiación, calidad o tenencia. A su vez, hace énfasis en la determinación del activo como bien de consumo o de capital.<sup>1</sup> Con respecto a este último punto, Friedman expone la vivienda como un bien de consumo, si el objetivo final de su adquisición es la demanda de sus servicios, de lo contrario, con el fin último de aumentar patrimonio y en ocasiones lograr generar rentabilidades se trataría de un bien de capital.<sup>2</sup>

Los mercados inmobiliarios se pueden calificar en dos: primario, en el que se trata de inmuebles nunca habitados, es decir, de nueva construcción. Y secundarios, cuando se refiere a inmuebles que ya han sido previamente usados y se exponen en el mercado de compra y venta.

Según Ocerín y Brañas el mercado inmobiliario se caracteriza, entre otros, por los siguientes principios:<sup>3</sup>

1. El bien inmobiliario satisface una necesidad humana básica.
2. Son bienes de carácter heterogéneo, ya que los atributos de uno pueden diferir de los de otro.
3. La vivienda es reconocida como generación de riqueza.
4. Se caracteriza por exigir altos costes de transacción.
5. Dificil medida del nivel de demanda en el mercado.

El mercado inmobiliario se puede simplificar en cinco principales fases de actuación:<sup>4</sup>

1. Actuaciones sobre el suelo: Planificación y Gestión.
2. Transformación del terreno en suelo: Conversión de terrenos de carácter rústico en solares urbanizables.
3. Edificación del inmueble: Este puede ser principalmente residencial, oficinas, industrial, retail u hotelero.
4. Comercialización: Venta o alquiler del inmueble en el mercado primario o secundario.
5. Mantenimiento, rehabilitación y/o mejora del activo inmobiliario.

La inversión inmobiliaria, caracterizada por tener como principal objetivo adquirir o vender una propiedad inmobiliaria con el fin de generar rentabilidades y plusvalías, es realizable asumiendo las 4 fases, anteriormente

---

<sup>1</sup> (Coremberg, 2000)

<sup>2</sup> (Friedman, 1962) y (Coremberg, 2000)

<sup>3</sup> (Caridad y Ocerin & Brañas-Garza, 1997)

<sup>4</sup> (Instituto de Estudios Económicos)

descritas, o participando únicamente en el proceso de una o varias de ellas. De tal forma que se podría tratar o bien de un proyecto de inversión completo (desde la fase primera hasta la última) o bien de participar simplemente en una única fase como puede ser el mercado de compra y venta de inmuebles o de terrenos.

Con respecto a la inversión, en un mercado como el inmobiliario, afirma Anthony Downs, doctor por la Universidad de Stanford y consultor del Departamento Residencial y de Desarrollo Económico en EE. UU., que la comprensión del mercado nacional y de los mercados extranjeros, es decir globales, es fundamental para la determinación de la estrategia y metodología de inversión. Todo proyecto inmobiliario cubre una necesidad de un mercado local, pero, sin embargo, el éxito de este tipo de inversión depende de unas condiciones financieras que están principalmente determinadas por factores globales, más que por factores locales.<sup>5</sup>

Jaime Sabal, expone en la conferencia *L'atractiu fiscal dels nous REIT espanyols (SOCIMI)*, que el mercado inmobiliario dispone de un nivel de eficiencia racional, operacional e informacional claramente inferior que el de el mercado de valores.<sup>6</sup>

- Eficiencia informacional: El mercado de valores se caracteriza por disponer de fácil acceso a gran parte de la información necesaria para la toma de decisión de inversión. Por el contrario, en el mercado inmobiliario el acceso a la información es complejo debido a que este depende de la red de intermediarios, los cuales comúnmente mantienen actitudes reacias a compartir información. Sabal afirma que, la eficiencia informacional en el mercado inmobiliario depende de la categoría del producto de la transacción (residencial, oficinas, industrial, retail u hotelero), siendo el mercado para activos inmobiliarios de oficina el más transparente y, por lo contrario, el mercado para activos residenciales, el cual se considera muy atomizado y desestructurado, el menos eficiente.
- Eficiencia operacional: Los elevados costes de transacción que fomenta el mercado inmobiliario restringen el arbitraje en la formación de los precios, proporcionando así una capacidad operacional menos eficiente que en el mercado de valores.
- Eficiencia racional: Dado que se trata de invertir en un producto tangible, como es un inmueble con sus atributos (localización, antigüedad, estado...), Sabal afirma que la racionalidad del inversor disminuye, tomando, en ocasiones, decisiones de forma irracional. La inversión en este sector se caracteriza, en gran parte de las ocasiones, por la anteposición del sentimiento inversor ante los modelos cuantitativos de inversión.

---

<sup>5</sup> (Downs, 2006)

<sup>6</sup> (Sabal, 2008)



El doctor Anthony Downs afirma que, debido a las particularidades anteriormente mencionadas, el sector inmobiliario enfocado a la inversión se caracteriza por: (1) No disponer de una metodología estandarizada para la medición de retornos y valoración de proyectos inmobiliarios. (2) Escasez de transparencia en comparación con la inversión en mercados de valores. (3) Dificultad para la precisa medición del nivel de oferta y demanda. Es por ello por lo que, promotores, en numerosas ocasiones, bajo el desconocimiento del estado del mercado, tienden a crear una sobre-oferta.<sup>7</sup>

A estas características y a las mencionadas al comienzo del capítulo añade Bowen H. McCoy en su libro *The Dynamics of real estate capital markets*, que el sector inmobiliario también se caracteriza por la indivisibilidad de los inmuebles, la falta de rapidez a la hora de ajustar los precios y por la dificultad de valoración exacta de los activos. Estos factores hacen que la inversión en este sector genere mayores rentabilidades pero que a su vez suponga más riesgo para el inversor.<sup>8</sup>

Hoy en día se logra transformar la inversión inmobiliaria, consiguiendo de esta forma controlar las “distorsiones” arriba mencionadas gracias a la creación de nuevos vehículos de inversión inmobiliaria como lo son, por ejemplo, los REITS (Real Estate Investment Trust) en EE. UU. y lo son las SOCIMI (Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) en España.

Las SOCIMI son vehículos de inversión inmobiliaria, de carácter reciente en España, y que se caracterizan principalmente por disponer de ventajas fiscales en comparación con los demás vehículos utilizados previamente a su llegada a España y por tratarse de vehículos cotizados, lo cual permite una mayor facilidad de comercialización (su capital queda abierto a todo tipo de inversores). Su origen se encuentra en los vehículos de inversión inmobiliaria estadounidenses conocidos como REITS.

Según Alfonso Benavides, responsable global del área inmobiliaria en *Clifford Chance* y Guillermo Rodrigo, ambos abogados en *Clifford Chance*, el objetivo principal de la creación de un vehículo de inversión como las SOCIMI es “favorecer e incentivar la entrada del capital pequeño y mediano en la inversión inmobiliaria profesional.” (Suarez, y otros, 2011, pág. 141) De esta forma surge una opción de inversión inmobiliaria novedosa que ofrece un régimen fiscal muy atractivo y ventajoso y que abre las puertas de la inversión inmobiliaria profesional principalmente a particulares.

En el capítulo cuarto se profundizará en el análisis de constitución de las SOCIMI y se dará una visión más amplia del concepto y de sus principales características, sin embargo, es resaltable que, la formación y expansión de las SOCIMI en España tiene tres principales motivos: (1) Impulsar el mercado de alquiler en el país, el cual,

---

<sup>7</sup> (Downs, 2006)

<sup>8</sup> (McCoy, 2006)

como queda detallado en el siguiente capítulo, es claramente inferior al de los países europeos vecinos. (2) Generar mayor liquidez en las inversiones de tipo inmobiliario. Y (3) Lograr rentabilidades que sean menos volátiles, es decir, más estables para el inversor.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> (Solventis Corporate Finance, 2019)

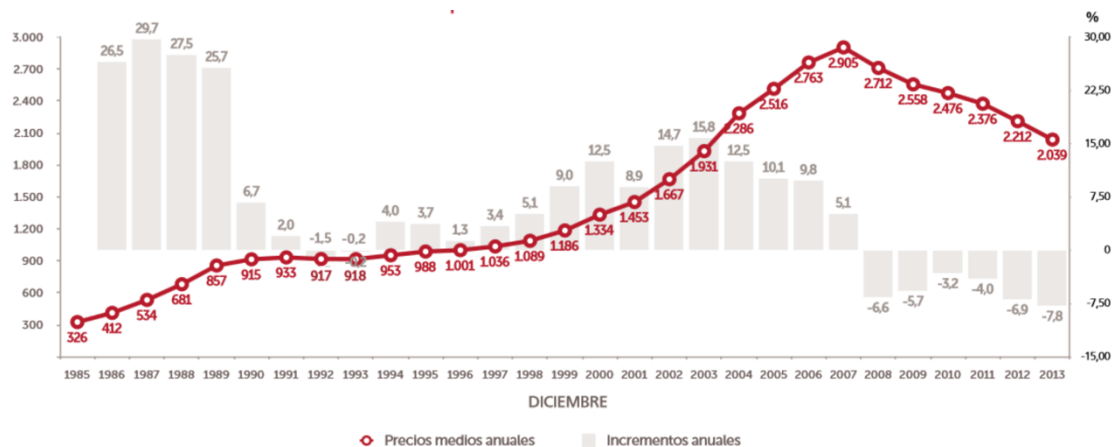
## 2. El sector inmobiliario y de construcción en España

### 2.1 Situación “Pre-Crisis”

Entre 2007 y 2008 se conoce el periodo de tiempo en el que se produce el pinchazo de la reconocida burbuja inmobiliaria, la cual afecta a la gran mayoría de las economías del mundo, incluyendo fuertes potencias como EE. UU., Australia o Reino Unido. En el caso de países como España e Irlanda, el efecto que causó este fenómeno económico fue mucho mayor que en los países europeos vecinos. La construcción en España había vivido previamente una de sus épocas más beneficiosas alcanzando altos niveles de contribución al PIB nacional (Producto Interior Bruto). Según el BdE (Banco de España), en el año 2001 España era el segundo país de la eurozona, después de Irlanda, con mayor porcentaje del PIB destinado a la inversión residencial. Se estima que, fuera alrededor de un 9% del PIB de aquel año.<sup>10</sup>

El sector inmobiliario español comienza su fase expansiva a finales de siglo XXI, en el año 1996, tras superar la recesión que hubo en el sector a principio de los años 90, y dura hasta el año 2007 en el que se da lugar a la mayor crisis del sector del último siglo. El precio de la vivienda comenzó a crecer a un fuerte ritmo entre el 4% y 8% interanual hasta alcanzar niveles máximos del 13% interanual entre los años 2005 y 2006. Sin embargo, en términos de crecimiento nominal fue en 2003, en el año en el que alcanza un crecimiento de más del 15% en comparación con el año anterior.<sup>11</sup>

**Gráfico 1: Crecimiento nominal del precio de la vivienda en España**



*Fuente: Sociedad de Tasación a partir de datos del Ministerio de Fomento y NIE*

Según Pelayo Barroso, director de Negocio, Análisis e Investigación de la consultora inmobiliaria Savills Aguirre Newman, el crecimiento del precio de la vivienda ha sido exponencial y comienza con la época de recuperación

<sup>10</sup> (Banco de España, 2019)

<sup>11</sup> (Bankinter, 2017)

de la crisis del petróleo, hasta 2007. Sin embargo, afirma que entre medias se han producido pequeñas recesiones como a principios de los años 90. En 1985, comienzo del primer periodo alcista hasta 1992, el precio medio era de 326 euros por metro cuadrado, mientras que en 2008 alcanzó los 2.200 euros por metro cuadrado. Barroso calcula que el crecimiento en el precio de la vivienda en estos últimos 30 años ha sido de más del 500%.<sup>12</sup>

El aumento del precio de la vivienda está directamente relacionado con la capacidad de compra de los ciudadanos, que en la mayoría de los casos se reduce al nivel de renta per cápita de los mismos. Sin embargo, en este caso, se habla de un alto nivel de capacidad de compra debido principalmente al fácil acceso al capital, es decir, a la sencilla consecución de préstamos financieros. Además, el rápido crecimiento económico del PIB español, tras haber entrado en la Unión Europea (2,5% anual), permitió la bajada de la tasa del paro del 21,5% al 16%, creando de esta forma riqueza entre los españoles y una mejor situación económica. Por otro lado, a finales del pasado siglo, el flujo de personas que se trasladaba a las grandes ciudades era muy elevado, además de coincidir con la compra de vivienda por parte de la generación del *baby boom*.

En España los activos inmobiliarios se empezaron a categorizar socialmente como activos con rentabilidades altas y riesgos excesivamente bajos, obviando entre otros el riesgo del alto apalancamiento. De esta forma, en el año 1996 el apalancamiento medio de las familias españolas no superaba el 35%, mientras que 10 años después, en el año 2006, se situaba en el 80%. Durante esta época, la inversión inmobiliaria llegó a alcanzar el 69% de peso en las carteras de inversión de las familias españolas.<sup>13</sup> Según José García Montalvo, doctorado por la universidad de Harvard y catedrático de la Universitat Pompeu Fabra de Barcelona, la demanda de vivienda ha ido aumentando durante este periodo principalmente debido a tres razones (las cuales él categoriza como falacias):<sup>14</sup>

(1) La población española consideraba de gran dificultad la bajada futura del precio de la vivienda. (2) También se creía que los precios de las viviendas en España fueran a converger con los europeos, tras haber realizado el cambio de moneda de peseta a euro, es decir, que los precios de la vivienda española fueran a aumentar hasta alcanzar los altos niveles europeos. (3) La consideración del pago de una renta de alquiler menos ventajoso que el pago mensual de una hipoteca, debido a que la vivienda queda en propiedad (a principios del siglo XXI, únicamente un 11% del parque residencial del momento estaba destinado para la renta).

El catedrático afirma que estas “falacias” fueron promovidas en España con el objetivo de alzar el mercado. Otro punto económico que responde a la fuerte subida de la demanda de compra, según José García Montalvo, es el

---

<sup>12</sup> (Barroso & Garcia-Mateo, 2009) y (Sociedad de Tasación, 2019)

<sup>13</sup> (Laborda)

<sup>14</sup> (Garcia-Montalvo, La vivienda en España: Desgravaciones, burbujas y otras historias)

alto nivel de subsidio efectivo que se otorgaba a finales de siglo XX, el cual rondaba entre el 20% y el 50% del precio final del inmueble (dependiendo de la comunidad autónoma), lo cual hacía la compra del inmueble más atractiva frente al alquiler de este.<sup>15</sup>

## 2.2 El comienzo e hinchazón de la burbuja

El aumento o inflación de los precios justificado por las expectativas de aumento de precio y no por los factores del principio de oferta y demanda, es lo que García Montalvo define como burbuja especulativa. Teniendo en cuenta las 3 razones o “falacias” anteriores, la burbuja en parte se formó por las positivas expectativas de aumento de precio de la población española, obviando todo tipo de problema y principio financiero, es decir, en España se extendieron ideas muy especulativas que sin basarse en ningún principio económico comenzaron a hinchar los precios y así formar una burbuja inmobiliaria. Cuando se da este suceso, en el que las expectativas de inversión superan los principales fundamentos económicos, se dice que los inversores actúan con una conducta conocida como “moda irracional” (*irrational fashion*), es decir, que para la toma de decisión de inversión se basan en modas y no en los valores fundamentales.

Sin embargo, García Montalvo, también identifica 4 razones económicas que explican el comienzo del inflamiento:

(1) La drástica bajada de los tipos de interés, debido a que los principales bancos centrales procuraron estimular la economía de nuevo, tras la burbuja de las tecnológicas, o la también conocida como la “crisis de las .com”. Es decir, el dinero estaba muy barato en Europa y en España. (2) El alza del precio de la vivienda (analizado anteriormente) que coincide con el alza en EE. UU., Australia, Reino Unido, Irlanda... junto con la bajada de los tipos de interés españoles que debían converger a los europeos. (3) La masiva concesión de préstamos hipotecarios (a tipo de interés variable) por parte de las Entidades Financieras (las cuales García Montalvo considera como el “Hinchador de la burbuja”). Los bancos concedían créditos a cualquier individuo pasando por alto su historial crediticio, esto es, sin conocer al prestatario. Es por ello por lo que, esta crisis también es conocida como la crisis *subprime*, es decir, créditos que fueron concedidos con el riesgo de no ser devueltos. (4) La fijación de precios no estaba relacionada con el aumento de coste de la producción, sino que se fijaban por la capacidad de pago de los individuos (muy alta en este caso, debido al sobreendeudamiento).<sup>16</sup>

Por todas estas razones conocidas desde el comienzo alcista del sector (a final del siglo XX), García Montalvo expone en su libro *De La Quimera Inmobiliaria al Colapso Financiero*, que el pinchazo de la burbuja inmobiliaria es considerado uno de los fenómenos económicos más predecibles de la historia de la economía

---

<sup>15</sup> (García-Montalvo, 2008)

<sup>16</sup> (García-Montalvo, 2008)

mundial tanto por analistas, como por gobiernos y altas instituciones globales.

### 2.2.1 La financiación de la vivienda y la crisis *subprime*

La pasada crisis financiera e inmobiliaria es también conocida como la crisis *subprime*, es por ello por lo que, se analizará con más detalle la forma en la que los usuarios financiaron la compra de su vivienda y en la que las entidades financieras otorgaban préstamos financieros para ello.

La evolución del crédito ha de ser analizada desde dos perspectivas diferentes, desde el punto de vista de las actividades productivas, entre las cuales se encuentran las actividades relacionadas con la construcción de viviendas y la actividad inmobiliaria y, por otro lado, desde el punto de vista de la financiación de hogares, es decir, el acceso de los usuarios a capital para la compra y/o rehabilitación de una vivienda. En el siguiente apartado se tratará de dar explicación al surgimiento de la burbuja y de la mencionada crisis *subprime*, desde el punto de vista de la financiación de la vivienda.

En el año 2002 el crédito otorgado por entidades financieras a la construcción y actividad inmobiliaria suponía un 30% del total del crédito destinado a las actividades productivas. Por otro lado, en cuanto al crédito de financiación para las familias, se comporta de manera similar. En el año 2002, tras una década de crecimiento, el crédito destinado a las familias con fines inmobiliarios alcanzaba el 75% del crédito total otorgado a los hogares. De estos créditos un 92% estaban destinados expresamente a la compra de una vivienda, es decir, disponían de una garantía hipotecaria. Por lo tanto, alrededor de un 33% de los préstamos otorgados por parte de las entidades de crédito tenían garantía hipotecaria, es decir, un 13% mayor en comparación con el año 1990, en el que la ratio era del 20%, lo que supone un fuerte crecimiento a lo largo de 10 años.<sup>17</sup>

Estos datos muestran como los hogares españoles fueron año tras año destinando más dinero al campo inmobiliario, aumentando sobre todo su endeudamiento. Como se menciona antes, el endeudamiento del hogar español era del 35% de su renta en el año 1996, mientras que en el 2002 había aumentado hasta alcanzar el 80%. Este signo de sobreendeudamiento y de rápido crecimiento es lo que resultaba altamente preocupante.<sup>18</sup>

Sin embargo, uno de los aspectos más relevantes a la hora de explicar el fuerte aumento del endeudamiento del hogar español, sobre todo, destinado para la adquisición de viviendas, es el continuo descenso de los tipos de interés a lo largo de los últimos años.

La competencia entre las entidades financieras españolas, con el objetivo de aumentar su cuota en el mercado

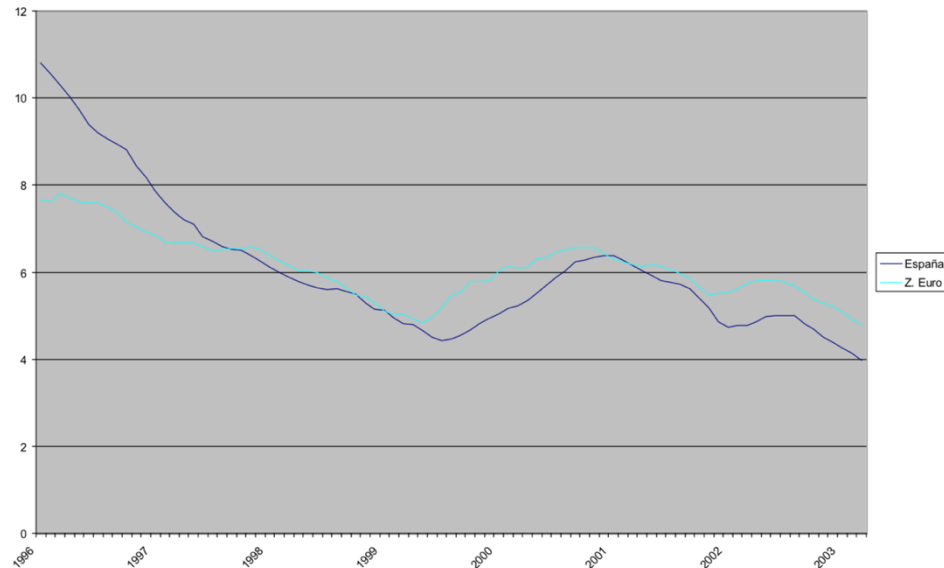
---

<sup>17</sup> (Banco de España, 2017)

<sup>18</sup> (Laborda)

hipotecario, ha sido causa de los bajos tipos de interés en España, si los ponemos en comparación con los de la zona Euro. El gráfico número 2 muestra que desde 1999 los tipos de interés en España han estado claramente por debajo que el tipo medio de la zona Euro.<sup>19</sup>

**Gráfico 2: Tipo de interés hipotecario en España y en la zona Euro**



*Fuente: Banco de España y Banco Central Europeo*

Antonia Calvo Hornero, doctora en ciencias económicas por la Universidad Complutense de Madrid y autora del estudio *La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch*, define las hipotecas *supprime* como “préstamos para viviendas en los que se relajan o no se respetan los criterios que se adoptan para las hipotecas prime o hipotecas que cumplen todos los requisitos exigidos para la concesión de un préstamo hipotecario, como es la verificación de los ingresos del demandante, plazos de amortización y monto del préstamo adecuados y, en general, los elementos que garanticen una elevada probabilidad de devolución del préstamo”. (Calvo Hornero, 2008, pág. 198)

Este tipo de préstamo hipotecario, también conocido como hipoteca basura, se originó en Estados Unidos por prestamistas y bancos. Fueron estos los que lograron diluir el alto riesgo que suponían, creando estructuras altamente complejas y de difícil análisis, transformando estos créditos en valores basados en préstamos hipotecarios *prime*, configurando de esta forma, nuevos valores conocidos como obligaciones de deuda con garantía colateral (*CDOs*) y que, a su vez, fueron segmentados en tramos con su respectiva categoría de riesgo, proporcionada por las reconocidas agencias de *rating*. Estos nuevos valores fueron comercializados a bancos,

<sup>19</sup> (Banco de España, 2017)

instituciones financieras, fondos de inversión, *hedge funds* y aseguradoras.<sup>20</sup>

De esta forma, creando un “nuevo” mercado de inversión, con un nuevo producto financiero, el riesgo de las hipotecas basura quedaba totalmente extendido. Es por ello por lo que, no tardó demasiado en llegar a Europa y a España el uso de este tipo de hipotecas, generando así un ecosistema de alto riesgo, el cual la mayoría de los compradores de viviendas desconocía o no prestaba la suficiente atención.<sup>21</sup>

### 2.3 El “boom” y sus consecuencias

García Montalvo asegura que, las consecuencias de una crisis generada por el pinchazo de una burbuja inmobiliaria son más severas e impactantes que las de cualquier otra crisis económica formada por otro tipo de causa o burbuja.

Por ejemplo, esta pasada crisis, causada principalmente por una burbuja inmobiliaria, ha sido mucho mayor que la del *crack* del 29 causada por la caída de los principales índices bursátiles. Esto puede deberse a que la gran mayoría de las familias poseen por lo menos un activo inmobiliario, mientras que, una minoría de ellas posee acciones. De esta misma forma, los precios de la vivienda son fuente de mayor efecto de riqueza. La inmensa mayoría de los poseedores de un activo inmobiliario se ha apalancado para la compra de este, mientras que, los compradores de activos bursátiles evitan hacerlo.<sup>22</sup>

En el caso de una caída drástica de los precios de la vivienda, el apalancamiento de las familias puede llegar a ser incluso mayor que el valor final del inmueble, formando así una situación de inestabilidad económica en los hogares. El pinchazo de una burbuja inmobiliaria produce por lo general un mayor impacto sobre el sector financiero y por lo tanto sobre la economía.<sup>23</sup>

El estallido de la pasada burbuja inmobiliaria ha supuesto una de las mayores crisis económicas de la historia para las principales potencias mundiales. La recesión económica española vino acompañada de una fuerte bajada de la demanda de viviendas, que se sitúa en alrededor del 40%, que provocaron la quiebra de numerosas entidades financieras, cajas y bancos, el aumento considerable de la tasa de desempleo nacional (superando el 23% de la población), y, sobre todo, del paro juvenil (alcanzando el 55%), una fuerte crisis inmobiliaria (con un amplio parque de viviendas desocupadas), el alza de la tasa de endeudamiento de los hogares, empresas e instituciones

---

<sup>20</sup> (Calvo Hornero, 2008)

<sup>21</sup> (Calvo Hornero, 2008)

<sup>22</sup> (García-Montalvo, 2008)

<sup>23</sup> (García-Montalvo, 2008)



españolas y el surgimiento de una nueva ley hipotecaria.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> (Redpiso) y (Naredo, 2009)

### 3. La inversión inmobiliaria

La inversión inmobiliaria en la zona Euro, y por ello también en España, ha experimentado tendencias similares a las del sector de construcción, es decir, que tras la recesión de comienzos de los años 90 comenzó con un fuerte crecimiento hasta el año 2007, siendo una de las épocas más fuertes de la historia del sector.

Sin embargo, la inversión en el sector comienza hace más de 30 años. Según Diego Valiente Calvo, Director de Patrimonio de GMP, expone que el mercado de inversión inmobiliaria nace en España debido principalmente a las siguientes causas: (1) Entrada de España en la Comunidad Económica Europea, (2) la llegada de capital extranjero de inversión, (3) la oleada de fusiones entre las inmobiliarias más destacadas en España, con objetivo de evitar posibles OPAs, (4) la entrada en vigor del decreto Boyer (que se detallará más adelante) y (5) el cambio de enfoque de las compañías, es decir, estas comienzan con el arrendamiento de las oficinas en vez de adquirir, rehabilitar y hacerse cargo del mantenimiento de los inmuebles.<sup>25</sup>

Farragher y Kleiman, publican en el año 1996 el resultado de su estudio denominado *An Re-Examination of Real Estate Decision-Making Practices*, el cual tiene como objetivo analizar el proceso y estrategia de la toma de decisiones de inversión inmobiliaria para inversores institucionalistas y REITs (Variante estadounidense del vehículo de inversión SOCIMI).

Los investigadores llevaron a cabo una encuesta a ciento veinte personas dedicadas a la inversión inmobiliaria o bien en fondos institucionalistas o bien en REITs. Farragher y Kleiman concluyeron, a raíz de las respuestas recibidas, que el proceso de toma de decisiones de este tipo de inversión se caracteriza por ser complejo y esta principalmente compuesto por los siguientes pasos:<sup>26</sup>

1. Desarrollar una estrategia de inversión y definición de objetivos.
2. Realización de modelos de estimación de retornos y costes, para su principal prevención.
3. Valoración del riesgo implicado en la inversión.
4. Evaluación de los riesgos implicados en las previsiones de retornos y costes.
5. Implementación de las decisiones tomadas.
6. Evaluación de las inversiones llevadas a cabo.

Aseguran que llevar una metodología definida de inversión en este sector es altamente relevante debido a que,

---

<sup>25</sup> Diego Valiente en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>26</sup> (Farragher & Kleiman, 1996)

como ya se ha detallado anteriormente, este sector se caracteriza por inversiones guiadas por instintos y experiencia en vez de por resultados de análisis de modelos cuantitativos.

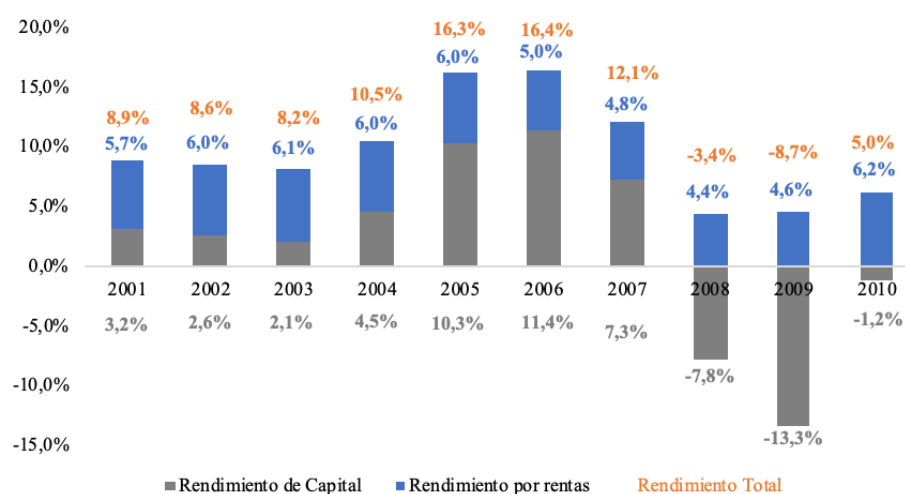
Dado que el sector también se caracteriza por proporcionar una poca eficiencia informacional, además de operacional y racional, como se presenta en el primer capítulo del documento, Rupert Nabarro e Ian Cullen, decidieron crear la compañía británica IPD, con el objetivo de formar el primer índice de inversión inmobiliaria en Reino Unido, y a su vez lograr dotar al sector inmobiliario de información de carácter similar a la que hay disponible en otros mercados financieros como el de valores, es decir, información fiable independiente y objetiva.

IPD ofrece servicios como el análisis de rendimientos, índices, estudios, conferencias y cursos de formación para inversores, gestores y propietarios de inmuebles. Estos índices son considerados hoy en día la base para el mercado de derivados inmobiliarios. La compañía presenta su primer índice/barómetro en España en el año 2001 debido a la fuerza que cobró este en España y desde entonces, no ha cesado con su publicación anual. Esta es la razón por la que es actualmente considerado uno de lo índices más influyentes del sector.<sup>27</sup>

El barómetro IPD mide las rentabilidades, crecimientos, expectativas y principales magnitudes del sector, acumulando datos que han sido confiados por los principales inversores patrimonialistas del sector.

En el gráfico número 3, en el que se muestra el índice de retornos elaborado por IPD, se aprecia como el mercado inmobiliario español proporcionaba rentabilidades altas, incluso de dos dígitos, como es el caso en el año 2006, que llegó a alcanzar un rendimiento del 16,4% (suma de ambos rendimientos).

**Gráfico 3: Rendimiento total, por rentas y de capital (2001-2010)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de IPD (La inversión Inmobiliaria en España 2001 – 2011)*

<sup>27</sup> (Suarez, y otros, 2011)

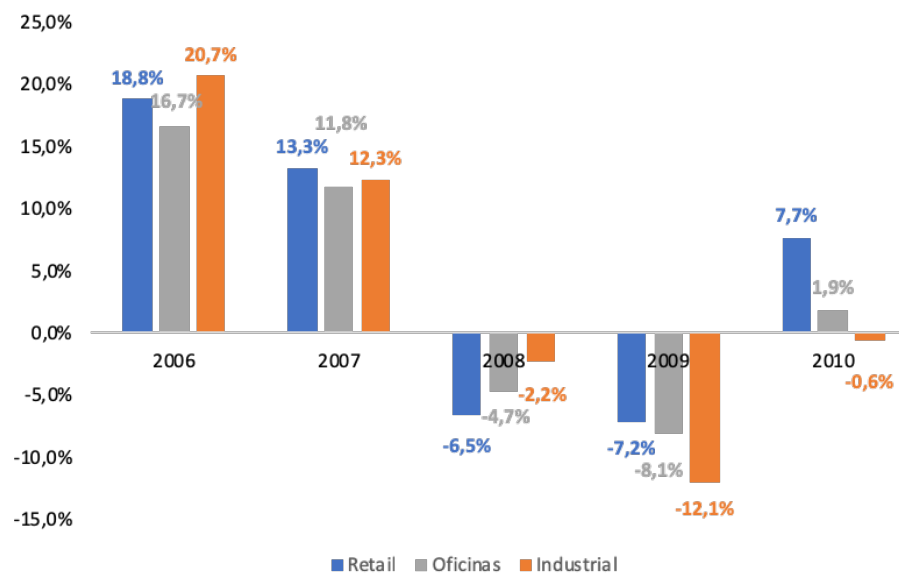
Comparando los retornos por capital y por rentas, es apreciable que, el rendimiento por rentas se ha mantenido más estable a lo largo de los años, oscilando entre los valores 4,4% y 6,2%. Por el contrario, el rendimiento de capital ha mostrado un comportamiento más volátil, alcanzando máximos de 11,4% en el año 2006 y mínimos de -13,3% tres años después, en el año 2009.

Teniendo en cuenta el gráfico anterior, es decir, la diferencia entre las rentabilidades dadas por inmuebles destinados para la renta o aquellos con objetivo patrimonial y la información detallada en el capítulo anterior, en el que se analizaba cómo la inversión con objetivo de renta o alquiler fue claramente inferior a la inversión de capital, es claramente apreciable la gran dimensión del efecto causado por la fuerte bajada de los precios de los inmuebles en las rentabilidades y balances de los hogares españoles.

### 3.1 Los mercados de inversión inmobiliaria

Los principales sectores de inversión, según IPD, son los activos inmobiliarios *retail*, las oficinas y los inmuebles destinados para la industria, los cuales han acumulado años generando rendimientos de doble dígito. Destaca la inversión en el sector *retail* o comercial, ya que fue el primero en ser ajustado tras la crisis, pero a su vez el sector que antes se ha recuperado, alcanzando en 2010 un rendimiento del 7,7%.<sup>28</sup>

**Gráfico 4: Rendimiento total por segmento**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de IPD (La inversión Inmobiliaria en España 2001 – 2011)*

<sup>28</sup> Elsa Galindo en (Suarez, y otros, 2011)

### 3.1.1 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado *retail*

El mercado *retail* es aquel que está destinado a la promoción, compraventa y/o renta de activos comerciales, los cuales se categorizan en: centros comerciales, parques comerciales y locales en la calle.<sup>29</sup>

Los centros comerciales son aquellos espacios definidos como galerías comerciales - quedando excluidos los hipermercados- con un SBA (Superficie Bruta Alquilable) superior a los 5.000 metros cuadrados. Por otro lado, los parques comerciales son definidos como el conjunto de más de tres naves con un objetivo común comercial, que han de haber sido construidas por el mismo promotor y que deben disponer de una amplia zona destinada al aparcamiento. La zona comercial de estos activos debe superar los 7.000 metros cuadrados. Y, por último, los locales en las calles, que son aquellos comercios ubicados a pie de calle que disponen de un local.

Según Roger Cooke, Consejero Delegado y *Chairman EMEA* de *Capital Markets Board* en *Cushman & Wakefield*, los centros comerciales de gran tamaño son considerados como uno de los activos más rentables del sector inmobiliario, ya que presentaron una rentabilidad media anualizada – entre el año 2001 y el 2010- del 10,8% (en comparación con el 7% del sector industrial y 5,7% del sector de oficinas).

El mercado *retail* español ha disfrutado de una época muy beneficiosa, de la misma forma que lo ha hecho la globalidad del sector, y es por ello por lo que numerosos expertos lo catalogan como el activo inmobiliario que mayor crecimiento ha experimentado durante la primera década del siglo XXI. IPD estima que en el año 2000 España disponía de alrededor de 4.434.221 de metros cuadrados de SBA en centros comerciales, mientras que 8 años después, en 2008, esta cifra había aumentado cerca de un 125%, es decir superando los 9,9 millones de metros cuadrados de SBA.

### 3.1.2 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado de oficinas

El mercado de oficinas es aquel que está destinado a la promoción, compraventa y/o renta de activos inmobiliarios que fueron construidos para desarrollar y satisfacer las funciones de localización de las compañías.

Este mercado se caracteriza por la inversión dedicada expresamente a la renta de los activos, en vez de a su venta. En España, para su mayor auge y atracción inversora, se aprobó el Decreto-ley 2/1985, también conocido como el “Decreto Boyer”, con el objetivo de derogar la antigua cláusula de prórroga forzosa indefinida a favor de los inquilinos, la cual dificultaba el logro de rentabilidades por parte de los inversores. Esta ley de arrendamientos y, por lo tanto, la cláusula de prórroga ha sido modificada en 3 ocasiones hasta la fecha. La última actualización

---

<sup>29</sup> Roger Cooke en (Suarez, y otros, 2011)

se realizó en marzo de 2019 mediante el Real Decreto 7/2019, en el que se amplía el plazo en 5 o 7 años, dependiendo del arrendador, es decir, dependiendo de si se trata de una persona física o jurídica.<sup>30</sup>

El cambio en la ley permite al mercado de oficinas comenzar su expansión a comienzos de los años 90, con la llegada de fondos de inversión extranjeros, los cuales comenzaron con la rehabilitación y promoción de nuevas oficinas. La inversión nacional llegó a finales del siglo pasado y proporcionaron al sector su época de mayor rentabilidad hasta el 2010. Madrid y Barcelona fueron las dos ciudades españolas que mayor inversión en el mercado de oficinas atrajeron.<sup>31</sup>

### 3.1.3 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado residencial

El mercado residencial es aquel que está destinado a la promoción, compraventa y/o renta de activos inmobiliarios que fueron construidos para satisfacer la necesidad humana básica de alojamiento.<sup>32</sup>

El mercado residencial, de la misma forma que el resto de “submercados” inmobiliarios y que el sector de construcción se vio fuertemente afectado por la crisis financiera y el “boom” de la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, como se ha analizado en capítulos anteriores, es considerado uno de los mercados más afectados debido principalmente a la drástica caída de precios a partir del año 2007 (alrededor de un 40%).

La baja intención existente en España de destinar la inversión inmobiliaria para el alquiler de los activos es considerada como la principal causa del bajo nivel de inversión residencial, en comparación con las principales potencias europeas como, por ejemplo, Reino Unido, Francia o Alemania. Según *Real Capital Analytics*, en el año 2007, el volumen bruto de inversión inmobiliaria en España fue de 299 millones de euros frente a los 1.308 millones de euros de Reino Unido, los 444 millones de euros de Francia y los 9.958 millones de euros de Alemania.<sup>33</sup>

Según IPD las minusvalías generadas por este mercado han tenido un impacto severo en las rentabilidades generadas por los inversores españoles, ya que, a pesar de la diferencia de volumen de inversión con otros países, la inversión residencial supone gran parte de la cartera de inversión de los gestores españoles (IPD estima que, el mercado residencial en 2009 ocupaba más de un 30% de la cartera de inversión de los inversores españoles).

---

<sup>30</sup> (Unive abogados, s.f.)

<sup>31</sup> Eduardo Fernández Cuesta en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>32</sup> Luis Martín Guirado en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>33</sup> (Suarez, y otros, 2011)

### 3.1.4 Análisis de la inversión inmobiliaria en el mercado hotelero

A pesar de que anteriormente no se hace mención del sector hotelero y no se presenta en el gráfico, es uno de los mercados más significativos de la inversión inmobiliaria hoy en día y, sobre todo, en un país como España, en el que el sector de turismo y servicios ocupa un porcentaje muy alto de contribución al PIB (alrededor de un 15% en el año 2018 según la Agencia EFE).

El mercado hotelero es aquel que está destinado a la promoción, compraventa y/o renta de activos inmobiliarios que fueron construidos para satisfacer las necesidades de alojamiento del sector turístico.

Inmaculada Benito, vicepresidenta ejecutiva de la Federación Empresarial Hotelera de Mallorca (FEHM), afirma que las SOCIMIs permiten a la industria hotelera separar el negocio de gestión de patrimonio inmobiliario del de la gestión de los mismos establecimientos. Esto les permite ser más competitivos y eficientes y poder centrar los recursos en el *core business* del sector. Las cadenas hoteleras pueden de esta forma, mantener la gestión de sus hoteles sin la necesidad de ser propietarios de los inmuebles de los mismos.<sup>34</sup>

A su vez, José Manuel Cardona, socio de Garrigues, asegura que la participación de estos vehículos inmobiliarios en este sector supone fuente de financiación para las cadenas, además de facilitar su expansión e internacionalización. A su vez, afirma que, las SOCIMI proporcionan transparencia y control a las compañías hoteleras generando así la profesionalización del sector.<sup>35</sup>

Según la compañía *Colliers International*, dedicada al asesoramiento en inversión inmobiliaria, afirma en su informe *La Inversión Hotelera en España, 2018* que, el movimiento de capitales en este sector es cada año mayor (con alrededor de 5.000 millones de € de inversión, es decir, un 23,1% más que en el año 2017) y que los principales *players* del sector son las SOCIMIs.<sup>36</sup>

## 3.2 Catálogo de inversores

José Luis Suárez, profesor de Dirección Financiera y del Sector Inmobiliario en IESE Business School y Elsa Galindo, directora de IPD en España y Portugal, exponen en su libro *La inversión Inmobiliaria en España 2001 – 2011*, que los principales inversores en el sector inmobiliario español son: Las compañías de seguros, los fondos de pensiones, las empresas patrimonialistas no cotizadas y los inversores extranjeros.

---

<sup>34</sup> (Benito, 2015)

<sup>35</sup> (Cardona, 2015)

<sup>36</sup> (Colliers International, 2019)

### 3.2.1 Compañías de Seguros

Las compañías de seguros se caracterizan por ser inversores inmobiliarios con limitaciones normativas implantadas por la Dirección General de Seguros (DGS). Las dos principales limitaciones son las siguientes: (1) La inversión en activos inmobiliarios no puede exceder del 40% de la cartera total de inversión de la compañía. (2) “Las inversiones inmobiliarias valen generalmente para cobertura de reservas técnicas y matemáticas, lo que garantiza la cobertura del siniestro de la póliza.” (Suarez, y otros, 2011, pág. 79)

Las compañías de seguros han de invertir sus flujos de caja generados por las primas. Estas buscan rentabilidades en la inversión y posibles ganancias a medio y/o largo plazo, es por ello por lo que, su principal inversión inmobiliaria son las oficinas y los locales comerciales. Estas evitan invertir en naves industriales e inmuebles que dependan de gestión, como lo son los hoteles, las viviendas o los centros comerciales.<sup>37</sup>

Según IPD, las compañías aseguradoras europeas invierten en el sector inmobiliario alrededor de un 5% de su cartera de inversión. En España, la inversión inmobiliaria depende directamente del tamaño de la compañía aseguradora y de las reservas de las que esta disponga. Las de pequeño tamaño realizan inversiones en activos inmobiliarios, principalmente, para el uso propio, mientras que, las de gran tamaño destinan entre un 10% y un 15% de sus carteras a las posiciones inmobiliarias de largo plazo. Por otro lado, las compañías aseguradoras de vida no tienen costumbre de invertir en el sector.<sup>38</sup>

### 3.2.2 Fondos de Pensiones

INVERCO (Asociación empresarial de gestores de fondos de pensiones y fondos de inversión) define los fondos de pensiones como: “patrimonios, sin personalidad jurídica, creados para dar cumplimiento a los Planes de Pensiones integrados en él. Están constituidos por las aportaciones de los partícipes de los Planes integrados en el Fondo más los rendimientos obtenidos en sus inversiones”. (INVERCO, 2019) Por otro lado, define los citados Planes de Pensiones como: “productos de ahorro a largo plazo que tienen un carácter finalista, es decir, están diseñados para cubrir determinadas contingencias, principalmente la jubilación”. (INVERCO, 2019)

Este instrumento de previsión y ahorro a largo plazo, según Carlos Moreno Santos, director de Inversiones Específicas en Fonditel, ha alcanzado grandes volúmenes de inversión en relación con el PIB (se dan países en los que la inversión de estos fondos supera el 50% del PIB, e incluso el 100% en países como Australia y Países Bajos).

---

<sup>37</sup> Luis Basagoiti en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>38</sup> Luis Basagoiti en (Suarez, y otros, 2011)



Los fondos de pensiones buscan en la inversión inmobiliaria rentabilidades a largo plazo, por encima de la inflación y crecimiento de los salarios. Estos fondos, a pesar de representar un parte fundamental de la inversión en el sector, generan proporciones de inversión que no son tan relevantes o de gran tamaño como la de otros inversores.<sup>39</sup>

UBS e IINVERCO presentaron en su estudio *Pension Fund Indicator 2010*, la estructura de inversión de los principales fondos de pensiones de una selección países, en la cual se incluía los fondos españoles. El resultado muestra como los fondos de pensiones españoles destinaban un único 0,6% de su cartera de inversión a activos de carácter inmobiliario, mientras que invertían un 59,8% en renta fija, un 19,1% en renta variable y un 10,7% en liquidez. Comparándolo con otros países europeos, los fondos de pensiones en Suiza destinaban un 15% de su cartera a la inversión inmobiliaria y en Reino Unido un 7%.<sup>40</sup>

INVERCO categoriza, mediante la siguiente tabla, las tres diferentes modalidades de planes de inversión según su promotor, partícipes y clase de fondo de pensiones que les corresponde: (1) Fondos del sistema individual, (2) Fondos de sistema asociado y (3) Fondos del sistema de empleo.

**Tabla 1: Modalidades de planes de pensiones y fondos de pensiones**

PLAN			Clase de Fondo
Modalidad	Promotor	Partícipes	
Sist. de Empleo	Empresa, sociedad, corporación o entidad	Empleados del promotor	Fondos de Pensiones de Empleo
Sist. Asociado	Asociación o sindicato	Asociados, miembros o afiliados	Fondos de Pensiones Personales
Sist. Individual	Entidad de carácter financiero	Personas físicas	

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO*

De los fondos arribas mencionados, INVERCO considera que los fondos con planes de sistema de empleo son los más activos en la inversión inmobiliaria, debido a que estos suman alrededor del 70% de la inversión inmobiliaria realizada por la totalidad de los fondos de pensiones españoles (en el año 2010). Esta inversión se caracteriza por ser llevada a cabo a través de vehículos de inversión indirectos, fondos y sociedades, en vez de tratarse de una inversión directa en inmuebles.<sup>41</sup>

### 3.2.3 Empresas Patrimonialistas no Cotizadas

Las sociedades patrimonialistas o patrimoniales se definen, según el artículos 5, apartado 2, de la Ley del

<sup>39</sup> Carlos Moreno Santos en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>40</sup> Carlos Moreno Santos en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>41</sup> (INVERCO, 2019)

Impuesto sobre Sociedades, de la siguiente manera: “se entenderá por entidad patrimonial y que, por tanto, no realiza una actividad económica, aquella en la que más de la mitad de su activo esté constituido por valores o no esté afecto, en los términos del apartado anterior, a una actividad económica” De la misma forma la Ley define la actividad económica como: “Se entenderá por actividad económica la ordenación por cuenta propia de los medios de producción y de recursos humanos o de uno de ambos con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios.” (BOE, 27/2014, págs. artículo 5, apartado 2)

Por lo tanto, las sociedades patrimonialistas, son aquellas que su *core business* es la tenencia y gestión de valores y bienes, en la mayoría de los casos, activos inmobiliarios y que por lo tanto no realizan ningún tipo de actividad económica. Sin embargo, cabe destacar que, según la Ley arriba expuesta, si una sociedad como tal posee de al menos un empleado para la realización de la gestión, de, por ejemplo, el alquiler de un bien inmueble, ya no se trataría de una empresa patrimonial, debido a que esta sí estaría realizando una actividad económica.

Las compañías patrimonialistas no cotizadas se diferencian según su actividad. Por un lado, según su actuación y por otro lado según su gestión de la inversión. De esta forma, desde el primer punto de vista, estas compañías pueden ser o bien promotoras, esto es, que producen su propia inversión inmobiliaria, o bien inversoras, las cuales simplemente se dedican a la adquisición de activos inmobiliarios. Por otro lado, teniendo en cuenta el segundo punto de vista, las compañías pueden ser gestoras de su propia cartera de inmuebles o tenedoras, las cuales delegan la gestión de sus inmuebles a especialistas.<sup>42</sup>

#### 3.2.4 Inversores Extranjeros

Según José Antonio Martín – Borregón, *Managing Director Spain and Portugal* en *ING Real Estate Investment Management*, la actividad de inversión inmobiliaria extranjera puede dividirse en dos fases: Fase “pre-crisis” (también considerada la época dorada de inversión extranjera) y la fase “post-crisis”.<sup>43</sup>

España comienza a atraer inversión extranjera, por un lado, una vez entra en la Unión Europea y comienza la evolución social y económica del país y, por otro lado, por el constante y necesario cambio de la legislación, como, por ejemplo, la “Ley Boyer”, arriba mencionada. El comienzo del nuevo siglo es considerado la consolidación real de la evolución de los últimos veinticinco años del siglo pasado, que se caracterizan por: (1) el comienzo de un prestigio internacional debido a un fuerte y constante crecimiento económico, (2) la notable disminución de la imagen de España como “país periférico”, (3) la consecución de España por ser considerada

---

<sup>42</sup> Diego Valiente en (Suarez, y otros, 2011)

<sup>43</sup> José Antonio Martín-Borregón en (Suarez, y otros, 2011)

la octava potencia económica a nivel mundial, (4) la barata y abundante financiación y (5) la seguridad jurídica y estabilidad política y social.

Según Martín – Borregón, los principales inversores extranjeros en España procedían de Alemania, Reino Unido y Países Bajos y centraban su inversión, por un lado, en parques de oficinas debido al surgimiento de una alta demanda de mejora de las mismas y de construcción de nuevas oficinas y, por otro lado, en centros comerciales, comenzando así a formar las primeras carteras de parques comerciales en el país. Martín-Borregón asegura que, la inversión internacional fue muy dinámica debido principalmente a: (1) El aumento de instituciones bancarias extranjeras operando en España, estableciendo sucursales y equipos de profesionales especializados en el sector, (2) el aumento de la competitividad en el sector bancario debido al aumento de entidades extranjeras, que produjo una financiación abundante, (3) el aumento de operaciones de *corporate finance* y la actividad del sector de banca de inversión, (4) el cambio positivo de la calidad del producto promovido por fuertes promotores y (4) a que los inversores fueron fundamentalmente institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras e inmobiliarias), gestoras e inversores profesionales, especializados en el sector de oficinas y centros comerciales.<sup>44</sup>

Con la llegada de la crisis, como se detalla en capítulos anteriores, la inversión extranjera se vio muy afectada y se redujo considerablemente. Del mismo modo, comienza una falta de confianza por parte de estos inversores en los activos inmobiliarios españoles debido a una incertidumbre tanto económica, como política como social.

### 3.2.5 SOCIMI

Los agentes de inversión arriba presentados se consideran las principales fuerzas de inversión durante la época gloriosa “pre-crisis”, como se detalla en el libro *La inversión Inmobiliaria en España 2001 – 2011*, en la cual el vehículo de las SOCIMI fue recientemente implantado y regulado y apenas había cogido fuerza en España, razón por la cual no se incluye en el libro. Sin embargo, estas sociedades son una novedosa forma de inversión colectiva inmobiliaria en España, la cual hay que tener en cuenta hoy en día, ya que suponen un alto porcentaje de cuota de mercado de inversión en el sector.

Las SOCIMI, Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria, son aquellas sociedades anónimas cotizadas caracterizadas por tener como principal actividad la inversión directa o indirecta en inmuebles para su renta. El fin primero, de la creación de este tipo de sociedades en la península ibérica, es la generación de liquidez en los activos inmobiliarios, además de rentabilidades estables, así como lograr realzar el mercado de alquiler en España. Las SOCIMI disfrutaban de una regulación especial, la cual les proporciona diferentes ventajas en

---

<sup>44</sup> José Antonio Martín-Borregón en (Suarez, y otros, 2011)

comparación con los demás vehículos de inversión inmobiliaria. En el siguiente capítulo se detallarán y analizarán sus principales características, además de formación.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> (Solventis Corporate Finance, 2019)

#### **4. SOCIMI, nuevo vehículo de inversión**

Las SOCIMI comienzan su actividad en España en el año 2009, cuando se da entrada a la regulación de las condiciones y requisitos de este tipo de sociedades de inversión. El sistema financiero y económico y, por lo tanto, el sector inmobiliario, habían comenzado a mostrar signos de recesión y desaceleración. Es por ello por lo que, la necesidad de reacción para evitar una gran crisis y poder reactivar el sector era muy elevada. Viendo el resultado de estos vehículos en países vecinos y Estados Unidos, se decide implementar en España la nueva regulación e intentar así alcanzar una mejora de la situación inmobiliaria y financiera, sobre todo, procurando inyectar liquidez a los activos inmobiliarios.<sup>46</sup>

Sin embargo, no fue hasta el año 2013, tras 5 años de crisis económica, cuando este vehículo de inversión comienza a tomar poder y cuota de mercado en la inversión inmobiliaria española. Esto se debe al cambio de regulación que hubo en 2012 de la primera ley emitida en el año 2009, proporcionando claras ventajas fiscales y de actuación a este tipo de vehículos de inversión. Desde el cambio regulatorio, el número de SOCIMIs ha aumentado considerablemente en España y todas ellas han logrado canalizar la inversión, además de atraer de nuevo inversión extranjera y reanimar la de particulares en el sector.<sup>47</sup>

Por lo tanto, según la Ley 11/2009, publicada en el BOE el día 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, las SOCIMIs son “sociedades que configuran un nuevo instrumento de inversión destinado al mercado inmobiliario y, más en concreto, al mercado del alquiler. Las SOCIMI son sociedades cuya actividad principal es la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros. Con el objeto de admitir la inversión indirecta, se permite que las SOCIMI participen en otras SOCIMI o bien en entidades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de beneficios exigidos para aquellas, residentes o no en territorio español, coticen o no en mercados regulado.” (BOE, 26 de octubre de 2009, pág. preámbulo I)

Las principales diferencias entre la legislación del año 2009 y la del año 2012 se detallarán más adelante, en los siguientes apartados del documento, además de mostrar los requerimientos financieros, de inmuebles, fiscales y legales para la constitución de una sociedad de inversión como la SOCIMI. Cabe destacar, que el cambio más notable, es el pago del impuesto de sociedades. Estas compañías cotizadas, disfrutaban hoy en día de una regulación fiscal del 0% en caso de cumplir con todos los requisitos necesarios para tratarse de una sociedad como tal. La política obligatoria de reparto de beneficios es otra de las singularidades que caracteriza a este tipo de vehículo

---

<sup>46</sup> (Fernandez & Romero, 2016)

<sup>47</sup> (Fernandez & Romero, 2016)

de inversión.

#### 4.1 Los REITs la base de las SOCIMIs

Las SOCIMIs nacen de la mano del vehículo de inversión conocido como REIT (*Real Estate Investment Trust*), el cual comienza con su actividad en EE. UU. en los años 60. A partir de este momento, el concepto de este tipo de vehículo fue expandiéndose al resto de países del mundo, incluyendo los europeos, siendo el primero Holanda, 9 años después. Las SOCIMIs al igual que el resto de los países nacen de la misma base, es decir, del REIT estadounidense, pero, sin embargo, difieren en diferentes aspectos, dependiendo de factores como, la estructura, regulación, situación del país etc.

Según *NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust)*, la asociación de REITs de los Estados Unidos, define estas sociedades como compañías que poseen o financian bienes raíces que generan ingresos en una variedad de sectores inmobiliarios. Estas empresas tienen que cumplir una serie de requisitos para calificar como REIT. La mayoría de los REIT se negocian en las principales bolsas de valores y ofrecen una serie de beneficios a los inversores.<sup>48</sup>

Los REITs permiten a cualquier particular, ya sea gran o pequeño inversor, invertir en carteras de activos inmobiliarios de la misma manera que invierten en otras industrias, es decir, mediante la compra de acciones individuales de la empresa o a través de un *mutual fund* (fondo de inversión) o un *ETF* (fondo cotizado). Los accionistas de un REIT generan rentabilidades a partir de los ingresos obtenidos por la inversión realizada en bienes raíces, sin necesidad de recurrir a la adquisición, administración y/o financiación de propiedades inmobiliarias. Esto es, dichas sociedades hacen que la inversión inmobiliaria profesional sea sencilla, diversificada y accesible a todo tipo de inversor.

*NAREIT* define que, el modelo de negocio de los REIT es de complejidad reducida, ya que este se basa simplemente en generar beneficios a raíz de los alquileres llevados a cabo de los inmuebles en propiedad. De tal forma, que estas sociedades no buscan en las propiedades su revalorización para posterior venta y generación de plusvalías. El beneficio obtenido por rentas ha de ser repartido a los accionistas en forma de dividendo y concretamente, en este caso, se trata de un *pay-out* mínimo del 90%, es decir, que al menos un 90% de los beneficios netos ha de ser repartido entre los accionistas. En el caso de que se lleve a cabo la venta del inmueble y se generen plusvalías, es decir rentabilidades, estas también deberán ser repartidas entre los accionistas.

Los REITs se pueden categorizar según el tipo de inversión, es decir, si invierten en propiedades, hipotecas o

---

<sup>48</sup> (NAREIT, 2019)

mixto y, también, según su cotización.<sup>49</sup>

- Los REITs que invierten en propiedades, son aquellos que poseen numerosos bienes inmuebles de cualquier tipo, es decir, puede tratarse de inmuebles de oficinas, comerciales, residenciales, hoteleros y/o industriales, y los cuales destinará para la renta. El alquiler de dichos bienes inmobiliarios es la principal fuente de ingresos y no su posterior venta.
- Los REITs que invierten en hipotecas, son aquellos que o bien prestan capital para la adquisición de una vivienda o bien compran directamente la hipoteca. La principal fuente de ingresos en este caso son los intereses que generan como prestamistas. Estos se definen como la diferencia entre los intereses que condicionan estas sociedades y los costes de financiación.
- Los REITs mixtos o híbridos, son aquellos que diversifican su cartera entre propiedades e hipotecas.
- Y, por último, según la cotización, los REIT pueden ser o bien compañías cotizadas en la bolsa, o bien compañías que no cotizan, pero están registradas en la *SEC* (Securities and Exchange Commission) o bien compañías privadas, las cuales están exentas de estar registradas en la *SEC* y no cotizan en ninguna bolsa.

Los principales requisitos para la formación de una sociedad REIT y los que diferencian a este tipo de vehículo del resto son los siguientes:<sup>50</sup>

- invertir al menos el 75% de sus activos totales en bienes raíces.
- Repartir al menos el 75% de sus ingresos brutos de rentas de bienes raíces, intereses de hipotecas que financien bienes raíces o de ventas de bienes raíces entre sus accionistas.
- Pagar al menos el 90% de sus ingresos gravables en forma de dividendos cada año.
- Ser una entidad que está sujeta a impuestos como una corporación.
- Ser una sociedad administrada por un consejo de administración o por una junta directiva.
- Tener un mínimo de 100 accionistas.
- No tener más del 50% de sus acciones en posesión de cinco o menos accionistas.

---

<sup>49</sup> (NAREIT, 2019)

<sup>50</sup> (NAREIT, 2019)

## 4.2 Las SOCIMIs, sus características, regulación y requisitos.

Las SOCIMIs parten de una estructura y regulación similar a la de los REITS. Sin embargo, esta regulación puede variar según el país. En España la regulación para estas sociedades es de carácter y objetivo similar a la estadounidense, pero existen diferencias.

Para tratarse de una SOCIMI, la sociedad deberá cumplir los siguientes requisitos legales, jurídicos, estructurales y de patrimonio:

- El Objeto Social y actividad principal de estas sociedades tan singulares está descrito de la siguiente manera:<sup>51</sup>
  - o “Adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento.”
  - o “Tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMIs o en el de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social que aquéllas y que estén sometidas a un régimen similar de distribución de beneficios.”
  - o “Tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento (no podrán tener participaciones en el capital de otras entidades) y que estén sometidas al mismo régimen de distribución de beneficios y de inversión. La totalidad de su capital debe pertenecer a otras SOCIMIs o entidades no residentes a que se refiere la letra b) anterior.”
  - o “Tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.”
  - o “Podrán desarrollar otras actividades accesorias (aquellas que representen menos del 20 por ciento de las rentas de la sociedad en cada período impositivo).”
- Requisitos mercantiles: Para la formación de una SOCIMI se han de cumplir por ley los siguientes requisitos mercantiles:<sup>52</sup>
  - o Jurídicamente deben ser Sociedades Anónimas Cotizadas.
  - o El capital social debe ser de 5 millones de euros como mínimo.
  - o Las acciones a emitir deben ser:

---

<sup>51</sup> (BOE, 26 de octubre de 2009) (Artículo 2)

<sup>52</sup> (BOE, 26 de octubre de 2009) (Artículos 4 y 5)



- De tipo nominativas y únicamente puede haber un tipo de acciones.
  - “Deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, o bien en un mercado regulado de cualquier país o territorio con el que exista efectivo intercambio de información tributaria, de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo.”
  - “Las acciones de las SOCIMIs deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, o bien en un mercado regulado de cualquier país o territorio con el que exista efectivo intercambio de información tributaria, de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo.”
  - “Cuando opte por el régimen fiscal especial establecido en esta Ley, la sociedad deberá incluir en su denominación “SOCIMI, S.A.” o sin abreviaturas.”
- Inversión, rentas y patrimonio: También se dan una serie de requisitos de inversión, rentas y patrimonio que las SOCIMIs han de cumplir para calificar como tal:<sup>53</sup>
- “Las SOCIMIs deberán tener invertido, al menos, el 80 por ciento del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a dicha finalidad siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición, así como en participaciones en el capital o patrimonio de otras entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta ley.”
- El porcentaje mencionado en el párrafo anterior se calculará sobre el balance consolidado de la sociedad o grupo. El valor del activo se obtendrá a partir de la media de los balances individuales o, en su caso, consolidados trimestrales del ejercicio.
- Al menos el 80% de las rentas del año fiscal deberán obtenerse por medio:
    - “del arrendamiento de bienes inmuebles afectos al cumplimiento de su objeto social principal con personas o entidades respecto de las cuales no se produzca alguna de las circunstancias establecidas en el artículo 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia”
    - “de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de participaciones afectas al

---

<sup>53</sup> (BOE, 26 de octubre de 2009) (Artículo 3)

cumplimiento de su objeto social principal.”

- “Los bienes inmuebles que integren el activo de la sociedad deberán permanecer arrendados durante al menos tres años. A efectos del cómputo se sumará el tiempo que los inmuebles hayan estado ofrecidos en arrendamiento, con un máximo de un año.
- Política de beneficios: Las SOCIMIs se caracterizan principalmente por tener una política de reparto de beneficios singular, la cual protege a los inversores. Esta característica se define de la siguiente manera:<sup>54</sup>
  - “Las SOCIMIs y entidades residentes en territorio español [...] estarán obligadas a distribuir en forma de dividendos a sus accionistas, una vez cumplidas las obligaciones mercantiles que correspondan, el beneficio obtenido en el ejercicio, debiéndose acordar su distribución dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, en la forma siguiente:
    - El 100 por 100 de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley.
    - Al menos el 50 por ciento de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones a que se refiere el apartado 1 del artículo 2 de esta Ley [...]. El resto de estos beneficios deberá reinvertirse en otros inmuebles o participaciones afectos al cumplimiento de dicho objeto, en el plazo de los tres años posteriores a la fecha de transmisión. En su defecto, dichos beneficios deberán distribuirse en su totalidad juntamente con los beneficios, en su caso, que procedan del ejercicio en que finaliza el plazo de reinversión [...].”
  - “Cuando la distribución del dividendo se realice con cargo a reservas procedentes de beneficios de un ejercicio en el que haya sido de aplicación el régimen fiscal especial, su distribución se adoptará obligatoriamente con el acuerdo a que se refiere el apartado anterior.”
  - “La reserva legal de las sociedades que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial establecido en esta Ley no podrá exceder del 20 por ciento del capital social. Los estatutos de estas sociedades no podrán establecer ninguna otra reserva de carácter indisponible distinta de la anterior.”
- Régimen fiscal: Por último, estas sociedades disponen de un régimen fiscal especial, siempre y cuando cumplan con los requisitos y características arriba mencionadas. La ley expone el nuevo régimen de la siguiente manera:<sup>55</sup>

---

<sup>54</sup> (BOE, 26 de octubre de 2009) (Artículo 6)

<sup>55</sup> (BOE, 26 de octubre de 2009) (Artículos 8,9 y 13)

- “Las SOCIMIs se regirán según el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, pero, sin embargo, disfrutarán de una tributación al tipo de gravamen del 0% en el Impuesto sobre Sociedades. Exceptuando los siguientes casos:
  - Las rentas y los ingresos generados por la transmisión de inmuebles que incumplan los requisitos presentados en esta ley tributarán al tipo general del gravamen del impuesto.
  - Sobre el importe de los dividendos o participaciones que se distribuyan a los socios con participaciones iguales o superiores al 5%, se aplicará un gravamen del 19%, siempre y cuando, estos dividendos estén exentos para el socio o tributen a un tipo de gravamen por debajo del 10%.
  - Sobre el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (ITP) las SOCIMI disfrutarán de una bonificación del 95% en la compra de viviendas y terrenos que estén destinados para la renta.
  - Exención de la modalidad de operaciones societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITPAJ) para las operaciones de constitución y ampliaciones de capital social, además de para las aportaciones no dinerarias.”
- Las SOCIMIs perderán el derecho al régimen fiscal especial (establecido en la ley de 2012) y a la opción de optar de nuevo por su aplicación, en el caso en el que se de una de las siguientes situaciones. Y, por lo tanto, pasarían a tributar bajo el régimen general.
  - Exclusión de mercados regulados, es decir, la interrupción de cotizar en un mercado de valores regulado.
  - Incumplimiento de la obligación de reporte de información.
  - Cuando se da la renuncia por este régimen fiscal.
  - Incumplimiento de alguno de los requisitos planteados en esta ley formulada en el año 2009 y modificada en el 2012. Exceptuando el requisito de tiempo de permanencia para los inmuebles destinados al arrendamiento (al menos 3 años).

### 4.3 Cambio regulatorio: Ley 2009 vs. Ley 2012

Con el objetivo de aumentar la flexibilidad, para adaptarse a las necesidades y objetivos de los inversores y de las SOCIMIs, se llevó a cabo un cambio en la legislación regulatoria de la ley de 2009, previamente mencionada. El nuevo régimen regulatorio permite una fuerte optimización fiscal y societaria, captación de inversión y liquidez, ayudas a la comercialización y reestructuraciones corporativas y accionariales. Con el cambio en la

legislación, la regulación queda adaptada al estándar de los REITs y da pie al surgimiento del interés por formar este tipo de vehículos en España.<sup>56</sup>

Se dan numerosos cambios entre ambas leyes, que quedan resumidos en la siguiente tabla. No obstante, destaca entre otros, el nuevo régimen fiscal que permite a los vehículos de inversión no tributar en el impuesto sobre sociedades, y, tratándose de sociedades altamente apalancadas, les convierte en un vehículo fuertemente atractivo.

**Tabla 2: Requerimientos legales de las SOCIMI (comparativa regulación de 2009 vs. 2012)**

Características	Ley regulatoria de 2012	Ley regulatoria de 2009
<b>Requisitos Financieros</b>		
Capital Social Mínimo	5 M€	12 M€
Apalancamiento máximo	Sin límite	70%
Tipo de acciones	Nominativas	Nominativas
Mercado de Cotización	MAB o SIBE	MAB
<i>Free Float</i> mínimo	Mínimo entre 2 M€ y 25% del capital social, distribuidos entre accionistas que tengan menos de un 5% de la capitalización de la SOCIMI (al menos 20 accionistas minoritarios)	25%
Composición del Activo	Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de bienes inmuebles de estas características (inicio en 3 años), así como en participaciones en el capital o patrimonio de otras SOCIMI.	Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de bienes inmuebles de estas características (inicio en 3 años), así como en participaciones en el capital o patrimonio de otras SOCIMI.
Composición de las rentas	El 80% o más de las rentas debe provenir del arrendamiento de bienes inmuebles o de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de las participaciones en otras entidades	El 80% o más de las rentas debe provenir del arrendamiento de bienes inmuebles o de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de las participaciones en otras entidades
<b>Requisitos de los Inmuebles</b>		
Inmuebles necesarios	1	3
Mantenimiento mínimo de los inmuebles	3 años	7 años
Peso Máximo en el balance / Inmueble	100%	40%
<b>Distribución de Beneficios</b>		
Distribución de Resultados	1. El 100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios de otras SOCIMI. 2. Mínimo el 50% de los beneficios que procedan de la transmisión de inmuebles y acciones de otras SOCIMI. 3. Mínimo el 80% del resto de beneficios.	1. El 100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios de otras SOCIMI. 2. Mínimo el 50% de los beneficios que procedan de la transmisión de inmuebles y acciones de otras SOCIMI. 3. Mínimo el 90% del resto de beneficios.
<b>Régimen Fiscal</b>		
Impuesto de sociedades	1. Si cumple requisitos: 0% sobre las rentas obtenidas del alquiler de inmuebles 2. Si no cumple requisitos: 30% sobre las rentas obtenidas del alquiler de inmuebles 3. Tipo de gravamen: 19% sobre la parte de la base imponible que corresponda con dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a los socios.	19%
Otros Impuestos	1. Exención operaciones societarias en constitución, aumento de capital y aportaciones no dinerarias. 2. Bonificación del 95% en adquisición de viviendas para arrendamiento y terrenos para promoción.	1. Exención operaciones societarias en constitución, aumento de capital y aportaciones no dinerarias. 2. Bonificación del 95% en adquisición de viviendas para arrendamiento y terrenos para promoción.

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AFI, Solventis y BOE*

<sup>56</sup> (Rioperez & Garcia, 2014)

#### 4.4 Constitución de las SOCIMIs y principales agentes

Las SOCIMIs pueden tener diferentes estrategias y, por lo tanto, pueden ser categorizadas teniendo en cuenta diversos factores y objetivos:<sup>57</sup>

- Según su estructura interna puede tratarse de SOCIMIs que invierten únicamente en inmuebles o que además de en inmuebles invierten en otras SOCIMIs.
- Se trata de una SOCIMI concentrada si su inversión inmobiliaria está geográficamente enfocada en un punto. De lo contrario se categorizará como dispersa.
- Será especializada, si su inversión va dirigida a inmuebles característicos y diversificada si no hace distinciones entre los activos mobiliarios.
- Dependiendo del número de inmuebles en cartera, se clasifica como “Mono-inmueble” o “Multi-inmueble”.
- El tipo de gestión determinará si se trata de una SOCIMI autogestionada o con gestión externa.
- Y, dependiendo del nivel de apalancamiento.

Por otro lado, el proceso de constitución de una SOCIMI se puede dividir en 4 fases o pasos diferentes.<sup>58</sup>

- Fase primera: Análisis preliminar y/o de situación con el fin de determinar la viabilidad de transformación de la sociedad de la S.A. en SOCIMI. Fase en la que se da la consultoría patrimonial, fiscal, legal y presupuestaria.
- Fase segunda: Preparación de la compañía para cumplir todos los requisitos necesarios para calificar como SOCIMI (debe cumplirse el resultado favorable de la fase primera). Se elaborarán los modelos de crecimiento y financiación, además del *fundraising* y el cronograma.
- Fase tercera: Constitución de la SOCIMI e incorporación de la misma al El Mercado Alternativo bursátil (en adelante MAB). Con ayuda de la contratación de asesores externos se elaborarán los documentos (*Due Diligence*, folleto, prospecto, DIIM ...) necesarios para la salida a bolsa. Y se detallará la estrategia de salida: OPV (Opción Pública de Venta) o colocación privada. A su vez, se asignará el asesor colocador de la emisión y proveedor de liquidez (en la mayoría de los casos será el Asesor Registrado).
- Fase cuarta: Mantenimiento de los requisitos necesarios para seguir constituyendo como SOCIMI y poder disfrutar de las ventajas del vehículo. En esta fase se darán operaciones corporativas, además de reportes

---

<sup>57</sup> (ARAMBEX, Asesores Registrados, 2019)

<sup>58</sup> (ARAMBEX, Asesores Registrados, 2019) y (Solventis Corporate Finance, 2019)

de información y auditoría y se continuará con el *fundraising*.

#### 4.4.1 El MAB, Mercado Alternativo Bursátil

El Mercado Alternativo bursátil es el mercado destinado a aquellas compañías de media y pequeña capitalización que buscan expandirse. El MAB dispone de una regulación hecha a medida, diseñada para satisfacer las necesidades de estas compañías de capitalización reducida, además de unos costes y procesos adaptados a sus capacidades. No se trata de un mercado secundario, sino de un sistema multilateral de negociación y comunicación.<sup>59</sup>

Se caracteriza por: (1) ser un sistema de negociación, (2) estar promovido por BME (Bolsas y Mercados Españoles) y supervisado por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), (3) tener acceso a inversores institucionales y particulares, (4) proporcionar financiación, visibilidad, liquidez y valoración a las compañías y (5) disponer de un régimen de información y contratación adaptado a las capacidades y características de este tipo de compañías.<sup>60</sup>

Comienza con la actividad en el año 2009 con la cotización de dos compañías, y diez años después, ya son 108 empresas las que cotizan en el mercado y hacen uso de sus servicios para generar valor y lograr expandirse, alcanzando una capitalización total de más de 11.900 millones de euros.

La normativa del MAB está registrada a través de diferentes instrumentos como, por ejemplo, circulares, la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, el reglamento del mercado de 2016...

Los requisitos comunes para todos los sectores que permiten a las compañías, las cuales han de ser sociedades anónimas, cotizar en el MAB se pueden resumir de la siguiente manera: (1) transparencia y requisitos de incorporación: capitalización reducida (< 500 millones de euros) o tratarse de una SOCIMI, régimen contable e información financiera ajustadas a la normativa pertinente, deben ser compañías en actividad etc. (2) compromiso a reportar y comunicar la información requerida por las instituciones reguladoras, (3) asignación de un Asesor Registrado y un Proveedor de Liquidez y (4) valoración por experto independiente.<sup>61</sup>

#### 4.4.2 El Asesor Registrado

Una de las figuras más importantes en el proceso de constitución de una SOCIMI y, sobre todo, para la salida al

---

<sup>59</sup> (Bolsas y Mercados Españoles, 2019)

<sup>60</sup> (Bolsas y Mercados Españoles, 2019)

<sup>61</sup> (BME, Circular6/2016: Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por SOCIMI, 5 de febrero de 2016)

mercado regulado es el Asesor Registrado (en adelante AR), el cual se menciona anteriormente. La circular 8/2016 del MAB es el documento regulador de la figura del Asesor Registrado, además del documento que determina sus funciones y cometidos en el proceso de salida a bolsa.

Toda compañía con intención de cotizar en el MAB debe tener asignado un Asesor Registrado. Esta figura, se introdujo en el MAB con el objetivo de proporcionar una mayor transparencia y evitar casos fraudulentos que dañaban la imagen del mercado.

El principal objetivo del AR es realizar el análisis y valoración de la compañía para conocer la compatibilidad de esta con la salida a bolsa, es decir, valorar si es una candidata idónea para ello. Para ello, tratará de asesorar a la futura SOCIMI en cuanto a sus obligaciones y cumplimiento de los requisitos, anteriormente mencionados, para cotizar finalmente en el MAB. Además de todo ello, constituye la figura de intermediario entre la compañía en cuestión y el mercado.<sup>62</sup>

Entre las principales funciones del AR se encuentran: (1) realizar un análisis exhaustivo de la compañía y su sector, (2) comprobar la viabilidad del plan de negocio presentado, (3) verificar la idoneidad de la estructura de la compañía, tanto organizativa como jerárquica, (4) asesorar y trabajar de forma conjunta con la compañía y (5) comprobar el cumplimiento de los requisitos exigidos.<sup>63</sup>

#### 4.4.3 El Proveedor de Liquidez

Es una figura que, a diferencia de otros mercados, en el MAB es de carácter obligatorio. La función ha de ser llevada a cabo por compañías de servicios de inversión o entidades de crédito, es decir, empresas con capacidad para proporcionar liquidez a la compañía. Uno de los principales objetivos, además de la aportación de liquidez, es la regulación de la variación del precio de las acciones emitidas causadas por factores externos al mercado. Por último, la actuación de este ha de ser totalmente independiente frente a la compañía, sin provocar influencia sobre el precio o volumen de la transacción.<sup>64</sup>

### 4.5 ¿Por qué invertir a través de una SOCIMI?

Como se ha analizado previamente, las SOCIMIs se benefician de una serie de características especiales que hacen que sean un vehículo de inversión inmobiliaria muy atractivo y que hayan tomado gran fuerza en los

---

<sup>62</sup> (BME, 5 de febrero de 2016)

<sup>63</sup> (Bolsas y Mercados Españoles)

<sup>64</sup> (BME, 5 de febrero de 2016) y (Bolsas y Mercados Españoles, 2019)

últimos años desde 2013, con el surgimiento de la primera SOCIMI, *Entrecampos Cuatro SOCIMI S.A.* Por otro lado, cabe destacar que, la inversión a través de este vehículo también genera una serie de beneficios a los inversores frente a los vehículos más tradicionales. Estas ventajas son las siguientes:<sup>65</sup>

Primeramente, las SOCIMIs facilitan y hacen de la inversión inmobiliaria un proceso mas sencillo, en el sentido que, los inversores no deberán preocuparse ni por el mantenimiento del activo ni del seguimiento de cobros ni de la búsqueda de los activos e inquilinos. Simplemente, deberán realizar órdenes de compra y venta de las acciones que vean oportunas, delegando el resto de las actividades mencionadas a la SOCIMI en cuestión.

La inversión en el mercado inmobiliario a través de una SOCIMI se realiza por medio de la adquisición de acciones de la misma. La principal diferencia entre compra y venta de activos inmobiliarios y acciones es la liquidez que genera esta segunda para el inversor. Este puede hacerse con nuevas inversiones o deshacerse de las mismas de manera fácil, eficaz y dinámica, demás de, poder disfrutar de la transparencia que han de presentar estas sociedades como requisito de cotización en el MAB.

El desembolso de una inversión inmobiliaria directa es muy elevado, generando así una restricción entre los inversores, es decir, sólo aquel que disponga del capital podrá participar en la inversión en el sector. A través de estos vehículos cualquier particular, independientemente del capital que posea, podrá introducirse en el mercado e invertir en activos inmobiliarios, que por lo general se caracterizan por proporcionar rentabilidades elevadas y poco volátiles. Del mismo modo, esta rentabilidad se verá complementada con la obligatoriedad de reparto de dividendos, es decir, los inversores se favorecerán con el cobro de dividendos anual.

Por último, cabe destacar, que las SOCIMIs invierte en activos reales, identificados y que son conocidos por los inversores. Estos activos, además, serán valorados de manera objetiva por métodos reconocidos internacionalmente. Esto hace que la inversión se mas segura y proyecte más información para el inversor.

---

<sup>65</sup> (DOMO Activos SOCIMI, 2019) y (Bolsas y Mercados Españoles, 2019)

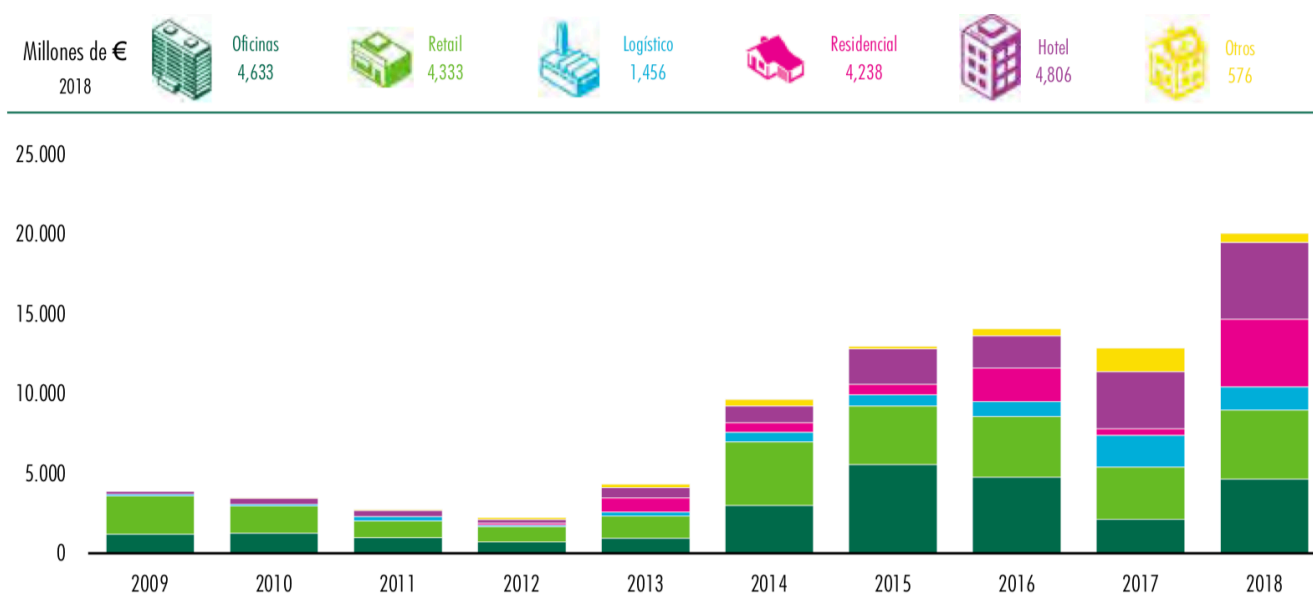


## 5. Nuevo escenario de inversión en España

2019 es considerado como el sexto año de recuperación económica para España, tras el fin de la pasada crisis financiera, desarrollada en los primeros capítulos del documento. Expertos aseguran que, la situación actual española dentro del sector inmobiliario se encuentra en una fase madura, pero, sin embargo, por detrás de las principales potencias europeas. 2018 ha desarrollado nuevos máximos en volúmenes de inversión inmobiliaria con más de 20.000 millones de euros invertidos, teniendo en cuenta operaciones corporativas, o 12.000 millones de euros sin tenerlas en cuenta. Es decir, un crecimiento interanual del + 56% y +5% respectivamente (con fuertes operaciones corporativas).<sup>66</sup>

Por lo tanto, la inversión inmobiliaria española se ha conseguido recuperar gracias al uso de diferentes herramientas y vehículos de inversión como, por ejemplo, lo son las SOCIMIs. En el siguiente gráfico elaborado por la consultora CBRE se aprecia, como el año 2013 es el punto de inflexión, en el que el sector da la vuelta a la tendencia bajista y comienza a crecer. Mismo año en el que las SOCIMIs entran en juego, tras el cambio de la regulación y la ley, explicado anteriormente. Javier Santacruz, profesor del Instituto de Estudios bursátiles, afirma que, debido a la nueva y mejorada regulación elaborada para aumentar la constitución de vehículos como las SOCIMIS, se ha logrado desde 2013 elaborar una cartera de inversión a largo plazo con activos inmobiliarios con buena localización que han permitido disponer de elevadas rentas y, por lo tanto, generar altas rentabilidades.<sup>67</sup>

**Gráfico 5: Volumen de inversión inmobiliaria en España por sector ("post-crisis")**



*Fuente: Spain Real Estate Market Outlook 2019, CBRE*

<sup>66</sup> (CBRE Spain, 2019)

<sup>67</sup> (Gines, 2018)

Concretamente, la inversión en este sector ha aumentado en más de un 500% desde 2013, año en el que las cifras alcanzaron los 2.900 millones de euros de inversión y representaron el primer signo de crecimiento tras la crisis económico-financiera.<sup>68</sup>

El ámbito económico español actual ha permitido aumentar la atracción por la inversión, tanto nacional como extranjera, en el ladrillo español. Los bajos tipos de interés, las bajas rentabilidades de la renta fija y, sobre todo, de los bonos soberanos europeos, la alta volatilidad e incertidumbre de los mercados financieros y la positiva tendencia de crecimiento económico del país, hacen que la inversión inmobiliaria sea de gran fuerza y siga siéndolo durante los próximos años.

El principal protagonista del escenario de inversión actual es el inversor extranjero, el cual ya no busca la inversión de un activo específico en un determinado sector, sino que ha abierto su abanico e independientemente del activo inmobiliario que se trate, buscará la idoneidad de la inversión, respetando sus planes de expansión y sus márgenes de riesgos. Los inversores, por lo tanto, están poniendo mayor atención en nuevos activos conocidos como “AIR”: Alternativos (residencias de estudiantes o para la tercera edad), Industrial y logístico y Residencial en alquiler.

El pasado año, alrededor de un 60% de la inversión total en inmuebles provino de capital extranjero. Y, a su vez, un cuarto de la misma fue realizada a través de SOCIMIs.<sup>69</sup>

Es necesario tener en cuenta que alrededor de un 43% de media del accionariado de las principales SOCIMIs cotizadas en el IBEX 35, en el año 2018, era de capital extranjero y en el caso de aquellas cotizadas en el MAB el dato aumenta hasta el 55% del accionariado.<sup>70</sup>

## 5.1 Las SOCIMIs en España

La evolución del número de SOCIMIs desde su comienzo en el año 2013 hasta la fecha de hoy ha sido exponencial. Actualmente se dan 5 grandes SOCIMIs, las cuales cotizan en la Bolsa española y acumulan un valor de mercado de 11.991 millones de euros, son: Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Lar España y Arima Real Estate. Y, por otro lado, cotizando en el MAB se encuentran 64 compañías calificadas como SOCIMI y que suman un valor de mercado de alrededor de 10.500 millones de euros, es decir, el mercado total de SOCIMIs asciende a una capitalización total de 22.504 millones de euros, o lo que es lo mismo, representa un 3,6 % de la capitalización total de la Bolsa Española (con 69 SOCIMIs en

---

<sup>68</sup> (CBRE Spain, 2019)

<sup>69</sup> (Marco-Gardoqui, 2019)

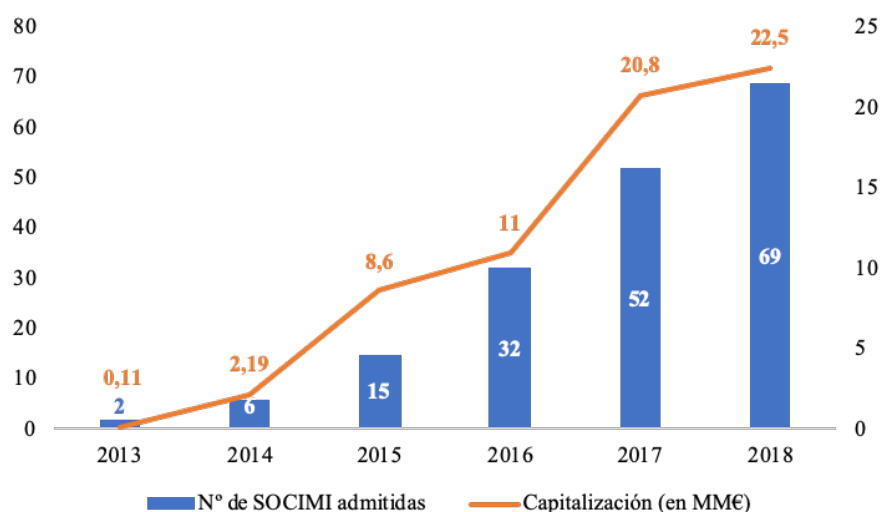
<sup>70</sup> (Bolsas y Mercados Españoles, 2018)

total).

Las operaciones corporativas entre SOCIMIs han sido muy significativas a lo largo del año 2018, dándose 19 ampliaciones de capital por un valor de 1.173 millones de euros, una fusión entre Colonial y Axiare y operaciones de compraventa de SOCIMIs por un importe de 10.933 millones de euros. Esto son indicios de un mercado fuerte y consolidado.<sup>71</sup>

Otro de los aspectos más destacables del sector es el alto nivel de reparto de beneficios entre accionistas debido al requisito obligatorio de hacerlo como SOCIMI, detallado anteriormente. El pasado año la cuantía total de dividendos repartidos por estas sociedades ascendió a más de 637 millones de euros (un 50% más que el pasado año), es decir, un 2,2% del total de los dividendos repartidos en la Bolsa Española fue por parte de las SOCIMIs.<sup>72</sup>

**Gráfico 6: Número de SOCIMIs en la Bolsa Española y su capitalización**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bolsas y Mercados Españoles (BME)*

## 5.2 La inversión residencial y hotelera se consolidan

Como se puede apreciar en la gráfica 5, la inversión inmobiliaria española también ha cambiado en cuanto al tipo de activo en el que invertir. En el nuevo escenario, destacan las inversiones hoteleras y las residenciales (activos “AIR” mencionados previamente). Por otro lado, el mercado de oficinas y retail se han mantenido constante desde la recuperación del sector en 2013, generando rentabilidades altas y regulares.

Como se detalla al comienzo de este estudio (en el apartado 2.1), España era uno de los países de la Unión

<sup>71</sup> (Bolsas y Mercados Españoles, 2018)

<sup>72</sup> (Bolsas y Mercados Españoles, 2018)

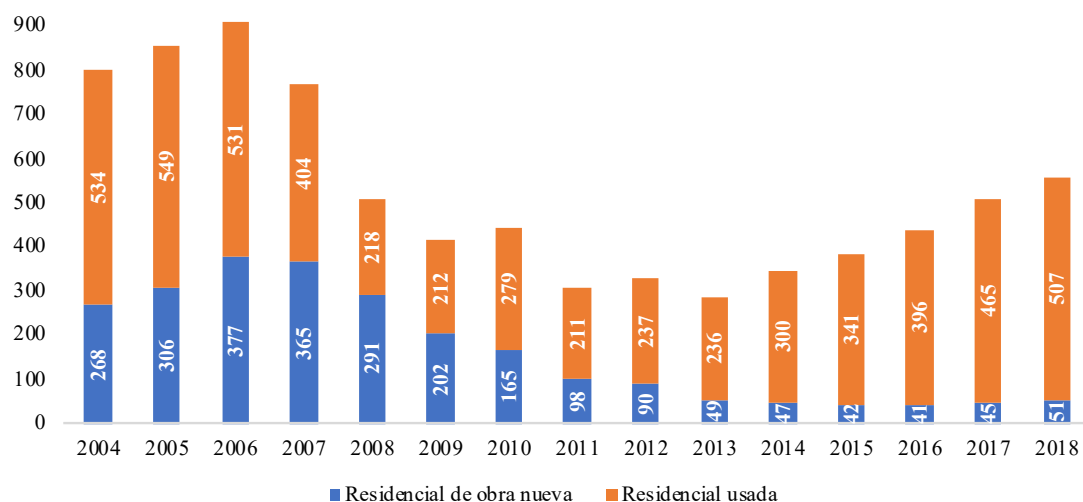
Europea que menor parque de viviendas destinaba a la renta a principios de siglo, según García Montalvo, alrededor de un 11%. Sin embargo, el escenario ha cambiado y la inversión residencial con objetivo de alquiler se ha convertido en un activo inmobiliario altamente atractivo, alcanzando en 2017 la cifra del 17%.<sup>73</sup>

El alquiler de viviendas se ha popularizado, sobre todo, en el grupo de edad comprendido entre los 16 y 29 años, seguido por el grupo de edad de entre 30 y 44 años. El Banco de España atribuye el auge del alquiler entre estos segmentos de la población, principalmente, a las consecuencias de la crisis económica, pero también al cambio sociológico que se está implementando en la sociedad, el cual está influyendo en las preferencias de vivienda, creando un nuevo factor cultural a favor por el alquiler.<sup>74</sup>

Uno de los aspectos más significativos de la consolidación del mercado residencial, es la estabilidad de sus rentabilidades frente a la caída de las mismas por parte de la renta fija europea. La inversión residencial destinada a la renta ofrece rentabilidades brutas superiores al 4% desde el año 2013 y como se muestra al principio de este estudio en el gráfico 2, su evolución ha sido regular y constante. Por el contrario, las rentabilidades ofrecidas por los bonos, muy afectadas por la caída de los tipos de interés, ofrece a día de hoy una rentabilidad a diez años menor del 1%.<sup>75</sup>

Todo ello se puede reflejar mediante el siguiente gráfico, en el que se muestra cómo las transacciones de viviendas de primera mano (por lo general mayormente destinadas para su venta) descienden drásticamente después del estallido de la burbuja inmobiliaria.

**Gráfico 7: Evolución del número de transacciones (residencial) según tipología: primera o segunda mano**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento*

<sup>73</sup> (Alves, Urtasun, & Banco de España, 2019)

<sup>74</sup> (Alves, Urtasun, & Banco de España, 2019)

<sup>75</sup> (Banco de España, 2019) y (Banco de España, 2016)

Las principales razones por las que se da este fenómeno son las siguientes: El parque de viviendas vacías aumentó de manera notable durante la crisis, alcanzado su nivel máximo en el año 2009 con un total de 649.780 viviendas nuevas sin vender, es decir, una variación del 232% desde el año 2005.<sup>76</sup> Conjuntamente, teniendo en cuenta que, las viviendas nuevas que se mantienen libres, pero que acumulan más de dos años de antigüedad, pasan a ser categorizadas como viviendas de segunda mano y que según el informe *Radiografía el stock de vivienda 2015*, elaborado por Tinsa, el 91,2% de estas viviendas vacías en stock se comercializa en régimen de venta y no de alquiler<sup>77</sup>, es explicable el cambio en el escenario de las transacciones residenciales, siendo las de nueva obra básicamente nulas (gráfico 7). Asimismo, las viviendas libres terminadas han caído desde 2006, año, en el que alcanzó su máximo con 597.665 viviendas, hasta 2017 en un 92%.<sup>78</sup>

Por último, cabe destacar que, se realizaron cambios en la legislación para frenar la adquisición de viviendas y fomentar el alquiler de las mismas como, por ejemplo, el incremento de los impuestos sobre la tenencia de la vivienda o de la compra de la misma.<sup>79</sup>

Por otro lado, la creciente tendencia internacional hacia el turismo en España ha generado a su vez interés por la inversión en activos hoteleros. Según el INE (Instituto Nacional de Estadística), el pasado año España acogió a más de 78 millones de personas, lo que supuso un incremento del 0,7% respecto al año anterior. España acumuló 37 meses consecutivos, entre los años 2015 y 2018, de crecimiento positivo de la tasa RevPAR (*Revenue Per Available Room*), es decir, de los ingresos por habitación disponible. La tasa RevPAR es uno de los indicadores más relevantes en el sector, que ayuda a medir el rendimiento financiero de una cadena o establecimiento en un periodo de tiempo determinado.<sup>80</sup>

Esta continua situación alcista durante los últimos años ha causado que en 2018 se alcanzara el máximo en cuanto a inversión hotelera, sobrepasando los 4.800 millones de euros invertidos (lo que supone un aumento del +35% interanual).

La compañía de servicios inmobiliarios JLL, expone que actualmente se está viviendo un *boom* hotelero debido al notable aumento de la demanda turística, el creciente número de oportunidades y la variada oferta existente.<sup>81</sup> La consultora internacional de inmobiliaria *Colliers International*, sitúa en alrededor del 70% las inversiones en activos hoteleros realizadas con capital extranjero, predominando fondos e inversores institucionales (en 2018). Del total de las inversiones en el sector, tanto nacionales como internacionales, cerca del 13% se realizaron a

---

<sup>76</sup> (Ministerio de Fomento, Gobierno de España, 2018)

<sup>77</sup> (Tinsa, 2016)

<sup>78</sup> (Ministerio de Fomento, Gobierno de España, 2019)

<sup>79</sup> (Alves, Urtasun, & Banco de España, 2019)

<sup>80</sup> (CBRE Spain, 2019)

<sup>81</sup> (JLL, 2018)

través de SOCIMIs.

Las expectativas para los próximos años siguen siendo positivas para el mercado hotelero, Miguel Vázquez, *Manging Director Hotels* en *Colliers International Spain* afirma que, el sector hotelero nacional ha logrado alcanzar *investment grade*, tras un periodo de fuerte crecimiento entre los años 2015 y 2018. Además de haber conseguido atraer reconocidos fondos internacionales e inversores institucionales, lo cual podría generar un efecto llamada a nivel global entre este tipo de inversores. Sin embargo, no descarta la corrección del mercado por el ajuste de la demanda a causa de factores como el *Brexit* en Reino Unido, el resurgimiento de destinos competidores y el reajuste de las estimaciones de crecimiento económico para la zona Euro y España.<sup>82</sup>

---

<sup>82</sup> (Colliers International, 2019)

## 6. Conclusión

La pasada crisis económica vino derivada principalmente por el estallido de la burbuja inmobiliaria, creando así una de las recesiones económicas más duras de la historia económica global. España, junto con otros países, como Irlanda, se vio mayormente afectado a causa de diferentes factores microeconómicos que se dieron en el país y, sobre todo, debido a la importancia del sector inmobiliario y de construcción en el PIB y la economía española.

España vivía bajo una cultura inmobiliaria que apostaba por la adquisición de viviendas, en vez de por el alquiler de las mismas; siendo el parque de viviendas destinadas para la renta de alrededor del 11%, muy inferior al de la media europea. Asimismo, el surgimiento de una burbuja inmobiliaria especulativa era inminente a causa de una serie de falsas expectativas formadas sobre el mercado de inversión inmobiliaria. Estas, esperanzaban un bajo nivel de riesgo con altas y constantes rentabilidades para los activos inmobiliarios, además de considerarlos gran fuente de riqueza. Por otro lado, las esperanzas por la caída del precio de la vivienda a largo plazo eran muy reducidas. De esta forma, se dio el aumento de los precios de los inmuebles justificado por estas expectativas y no por la oferta y la demanda en el mercado, creando así una burbuja.

Adicionalmente, el entorno macroeconómico en el que se encontraba España resultaba ser altamente atractivo para la inversión en inmuebles gracias a los bajos tipos de interés en España (en comparación con la zona Euro, véase gráfico 2 del documento) y a la entrada del país en el Unión Económica y Monetaria Europea; lo que supuestamente resultaría en el aumento del precio de la vivienda para converger los niveles de precio europeos.

Por otro lado, esta crisis también es conocida como la *crisis subprime* debido al alto nivel de endeudamiento con dudoso cobro que se otorgó durante esta época, principalmente, dirigido para la adquisición de activos inmobiliarios. En otras palabras, surgieron las hipotecas basura, las cuales permitían a particulares (con baja fiabilidad crediticia) acceder a capital para la compra de un inmueble. Esto produjo un fuerte aumento en el ratio de endeudamiento general y que la situación económica, tras el estallido de la burbuja y la caída de la demanda y los precios, fuera todavía más inestable para los hogares, compañías del sector y entidades financieras españolas, no pudiendo hacer frente a sus obligaciones de pago. Finalmente, esta situación desembocó en la liquidación de gran parte de las compañías del sector, en un alto nivel de desempleo y en una crisis bancaria, que produjo el cierre y venta de numerosas entidades de crédito.

El mercado de inversión inmobiliaria, al igual que el sector de construcción, ha estado muy ligado a la tendencia de la economía española, viviendo su época de auge a comienzos del siglo XXI y sufriendo su mayor crisis a partir del año 2007. Cabe destacar que se dan dos escenarios diferentes de inversión: uno “pre-crisis” y otro “post-crisis” (ya que durante la recesión la inversión era prácticamente nula).

En una primera fase pre-crisis, en la que se llegó a generar rentabilidades medias anualizadas superiores al 15%, los principales mercados de inversión eran los parques de oficinas y los centros comerciales. Las oficinas comenzaron a coger fuerza y a atraer capital extranjero una vez se dio entrada al conocido Decreto Boyer, mediante el cual se derogaba la antigua cláusula de prórroga forzosa que impedía a los inversores la generación de rentabilidades. Por otro lado, el sector retail, ha sido uno de los sectores que mayores rentabilidades ha generado (con una media anualizada del 10% en la primera década de este siglo) y que mayor crecimiento ha experimentado por resultar ser un de los productos más atractivos tanto para inversores nacionales como extranjeros. En 8 años, desde el año 2000 hasta el 2008, el sector ha aumentado alrededor de un 125% en España en cuanto a superficie alquilable, superando los 9,9 millones de metros cuadrados. En relación con los agentes inversores, los que mayor participación mantuvieron durante este periodo de tiempo fueron los fondos de inversión colectiva (con fuerte influencia extranjera) como fondos de pensiones, aseguradoras y compañías patrimonialistas.

Con la llegada de la crisis financiera e inmobiliaria, la inversión en el sector se estanca y el capital extranjero deja de interesarse por el ladrillo español. Sin embargo, en el año 2013 comienza un cambio en la tendencia del sector y la economía española, recuperando a su vez la inversión en el sector. A diferencia del periodo previo a la recesión, surgen, además de los activos convencionales, dos ramas nuevas de alta atracción: las viviendas residenciales y los hoteles. El sector residencial, destinado para el alquiler, se ha popularizado entre jóvenes y adultos, a raíz de los efectos causados por la crisis, constituyéndose, de esta forma, una nueva cultura que apuesta por el alquiler en vez de por la compra. Asimismo, las rentabilidades ofrecidas por las rentas de las viviendas son muy regulares y, actualmente, están muy por encima que las generadas por la renta fija. Por otro lado, la enorme fuerza del sector turístico en España y la situación del mercado inmobiliario a propiciado el interés, en gran parte extranjero, por el sector hotelero, alcanzado máximos de inversión el pasado año (alrededor de 4.800 millones de euros). De esta forma, entran nuevos agentes de inversión colectiva en juego como, las SOCIMIs, gracias al cambio en la regulación para la constitución de estas.

Las SOCIMIs nacen a raíz del vehículo de inversión colectiva estadounidense REIT y cumplen la función de reactivar y estabilizar (evitando grandes volatilidades) la inversión inmobiliaria, inyectando liquidez a los activos y haciendo esta accesible a cualquier tipo de inversor. Se trata de sociedades cotizadas caracterizadas por tener como actividad principal la inversión, de forma directa o indirecta, en activos inmobiliarios destinados a la renta y como fundamental fuente de ingresos (establecido por ley) el beneficio obtenido a partir de estas rentas y de actividades relacionadas y no de las plusvalías generadas con la venta de inmuebles. La regulación, parte fundamental de este vehículo, es lo que difiere a la SOCIMI del REIT y donde quedan presentados los requisitos y obligaciones para poder calificar como tal.



Según Antonio Fernández, presidente de Armabex, compañía dedicada al asesoramiento como Asesor Registrado de SOCIMIs, la estabilización del mercado inmobiliario se logra por medio del alquiler, más que por medio de la compraventa y especulación de inmuebles. Asimismo, la ley que regula estas sociedades establece en tres años el periodo mínimo alquilable para su posible futura venta, lo que reduce, en gran parte, el peligro del estallido de otra burbuja.

Estos vehículos disfrutaban de una serie de privilegios que hacen que sean un método de inversión muy atractivo, tanto para inversores como para el sector. Destacan entre otros, su regulación fiscal, de patrimonio y de reparto de beneficios. Si cumplen con todos los requisitos establecidos por ley, estas sociedades cotizadas, tributarán con un tipo de gravamen del 0% sobre el impuesto de sociedades, dispondrán de la posibilidad de apalancamiento indefinido, de la tenencia mínima para su formación de un único inmueble, de capital social mínimo de 5 millones de euros, además, deberán repartir los beneficios obtenidos en forma de dividendos etc. (véase tabla 2).

Las SOCIMIs no empiezan a coger fuerza en España hasta el año 2013, en el que se crea la primera sociedad, gracias al cambio en la legislación de 2009 que regulaba este tipo de compañías. La nueva regulación, vigente a día de hoy, es la que presenta los privilegios, detallados anteriormente, de constitución y para los inversores, que hacen que este vehículo sea muy competitivo frente a los convencionales. Con la nueva regulación se da pie a una oleada de creación de SOCIMIs, concretamente, de 69 desde la fecha hasta hoy, situando a España como el segundo país del mundo con mayor número de SOCIMIs. Esto es claramente un indicador de reanimación del sector y del interés por el mismo.

El rápido crecimiento del sector inmobiliario, el cambio legislativo; para evitar la creación de burbujas, el sobreaplancamiento de los hogares y la emisión de hipotecas basura, y, sobre todo, el surgimiento de vehículos como las SOCIMIs, que facilitan la inversión en el sector, ha causado el retorno del capital extranjero y del interés por el sector inmobiliario español, alcanzando gran peso de la inversión anual total.

2013 es también el año en el que el mercado de inversión da la vuelta y comienzan una tendencia alcista, llegando a alcanzar el pasado año máximos de 20.000 millones de euros invertidos. Es por ello por lo que, el crecimiento en el mercado de inversión está muy ligado al crecimiento del interés por las SOCIMIs, como método de inversión, y a su evolución desde el cambio en la regulación. Cada año se han ido incorporando nuevas SOCIMIs al mercado y el capital de inversión que supera el tercio de la inversión total del sector.

Por todo ello, podemos concluir que, gracias a las medidas tomadas y, en gran parte, a la posible constitución de vehículos de inversión como las SOCIMIs, el sector inmobiliario ha logrado, no sólo estabilizarse, sino crecer a un ritmo notable a partir del año 2013, haciendo de este mercado un mercado seguro y atractivo mundialmente.

## 7. Bibliografía

- Alves, P., Urtasun, A., & Banco de España. (2019). *Evolución reciente del mercado de la vivienda en España*.
- ARAMBEX, Asesores Registrados. (2019). *¿Qué es una SOCIMI?* Recuperado el Junio de 2019, de ARAMBEX: <http://www.armabex.es/que-es-una-socimi/>
- Banco de España. (2016). *Principales Indicadores de Vivienda*.
- Banco de España. (2017). *El margen de intereses de las entidades de depósito españolas y los bajos tipos de interés*. Boletín Económico 3/2017.
- Banco de España. (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*.
- Banco de España. (2019). *Evolución reciente del mercado de la vivienda en España*.
- Banco de España. (2019). *Principales Indicadores de Vivienda*.
- Bankinter. (2017). *Informe semestral del mercado inmobiliario en España*. Recuperado el Mayo de 2019, de Bankinter: [https://www.metros2.com/wp-content/uploads/2018/03/Informe\\_sector\\_inmobiliario\\_Julio2017-BANKINTER.pdf](https://www.metros2.com/wp-content/uploads/2018/03/Informe_sector_inmobiliario_Julio2017-BANKINTER.pdf)
- Barroso, P., & Garcia-Mateo, J. (2009). *Coyuntura global del mercado inmobiliario español*.
- Benito, I. (2015). *La SOCIMI como instrumento de reestructuración del capital inmobiliario en los grupos hoteleros*. Palma de Mallorca.
- BME. (5 de febrero de 2016). *Circular 10/2016: Régimen aplicable al proveedor de liquidez en el Mercado Alternativo Bursátil*. Madrid.
- BME. (5 de febrero de 2016). *Circular 8/2016: Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil*. Madrid.
- BME. (5 de febrero de 2016). *Circular 6/2016: Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por SOCIMI*. Madrid.
- BOE. (26 de octubre de 2009). *Ley 11/2009: Ley regulatoria Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*. Madrid.
- BOE. (28 de noviembre de 2014). *Ley 27/2014: sobre el Impuesto de Sociedades*. Madrid.
- Bolsas y Mercados Españoles. (2018). *Informe de Mercado 2018*.
- Bolsas y Mercados Españoles. (2019). *El MaB: una oportunidad para Empresas en Expansión*.
- Bolsas y Mercados Españoles. (2019). *¿Que es el MAB?* Recuperado el Mayo de 2019, de BME: [https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB\\_QueEs.aspx](https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx)
- Bolsas y Mercados Españoles. (2019). *¿Qué es una SOCIMI?* Recuperado el Mayo de 2019, de BME:

- [https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/SOCIMI/MAB\\_SOCIMI\\_QueEs.aspx](https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/SOCIMI/MAB_SOCIMI_QueEs.aspx)
- Bolsas y Mercados Españoles. (s.f.). *Guía de buenas prácticas para asesores registrados*.
- Calvo Hornero, A. (2008). *La crisis de las hipotecas subprime y el riesgo de credit crunch*.
- Cardona, J. (2015). *La SOCIMI como instrumento de reestructuración del capital inmobiliario en los grupos hoteleros*. Palam de Mallorca.
- Caridad y Ocerin, J., & Brañas-Garza, P. (1997). El precio de la vivienda urbana. La disyuntiva superficie/ubicación: Una ampliación. *I Congreso de Ciencia Regional de Andalucía: Andalucía en el umbral del siglo XXI, España*. Jerez de la Frontera y Cádiz.
- CBRE Spain. (2019). *Real Estate Market Outlook 2019*.
- Colliers International. (2019). *La inversión hotelera en España de nuevo en la cima, cierra 2018 rozando los 5.000 M€*.
- Colliers International. (2019). *La Inversión Hotelera en España, 2018*.
- Coremberg, A. (2000). *El Precio de la Vivienda en Argentina: un Análisis Económico de sus Determinantes Fundamentales*.
- DOMO Activos SOCIMI. (2019). *Las SOCIMI: qué son, cómo funcionan y sus ventajas fiscales*. Recuperado el Mayo de 2019, de DOMO Activos SOCIMI: <https://domogestora.com/blog/socimi-ventajas-fiscales/>
- Downs, A. (2006). En B. McKoy, *The Dynamics of real estate capital markets. A practitioner's perspective* (pág. Prólogo).
- Farragher, E., & Kleiman, R. (1996). *A Re-Examination of Real Estate Investment Decision Practices*.
- Fernandez, N., & Romero, M. (2016). Las SOCIMI y el mercado inmobiliario. *Cuadernos de Información Económica*, 61-66.
- Friedman, M. (1962). *Price Theory*.
- García-Montalvo, J. (2008). *De la Quimera Inmobiliaria al Colapso Financiero*.
- García-Montalvo, J. (s.f.). *La vivienda en España: Desgravaciones, burbujas y otras historias*.
- Gines, G. (Marzo de 2018). El sector inmobiliario lidera de nuevo la inversión extranjera en España. *ABC*.
- Instituto de Estudios Económicos. (s.f.). *El Sector Inmobiliario en España*.
- INVERCO. (2019). *Modalidades de planes y de fondos de pensiones*. Recuperado el Mayo de 2019, de INVERCO: <http://www.inverco.es/28/0/94>
- INVERCO. (2019). *Qué son los fondos de pensiones*. Recuperado el Mayo de 2019, de INVERCO: <http://www.inverco.es/28/29/33>

- JLL. (2018). *Destino España: la inversión hotelera ha llegado para quedarse*. Recuperado el Mayo de 2019, de JLL: <https://www.jll.es/es/analisis-y-tendencias/inversion/destino-espana-la-inversion-hoteler-ha-llegado-para-quedarse>
- Laborda, A. (s.f.). *Retos financieros de las familias españolas. Consumo, reducción de deuda y financiación de la economía*.
- Marco-Gardoqui, M. (2019). Nueva etapa para la inversión inmobiliaria: Los inversores buscan "AIR". *spanish REAL ESTATE*, 21-23.
- McCoy, B. (2006). *The Dynamics of real estate capital markets. A practitioner's perspective*.
- Ministerio de Fomento, Gobierno de España. (2018). *Informe sobre el stock de vivienda nueva 2017*.
- Ministerio de Fomento, Gobierno de España. (2019). *Estadísticas. Número de viviendas libres terminadas*.
- Naredo, J. (2009). La cara oculta de la crisis. El fin del boom inmobiliario y sus consecuencias. *Revista de economía crítica*, 118-133.
- NAREIT. (2019). *What's a REIT?* Recuperado el Abril de 2019, de NAREIT: <https://www.reit.com/what-reit>
- Redpiso. (s.f.). La burbuja inmobiliaria en España: causas y consecuencias.
- Rioperez, D., & Garcia, A. (2014). SOCIMIs el empuje definitivo al sector inmobiliario. *Capital & Corporate*, 42-45.
- Sabal, J. (2008). *L'atractiu fiscal dels nous REIT espanyols (SOCIMI)*.
- Sociedad de Tasación. (2019). *Evolución de Precios Vivienda en España - Tercer Trimestre*.
- Solventis Corporate Finance. (2019). *Vehículo de Inversión SOCIMI*.
- Suarez, J. L., Basagoiti, L., Benavides, A., W. Clifford, M., Cooke, R., Fernandez Cuesta, E., . . . Jürgensen. (2011). *La inversión Inmobiliaria en España 2001 – 2011*.
- Tinsa. (2016). *Radiografía del stock de vivienda 2015*.
- Unive abogados. (s.f.). *La prórroga forzosa en los contratos de arrendamiento*. Recuperado el Abril de 2019, de UNIVE Abogados: [https://www.unive.es/408\\_\\_la\\_prorroga\\_forzosa\\_en\\_los\\_contratos\\_de\\_arrendamiento.html?art=1](https://www.unive.es/408__la_prorroga_forzosa_en_los_contratos_de_arrendamiento.html?art=1)